

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

SEGUNDO SEMESTRE 2022





# Informe de Estabilidad Financiera

SEGUNDO SEMESTRE 2022

## Política Financiera del Banco Central de Chile (BCCh)

El BCCh tiene por objeto velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Para cumplir con este segundo objetivo, debe resguardar la estabilidad del sistema financiero dentro del perímetro de sus atribuciones legales, implementadas desde una perspectiva macro-financiera. Las decisiones y acciones derivadas de sus facultades forman parte de su marco de política financiera. En este contexto, se considera que existe estabilidad financiera cuando el sistema cumple sus funciones con normalidad o sin interrupciones relevantes, aun frente a situaciones temporales adversas. La identificación de potenciales eventos de riesgos, vulnerabilidades y mitigadores, junto con la evaluación del impacto sobre el sistema financiero, están en el centro del análisis de la política financiera del Banco Central de Chile.

## Conducción e implementación de la Política Financiera

El BCCh conduce su política financiera procurando contribuir, desde su ámbito de competencia, a la estabilidad del sistema financiero. Este se ha ido profundizando y ganando estabilidad en las últimas décadas debido, en parte, al desarrollo de herramientas de política financiera y su adecuada aplicación. Esto a su vez ha contribuido a la eficacia de la política monetaria y a incrementar la resiliencia de la economía a eventos disruptivos.

El Banco implementa su política financiera a través de procesos rigurosos que permiten la toma de decisiones, en acciones conjuntas y coordinadas con el supervisor y regulador. En particular, el BCCh emite y administra regulación financiera, decide la activación y desactivación del requerimiento de capital contra-cíclico, elabora informes y emite opiniones sobre el impacto de potenciales cambios legales o regulatorios respecto de los cuales se le consulte. A estas medidas, se suma el eventual ejercicio del rol de prestamista de última instancia para las empresas bancarias y otras herramientas de gestión de liquidez.

## Transparencia y divulgación de información

El Informe de Estabilidad Financiera (IEF) es uno de los principales instrumentos de política financiera y de comunicación del BCCh. En atención a su mandato, el IEF entrega la visión del Consejo respecto de los principales riesgos, vulnerabilidades y mitigadores para la estabilidad financiera.

El IEF se publica dos veces al año, en mayo y noviembre. En línea con las mejores prácticas internacionales, se elabora por profesionales especializados y es liderado por la División de Política Financiera. Sus contenidos son difundidos a través de diversos canales. De esta forma, el Banco Central comunica sus análisis e implementa su política financiera de una manera transparente y activa.



Foto Portada: Puerto Natales / Región de Magallanes y Antártica Chilena.

---

### Beltrán de Ramón / Representante Legal

Gerencia de División Asuntos Institucionales  
BANCO CENTRAL DE CHILE  
Agustinas 1180, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000  
www.bcentral.cl  
bcch@bcentral.cl  
ISSN: 0716-2219

---

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N°17.336, sobre Propiedad Intelectual. Su reproducción está prohibida sin la autorización previa del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, se podrán reproducir fragmentos de esta publicación en caso que se mencione su título y autor.

# CONTENIDO\* /

<b>RESUMEN</b>	<b>3</b>
<b>I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS</b>	<b>8</b>
<b>II. USUARIOS DE CRÉDITO</b>	<b>18</b>
<b>III. OFERENTES DE CRÉDITO</b>	<b>29</b>
<b>IV. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA</b>	<b>39</b>
<b>RECUADROS</b>	
Ciclo global del dólar, condiciones financieras internacionales y economías emergentes	16
Deuda no-hipotecaria y situación financiera de los hogares en la pandemia	27
Relevancia de la resiliencia bancaria	37
Desarrollos recientes en el sistema de pagos con tarjetas	47

---

\*/ El cierre estadístico del Informe de Estabilidad Financiera fue el 26 de octubre de 2022, excepto en donde se indique lo contrario.



# RESUMEN

Un empeoramiento del escenario internacional se ha convertido en la principal fuente de riesgos para la estabilidad financiera global. Durante los últimos meses se ha observado un aumento importante de la aversión al riesgo en los mercados mundiales, en medio de ajustes de las políticas monetarias, la evolución de la guerra entre Ucrania y Rusia, la mayor debilidad de la economía china y ciertas tensiones financieras en Europa. Así, han aumentado los riesgos de que se produzcan episodios de corrección abrupta de precios de activos y salidas de capitales, especialmente desde economías emergentes. El mercado financiero chileno se ha visto afectado por las tendencias globales, donde resalta la mayor volatilidad del peso y las tasas de interés de largo plazo respecto de su comportamiento histórico. Esto es reflejo de un mercado de capitales menos profundo, lo que reduce la capacidad de la economía para acomodar presiones financieras externas. La evaluación de la situación financiera de hogares, empresas y banca apunta a que no existirían fuentes de vulnerabilidad sistémicas, aunque resaltan algunos focos de preocupación en hogares de menores ingresos y en empresas de los sectores inmobiliario y de la construcción. La banca se encuentra resiliente, aunque enfrenta desafíos de un entorno económico y condiciones de financiamiento más deterioradas. Un mercado de capitales profundo es fundamental para apoyar el desarrollo económico y el bienestar de las personas. Es crucial priorizar iniciativas que contribuyan a fortalecer el funcionamiento del sistema financiero y evitar aquellas que lo pudieran dañar.

**El escenario macroeconómico externo ha evolucionado negativamente en los últimos meses, convirtiéndose en la principal fuente de riesgo para la estabilidad financiera global.** El fuerte aumento de la inflación —a lo que ha contribuido el reciente recrudecimiento del conflicto entre Rusia y Ucrania— ha requerido una respuesta de los bancos centrales, que han debido elevar sus tasas de política monetaria en forma considerable. Así, se han estrechado las condiciones financieras y la liquidez, aumentando la probabilidad de un escenario de recesión global en 2023. El endurecimiento del tono y decisiones de la Fed —y la incierta trayectoria futura de su política— han propiciado un ciclo de fortalecimiento global del dólar e incrementado la sensibilidad de los mercados financieros ante nuevos desarrollos.

**En este contexto, se ha reducido el apetito por riesgo, afectando el precio de los activos y aumentado la volatilidad de los mercados financieros globales.** Desde el cierre del Informe anterior —inicios de mayo— los premios por riesgo medidos por el CDS han subido transversalmente, en torno a 50pb tanto para América Latina como Chile. Desde comienzos de año, la volatilidad implícita en opciones, tanto en el mercado de acciones como de bonos en EE.UU., aumentó 8 y 80pp respectivamente. Esto se ha dado en medio de una caída generalizada de los índices accionarios, la que llegó a 7,9% en las economías desarrolladas y 7,5% en las emergentes.



**El desafiante entorno macroeconómico externo ha presionado diversos mercados y configura un escenario con múltiples focos de riesgo para la estabilidad financiera global.** Por una parte, el sector corporativo mundial ha enfrentado un período de significativa alza de costos que ha presionado sus márgenes, lo que se da en medio de un elevado apalancamiento y estrechez de las condiciones financieras. En este sentido, resalta la debilidad del mercado de la vivienda especialmente entre países avanzados. Por otra parte, la preocupación sobre el nivel de endeudamiento ha debilitado los mercados de bonos soberanos, principalmente en las economías emergentes. Se añade la situación del sector inmobiliario chino, cuya debilidad se ha profundizado producto de nuevas restricciones de movilidad, lo cual ha continuado tensionando la posición financiera de las empresas del rubro. Dadas las numerosas interconexiones de ese mercado con el resto de la economía, un mayor deterioro podría afectar a la banca y retroalimentar negativamente al sistema financiero. Finalmente, en las últimas semanas se han observado ciertas tensiones en Europa, un ejemplo de aquello es el fallido plan fiscal del Reino Unido, lo que agregó volatilidad a los mercados y dejó en evidencia la mayor sensibilidad ante la ocurrencia de eventos adversos.

**Desde el IEF anterior, los precios financieros locales se ubican en línea con los movimientos globales.** Desde inicios de año, el peso se depreció 15%, la bolsa local aumentó 20% y la tasa de interés de largo plazo (BCU10) se incrementó 26pb. Adicionalmente, durante la primera quincena de julio la depreciación del peso se dio con una intensidad y volatilidad inusualmente altas, lo que tensionó la formación de precios del mercado cambiario, aumentando el riesgo de distorsiones en otros mercados. Dado que la persistencia de un escenario como aquel elevaba la probabilidad que se generaran distorsiones significativas en el funcionamiento del mercado financiero, el Consejo anunció un programa de intervención el 14 de julio. Dicho programa finalizó el 30 de septiembre, logrando apoyar el adecuado funcionamiento del mercado cambiario.

**Destaca la mayor volatilidad que han mostrado el peso y las tasas de largo plazo ante las tensiones financieras internacionales, la que se ubica por sobre el promedio de economías comparables.** Esto contrasta con lo que ocurría previo al 2019, cuando, en general, Chile se ubicaba en la parte baja de la distribución de volatilidad de las tasas largas. Este comportamiento se da en un entorno donde —tal como ha ocurrido en otras economías emergentes— los inversionistas no residentes han mostrado una mayor sensibilidad a eventos locales, y han reducido su exposición a instrumentos de renta fija.

**La mayor volatilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés locales se da en un contexto de un mercado de capitales menos profundo, lo que reduce su capacidad de estabilización de presiones externas, y en donde se mantienen niveles de incertidumbre mayores a los niveles históricos.** Si bien el mercado de capitales no ha seguido deteriorándose, la liquidación de ahorros de largo plazo ya realizada, el debilitamiento del entorno macroeconómico y la mayor incertidumbre, han incidido en el perfil de inversión de diversos agentes y en el dinamismo del mercado financiero. Ello se ha reflejado en una reducción de las emisiones de instrumentos, de los montos transados, de la duración y liquidez de los portafolios de inversionistas institucionales y de su participación en el mercado de derivados cambiarios.

**La economía chilena continúa en una fase de normalización de los desbalances acumulados en 2021.** Se han moderado las salidas de capitales de residentes, pasando de flujos acumulados anuales de más de US\$15 mil millones en septiembre de 2021, a alrededor de US\$5 mil millones en el mismo mes de este año. En tanto, se han comenzado a reducir las brechas de actividad acumuladas en años anteriores y se ha observado un esfuerzo relevante de ajuste fiscal. Todo esto configura un escenario donde, acorde con las proyecciones del escenario central del IPoM de septiembre, hacia 2024 la economía retomaríase tasas de expansión acordes con su potencial. Todo esto contribuye a recobrar el equilibrio macroeconómico necesario para acomodar de mejor manera los diversos shocks.



**Las empresas exhiben una situación financiera estable a nivel agregado, con impago moderado y focos de vulnerabilidad que se concentran en los grupos más afectados por la pandemia y sus secuelas.** Si bien, los niveles de rentabilidad y ventas de las empresas se recuperaron desde la pandemia, la menor actividad derivada del ciclo económico, aumentos de costos de producción y de financiamiento, han estrechado sus márgenes. Al segundo trimestre de 2022, el endeudamiento agregado de las empresas alcanzó 119% del PIB, similar a lo registrado a fines del año previo y menor al máximo alcanzado hacia el inicio de la pandemia.

**En general, no se observan problemas de descalce cambiario lo que contribuye a atenuar el impacto de la depreciación del peso en el resultado de las empresas.** No obstante, existen focos de vulnerabilidad en empresas de menor tamaño, donde se registran aumentos de la morosidad entre aquellas más pequeñas que reprogramaron deudas durante el momento más complejo de la pandemia y —en menor medida— entre aquellas que accedieron a las facilidades especiales de crédito. Por sectores, destaca el deterioro de la situación financiera en el rubro inmobiliario y de la construcción.

**Las dificultades financieras de los sectores inmobiliario y de la construcción han conllevado una especial preocupación en esta coyuntura.** Estas empresas han experimentado aumentos relevantes de costos, lo que sumado a una menor actividad ha comprimido sus márgenes y deteriorado su capacidad de pago. El sector inmobiliario residencial enfrenta una significativa reducción en el dinamismo de sus ventas, coherente con condiciones de financiamiento más restrictivas y debilidad de la demanda. Así, se observó una caída de 52% anual en las ventas de viviendas nuevas al tercer trimestre de este año, con precios que también han descendido en lo más reciente. El segmento no residencial continúa en un proceso de rebalanceo entre distintas clases de activos, producto de cambios estructurales en las preferencias por teletrabajo y comercio electrónico. En este contexto, se han producido episodios de insolvencia y reorganización de empresas del sector. Cabe notar que las medidas prudenciales que se han construido a lo largo de los años, junto a un otorgamiento prudente de créditos, han permitido a la banca acomodar de manera apropiada la incubación de riesgos.

**Los hogares también enfrentan un escenario económico más desafiante, ante el aumento de los costos de financiamiento, la ralentización de la creación de empleo y los menores salarios reales.** Si bien la morosidad se ha mantenido baja, se aprecia un alza en las tasas de impago de consumo y mayor uso de créditos rotativos. En este entorno, su situación financiera muestra alta heterogeneidad. Los hogares de menores ingresos han ido reduciendo su disponibilidad de liquidez, recurriendo al endeudamiento a través de tarjetas. La mayor exposición a estos créditos de menor plazo aumenta la sensibilidad de los deudores frente a cambios en las tasas de interés que impactan su carga financiera. Si bien, el impago permanece bajo su promedio histórico, la morosidad continúa aumentando en la cartera de consumo, lo que ha sido más pronunciado entre deudores de menores ingresos.

**El sector bancario se presenta resiliente, con riesgos contenidos y elevados niveles de provisiones, liquidez, capital y rentabilidad.** Las colocaciones han reducido su dinamismo, lo que es coherente con el proceso de normalización de los desequilibrios, condiciones de oferta más restrictivas y una demanda debilitada —según recoge la Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre. Si bien la morosidad ha aumentado algo, sigue en niveles bajos. Los bancos se han ido preparando ante un potencial mayor deterioro de la cartera de crédito, aumentando sus provisiones—específicas y adicionales. El descalce de monedas es acotado y, junto con niveles adecuados de liquidez, le han permitido a la banca sobrellevar el incremento de la volatilidad cambiaria y de tasas de interés. Las utilidades aumentaron de manera importante en el último año. Esto es producto —entre otros factores— del incremento en el margen de reajustes y la mayor eficiencia operacional, los que han compensado el menor margen de intereses. Las pruebas de estrés muestran que los bancos permanecerían solventes y con liquidez adecuada para enfrentar la materialización de escenarios de tensión severos.



## RIESGOS, VULNERABILIDADES Y MITIGADORES

**En el plano externo, el principal riesgo financiero para las economías emergentes es que cambios en la percepción de los mercados sobre ajustes de la Fed, o nuevas tensiones, gatillen aumentos en la aversión al riesgo, con la consecuente salida de capitales o episodios de alta volatilidad.** Si bien en esta coyuntura las economías desarrolladas también aparecen vulnerables ante el ciclo de fortalecimiento del dólar, nuevos episodios de volatilidad afectarían particularmente a los países emergentes, los cuales —ante el mayor ritmo de endeudamiento reciente— se encuentran más sensibles a un cambio abrupto de las condiciones financieras externas.

**Por el lado de la banca internacional, dada la implementación de estándares de capital y liquidez más exigentes, esta aparece con una posición financiera más sólida que en períodos de tensión financiera anteriores.** Los eventuales ajustes de portafolio de los bancos internacionales no parecen ser un factor amplificador en esta coyuntura, como si lo fueron durante la Crisis Financiera Global. Sin embargo, hay menos certezas sobre la vulnerabilidad de los agentes no bancarios en los mercados financieros. Destaca el caso de inversionistas institucionales y fondos de inversión global, que podrían ajustar abruptamente sus portafolios —ante cambios bruscos en su situación de liquidez o caídas relevantes de la rentabilidad— exacerbando la volatilidad de los mercados financieros.

**En lo interno, la mayor vulnerabilidad proviene de un mercado de capitales menos profundo, lo que ha reducido su papel estabilizador frente a presiones financieras externas.** Pese a los avances en la resolución de los desequilibrios acumulados en los últimos años —y la reciente moderación en la pérdida de profundidad del mercado de capitales local—, este continúa con una menor capacidad para proveer financiamiento de largo plazo y requiere de esfuerzos adicionales para restaurar su rol amortiguador de shocks en el sistema financiero. Con el fin de robustecer su posición de liquidez internacional, el Banco Central contrató una línea especial con el Fondo Monetario Internacional por US\$18,5 mil millones. Esto permite reforzar la capacidad de la economía para enfrentar shocks externos, al aumentar la disponibilidad precautoria de liquidez en moneda extranjera.

**Es particularmente relevante que en esta coyuntura más desafiante se prioricen medidas y políticas orientadas hacia favorecer un ahorro estable de largo plazo.** Este tipo de iniciativas contribuirá a recuperar la profundidad del sistema financiero y su capacidad para amortiguar turbulencias externas. A su vez, es crucial evitar medidas que afecten el normal funcionamiento del sistema financiero o pongan en riesgo su capacidad de contribuir al financiamiento de proyectos de largo plazo.

**Para los usuarios de crédito el principal riesgo corresponde a una profundización del deterioro de las condiciones financieras y del entorno macroeconómico.** En la actual coyuntura, el aumento de los costos de financiamiento, el deterioro de la actividad y los menores ingresos reales, han reducido la capacidad de pago de hogares y empresas. Los escenarios de estrés apuntan a que estos desarrollos darían paso a mayores riesgos de impago en grupos específicos, donde resaltan los hogares de menores ingresos, con mayor exposición a la deuda rotativa, y entre empresas en el sector inmobiliario y el de la construcción. El principal riesgo derivado de esto último es que una profundización de su menor actividad se propague al resto de la economía, a través de sus interconexiones con el sector real y financiero. Con todo, en un contexto de mayor volatilidad del entorno y teniendo en cuenta que la economía ya se encuentra en un proceso de ajuste, es importante que los usuarios de crédito procuren tener niveles de endeudamiento sostenibles y se mantengan los esfuerzos de consolidación fiscal.



**El actual entorno y la evolución futura del escenario macroeconómico presentan varios desafíos para la banca.** El dinamismo del crédito se podría ver aún más debilitado durante la fase contractiva de la economía, lo que además vendría acompañado de una reducción en la calidad de la cartera y sus colaterales. Esto, junto a un mayor aumento en los costos de financiamiento, continuaría presionando los márgenes de intermediación de la banca. Asimismo, eventuales disrupciones financieras internacionales podrían dificultar la normal operación de las entidades bancarias al comprometer su posición de liquidez en moneda extranjera. Por otro lado, la mayor incidencia de ciberataques debido al cambio en las tendencias de digitalización alcanzadas durante la pandemia representa un riesgo operacional relevante en esta coyuntura.

**Hacia adelante, la convergencia a nuevas exigencias de capital y liquidez por Basilea III continuará fortaleciendo a la banca.** En este sentido, sin perjuicio que ésta se encuentre resiliente, sería positivo que reforzara sus niveles de solvencia aprovechando las mayores utilidades alcanzadas durante este año. Asimismo, es preciso que las entidades bancarias vayan acomodando la estructura de su balance para hacer frente al cumplimiento de obligaciones adquiridas durante la pandemia, manteniendo niveles de liquidez apropiados. Estos elementos contribuirán a cubrir apropiadamente las distintas fuentes de riesgo y preservar así la estabilidad financiera y de la oferta de crédito.

**La agenda de política financiera del Banco es coherente con los desafíos planteados en el Informe y se orienta a promover un sistema financiero estable, resiliente e inclusivo.** El Banco completó la convergencia de su regulación de riesgo de liquidez a estándares internacionales y sigue adelante con el proceso de modernización de su regulación cambiaria. Además, en junio modernizó su regulación sobre cuentas de ahorro para hacer más accesible este producto para los hogares y facilitar su apertura digital. Respecto de la agenda de sistemas de pago, continúa la preocupación del Banco por consolidar un sistema con nuevos actores e inclusivo para los usuarios. Relacionado con el desarrollo de su agenda de pagos digitales e infraestructura financiera, se sigue dando seguimiento a iniciativas de cámaras de compensación de bajo valor y de alto valor en moneda extranjera. Destacan también los avances en iniciativas como la Ley sobre Innovación financiera — conocida como Ley Fintec— que contribuirá a potenciar la competencia e inclusión en esta materia y el proyecto de Ley de Resiliencia del sector financiero.

**En la Reunión de Política Financiera del segundo semestre del 2022, el Consejo del Banco Central de Chile acordó no activar el Requerimiento de Capital Contracíclico.** Se consideró que, pese a vulnerabilidades focalizadas en algunos sectores y un entorno internacional más complejo, el análisis de riesgo sistémico muestra que la banca posee holguras suficientes para hacer frente a escenarios de tensión severos.



# I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS

El escenario macroeconómico externo se ha deteriorado significativamente desde el IEF anterior, convirtiéndose en la principal fuente de riesgos para la estabilidad financiera global. El fuerte aumento de la inflación y la respuesta de los bancos centrales han estrechado las condiciones financieras y la liquidez, contribuyendo a elevar la probabilidad de un escenario de recesión global en 2023. En un entorno de fortalecimiento global del dólar, se ha reducido el apetito por riesgo, afectando el precio de los activos y aumentando la volatilidad de los mercados financieros globales, especialmente de renta fija. A este escenario se suman múltiples focos de vulnerabilidad, donde resaltan la mayor debilidad del sector corporativo internacional y de la economía china y su sector inmobiliario, que preocupa también en las economías desarrolladas. En el ámbito local, y en un contexto de incertidumbre que permanece elevada, el mercado financiero se ha acoplado a las tendencias globales, aunque destaca la mayor volatilidad del peso y las tasas soberanas de largo plazo. Hacia adelante, la principal amenaza para las economías emergentes es que un empeoramiento del escenario internacional profundice las salidas de capitales y gatille episodios de alta volatilidad. A nivel local, la mayor vulnerabilidad proviene de un mercado de capitales que no ha logrado recuperar su profundidad y capacidad de estabilización de presiones financieras externas. Así, en esta coyuntura resalta la necesidad de priorizar medidas y políticas orientadas a favorecer un ahorro estable de largo plazo.

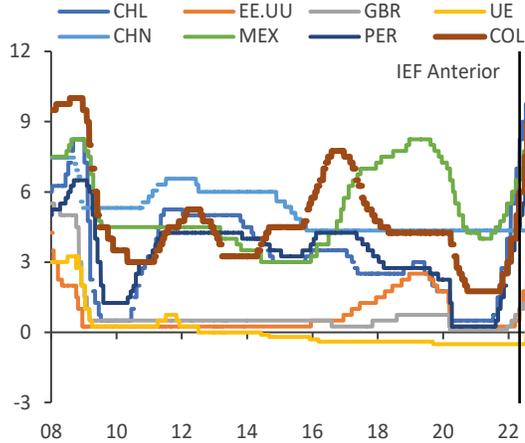
## SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

**La inflación global se mantiene persistentemente elevada, lo que está requiriendo de un fuerte ajuste monetario en diversas economías.** La inflación mundial ha alcanzado los valores más altos en las últimas décadas, en parte por la tardanza en retirar los fuertes estímulos fiscales y monetarios para hacer frente a la pandemia, especialmente en las economías desarrolladas. A esto se agregó la intensificación del conflicto armado luego de la invasión de Rusia a Ucrania, que ha seguido presionando al alza los precios de la energía y otros *commodities*. Este escenario ha requerido de un ajuste monetario mayor al anticipado hace unos meses. Así, la Fed y el Banco Central Europeo incrementaron su tasa de referencia en 75pb por cuarta y segunda vez consecutiva, respectivamente, mientras el Banco de Inglaterra aumentó la tasa de interés en 200pb en total en sus últimas cuatro reuniones (gráfico I.1).

**Las condiciones financieras y la liquidez global se han deteriorado, aumentando los riesgos para las economías emergentes (Recuadro I.1).** El reciente endurecimiento del tono y decisiones de la Fed, junto con la incertidumbre en torno a la trayectoria futura de su política monetaria, han propiciado un ciclo de apreciación global del dólar estadounidense. Así, ante un aumento en la aversión al riesgo global, se han estrechado las condiciones financieras y se ha registrado una mayor demanda relativa por activos financieros líquidos de corto plazo. Esto ha presionado los premios por plazo y reducido la liquidez de instrumentos de renta fija soberana (gráficos I.2 y I.3, [Acharya et al., 2022](#)).

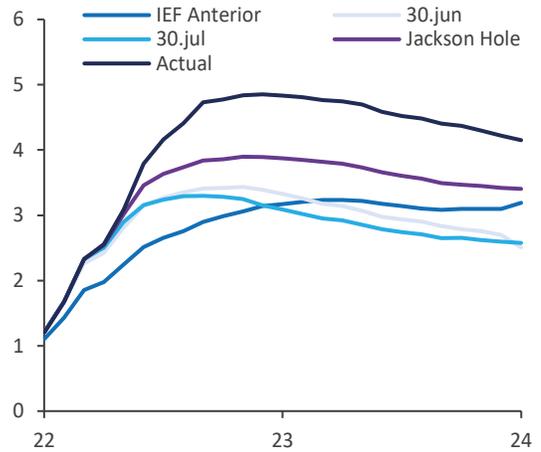


**GRAFICO I.1 TASAS DE POLÍTICA MONETARIA**  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de otros bancos centrales.

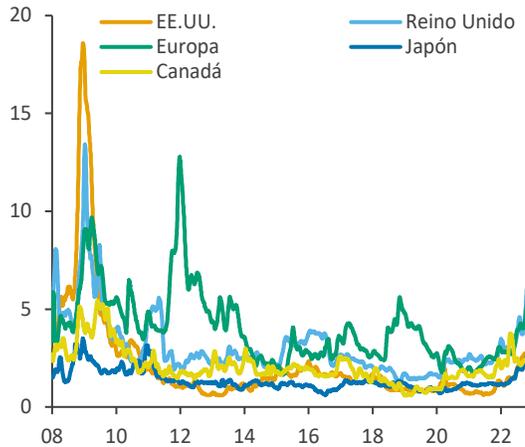
**GRAFICO I.2 CURVA FORWARD DE LA FFR (\*)**  
(porcentaje)



(\*) Fed Fund Rate. Actual a cierre estadístico.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

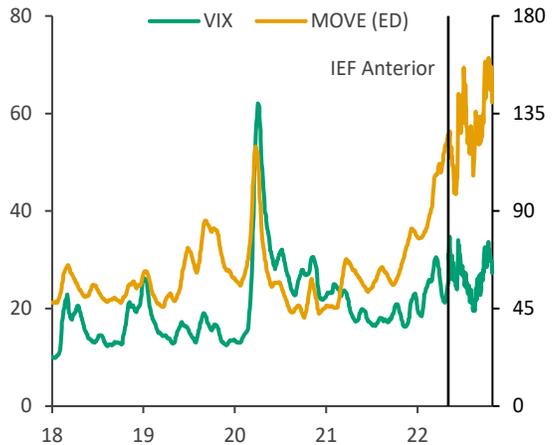
**GRAFICO I.3 CONDICIONES DE LIQUIDEZ EN EL MERCADO DE DEUDA SOBERANA (\*)**  
(promedio móvil 30 días, puntos base)



(\*) Corresponde al error de proyección promedio de la curva de rendimiento para madureces iguales o mayores que 1 año. Así, cuando las condiciones de liquidez son favorables (estrechas), el error de proyección promedio es menor (mayor).

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

**GRAFICO I.4 ÍNDICES DE VOLATILIDAD IMPLÍCITA**  
(porcentaje; índice)



(\*) Media móvil a 30 días. VIX: volatilidad implícita en opciones sobre el S&P500 en EE. UU. a un mes; MOVE: volatilidad implícita en opciones sobre el bono del Tesoro de EE. UU. con distintas duraciones a un mes.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.



### Los desarrollos internacionales han afectado el precio y la volatilidad de diversos activos financieros.

Desde el IEF anterior, las tasas de interés soberanas han aumentado de forma generalizada, tanto para economías emergentes como desarrolladas (anexo estadístico), los premios por riesgo medidos por el CDS han subido transversalmente, en torno a 50pb tanto para América Latina como Chile. A su vez, los índices accionarios han retrocedido de forma transversal, observándose caídas en torno a 7,9% en economías desarrolladas y 7,5% en emergentes. En EE. UU. la volatilidad implícita en opciones sobre el mercado accionario ha aumentado en cerca de 8pp desde fines del año pasado, en tanto el mercado de renta fija registra alta volatilidad, similar a la observada a comienzos de la pandemia (gráfico I.4).

### El costo de financiamiento ha aumentado y algunos episodios de estrés han tensionado los mercados.

El deterioro de las condiciones financieras ha presionado los costos del sector corporativo entre países desarrollados, afectando a aquellas industrias más apalancadas y vulnerables (gráfico I.5). En Europa, durante septiembre y octubre se observaron ciertos episodios de tensiones financieras relacionadas con el fallido plan fiscal del Reino Unido y la debilitada situación financiera del segundo banco más grande de Suiza. Si bien estos eventos significaron un deterioro puntual de la liquidez, se tradujeron en episodios de elevada volatilidad y dejaron en evidencia la mayor sensibilidad de estos mercados ante eventos de estrés ([IPoM, septiembre 2022](#); [GFSR, octubre 2022](#)). Este contexto ha redundado en una reducción de la liquidez en los mercados de renta fija soberana y en incrementos por sobre 50% de la probabilidad de recesión en desarrollados dentro de los próximos doce meses (gráfico I.6).

### En diversas economías, los precios de la vivienda se incrementaron significativamente durante la pandemia, y se han moderado recientemente ante una menor demanda.

En un entorno de bajas tasas de interés y de múltiples políticas extraordinarias, fiscales y monetarias los precios se mantuvieron al alza. Recientemente, la respuesta de política a la mayor inflación ha elevado los costos de crédito ([Igan et al., 2022](#)), lo que abre posibilidades de moderación o caídas significativas de los precios. Esto es especialmente relevante en economías donde existe una mayor proporción de créditos hipotecarios de corto plazo o con tasas variables, o altos niveles de carga financiera hipotecaria, como Noruega, Australia y Reino Unido ([Informe de Estabilidad Financiera, Banco de Australia](#))<sup>1/</sup>. Pese a que estas vulnerabilidades están menos presentes en EE. UU., donde se otorgan créditos a largo plazo y en tasa fija, se han registrado significativas caídas en sus niveles de actividad ante el endurecimiento de las condiciones financieras.

### A nivel global, los sectores construcción e inmobiliario continúan debilitados, lo que constituye una fuente de vulnerabilidad adicional que amenaza la estabilidad financiera.

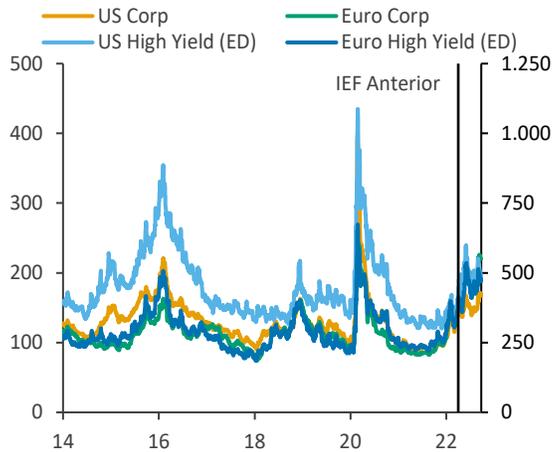
Un ejemplo entre desarrollados es EE. UU., donde datos al tercer trimestre muestran un nuevo deterioro del sector construcción, que volvió a impactar negativamente la inversión residencial, registrando una contracción de poco más de 26% durante dicho período. En Europa, el sector inmobiliario se ha visto afectado además por el aumento en el precio de la energía y otros insumos, alzas en las tasas de interés y el débil crecimiento económico, lo cual ha deteriorado las perspectivas de inversión a lo largo del año. En este sentido, nueve de las diez principales economías europeas han disminuido sus volúmenes de transacciones<sup>2/</sup>. En China, en un entorno de nuevas restricciones de movilidad, la reciente inversión en infraestructura por parte del gobierno no logró revertir la contracción de las ventas de viviendas, que registraron una caída anual en torno a 20% en agosto de este año (gráfico I.7).

<sup>1/</sup> En esta muestra de países, la carga financiera hipotecaria se ubica sobre 10%, los plazos de deuda son inferiores a 5 años y poseen una alta proporción de deudas a tasa variable.

<sup>2/</sup> Durante el tercer trimestre de este año, la inversión inmobiliaria en Suecia, Alemania y Reino Unido se contrajo 77, 36 y 33%, respectivamente, en relación con el mismo período del año anterior.

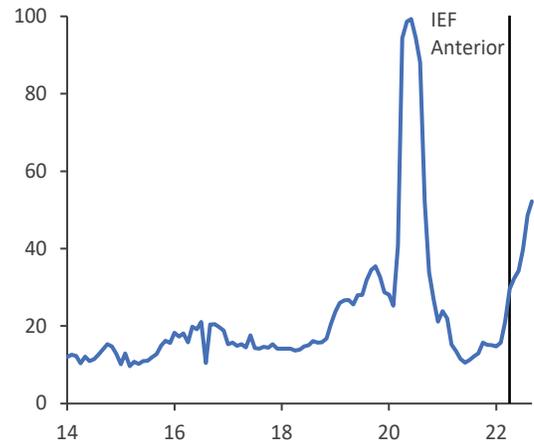


**GRAFICO I.5 SPREADS CORPORATIVOS (\*)**  
(puntos base)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

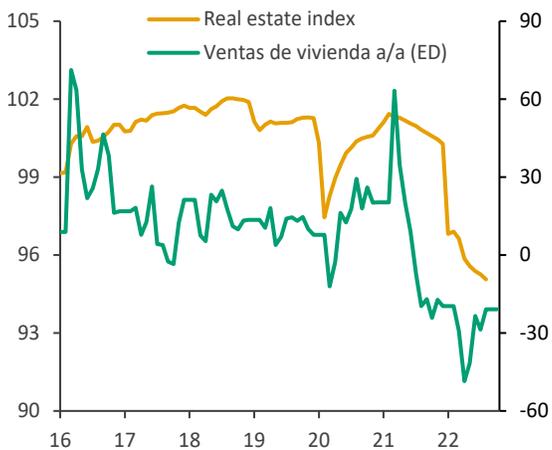
**GRAFICO I.6 PROBABILIDAD DE RECESIÓN EN 12 MESES, PAÍSES DESARROLLADOS (\*)**  
(porcentaje)



(\*) Incluye a EE. UU., Reino Unido, Alemania, Francia y Japón. Calculada como el promedio de las respuestas de las encuestas para estos países, ponderado a PPC.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

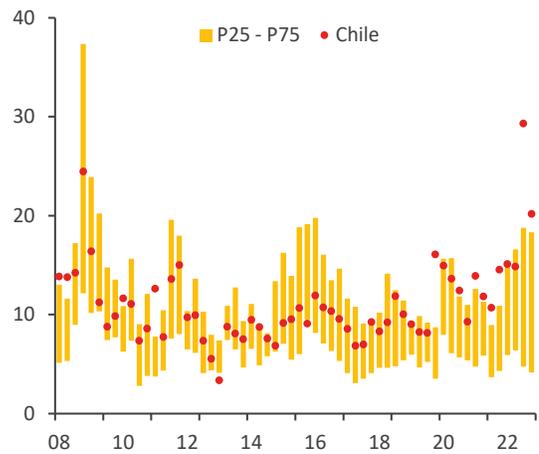
**GRAFICO I.7 REAL ESTATE CLIMATE Y VENTAS DE VIVIENDAS EN CHINA (\*)**  
(índice 2012=100; porcentaje)



(\*) *Real Estate Climate* es un indicador desarrollado por *China National Bureau of Statistics* basado en las estadísticas mensuales del desarrollo inmobiliario de China. Tiene en cuenta indicadores de tierra, capital y ventas.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

**GRAFICO I.8 VOLATILIDAD DE TIPO DE CAMBIO DE ECONOMÍAS EMERGENTES (\*)**  
(porcentaje)



(\*) EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. Desviación estándar anualizada del retorno diario durante cada trimestre.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.



## SITUACIÓN FINANCIERA LOCAL

**Los movimientos del mercado financiero local se han acoplado a las tendencias globales en lo más reciente.** Desde inicios de año, el peso chileno se ha depreciado 12% frente al dólar y 3% respecto a una canasta de monedas, similar a la tendencia observada en otras economías emergentes comparables (anexo estadístico). Por otra parte, la bolsa aumentó 20% y el costo de financiamiento continuó elevándose a nivel local. La tasa de interés soberana de largo plazo en UF (BCU10) subió cerca de 26pb desde comienzos de año y se ha estabilizado en torno 2,6% (anexo estadístico).

**El tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo continúan exhibiendo niveles inusualmente elevados de volatilidad.** En el caso del tipo de cambio, esta se sitúa en la parte alta de la distribución de una muestra de países (gráfico I.8). En julio de este año, la depreciación del peso se dio con una intensidad y volatilidad inusualmente altas, lo cual tensionó la conformación de precios del mercado cambiario y aumentó el riesgo de contagio hacia otros activos. Ante estos eventos, el Consejo del Banco Central de Chile anunció un programa de intervención cambiaria —vigente hasta fines de septiembre— que permitió apoyar el adecuado funcionamiento de este mercado. En lo que respecta a las tasas soberanas de largo plazo, Chile solía mostrar volatilidad inferior a la del grupo de economías comparables, pero en los últimos dos años la economía local pasó a ubicarse en el medio de la distribución de países en esta dimensión (gráfico I.9). Además, la relación habitualmente negativa entre los movimientos del tipo de cambio y las tasas largas se revirtió desde inicios de 2021. Estos desarrollos se han dado en un contexto de un mercado de capitales con menor profundidad y mayor incertidumbre económica desde fines de 2019 (gráfico I.10).

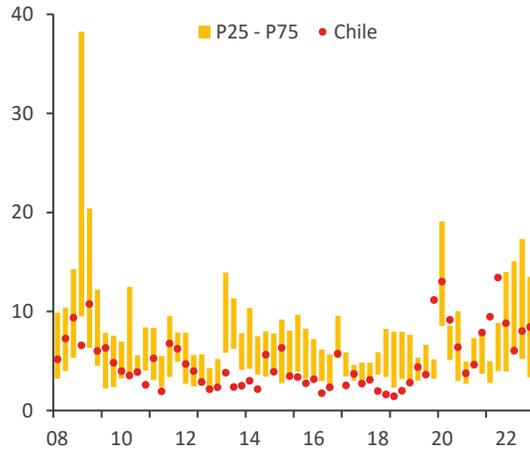
**La mayor volatilidad es el reflejo de un mercado de capitales que no ha logrado recuperar su profundidad y capacidad para amortiguar tensiones financieras externas.** Al tercer trimestre de 2022, los activos de los fondos de pensiones alcanzaban 57% del PIB, 25pp por debajo de lo registrado a fines de 2019 (gráfico I.11). Esta reducción ha venido acompañada de un cambio en la presencia de inversionistas institucionales en distintos mercados. Tal es el caso de los fondos de pensiones que, desde mediados de 2019, han reducido su exposición en el mercado de renta fija soberana en 10% y en el de derivados cambiarios en 39% de posición neta en el mismo periodo (anexo estadístico). Ha disminuido también el volumen de transacciones en instrumentos de largo plazo en el mercado secundario local, cuyos niveles se ubican en valores cercanos a los observados durante la Crisis Financiera Global (gráfico I.12). Estos cambios en el mercado cobran relevancia en un contexto de mayor incertidumbre, donde inversionistas no residentes no han encontrado el mismo nivel de contrapartes locales que en episodios anteriores (anexo estadístico).

**En lo más reciente, algunas señales dan cuenta que este deterioro no se ha seguido profundizando.** Ante la ausencia de nuevos retiros anticipados de ahorro previsional y traspasos relativamente acotados entre multifondos, los fondos de pensiones han retomado algo de su participación en instrumentos más líquidos del mercado de renta fija local (gráfico I.13). Desde el año pasado, las emisiones de bonos corporativos y bancarios han exhibido alguna recuperación (gráfico I.14). Asimismo, se han moderado las salidas de capitales de inversionistas residentes—incluyendo créditos comerciales con el exterior—, las cuales habían llegado a más de US\$15 mil millones anuales durante 2021, y en lo más reciente alcanzan un tercio de esa cantidad (anexo estadístico).

**En institucionales, la posición de liquidez de los fondos mutuos se ha mantenido ajustada ante sucesivos reacomodos de sus carteras de inversiones.** Como respuesta al escenario descrito, las inversiones de los fondos mutuos (FM) se han volcado a menores plazos o refugios de la inflación. Es así como, los FM1 —que contienen instrumentos de corto plazo con duración menor o igual a 90 días— han incrementado su volumen en 27% desde mediados de 2019, mientras que los FM3 —compuestos de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo con duraciones sobre 365 días— han retrocedido 38%. Estos últimos han mostrado menor liquidez desde mediados de 2021, ante una mayor venta de activos más líquidos para hacer frente a requerimientos de rescate. Así, en septiembre, la fracción de activos líquidos disponibles ante estos episodios alcanzaba poco más de 80%, cifra que continúa baja en perspectiva histórica (anexo estadístico).

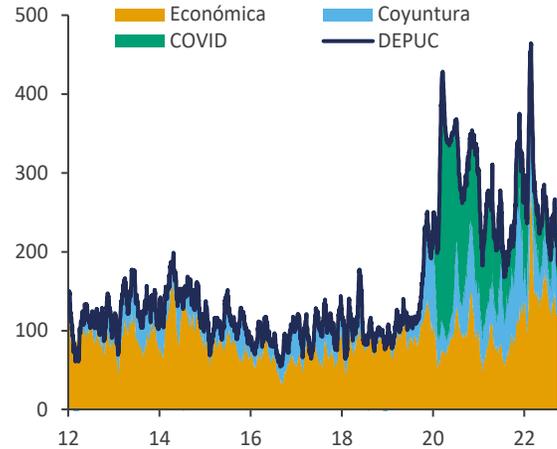


**GRAFICO I.9 VOLATILIDAD DE TASAS SOBERANAS DE ECONOMÍAS EMERGENTES (\*)**  
(puntos base)



(\*) EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. Desviación estándar anualizada del retorno diario durante cada trimestre.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

**GRAFICO I.10 INCERTIDUMBRE ECONÓMICA Y POLÍTICA (\*)**  
(índice, 01.ene.12=100)



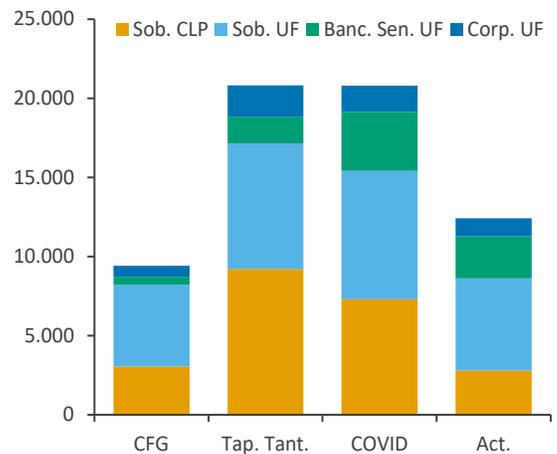
(\*) Media móvil a 30 días.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de [Becerra y Sagner \(2020\)](#).

**GRAFICO I.11 ACTIVOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES (\*)**  
(porcentaje del PIB)



(\*) Datos de 3T2022 son aproximados con el crecimiento proyectado en el escenario central del IPoM de septiembre de 2022.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Pensiones.

**GRAFICO I.12 MONTOS PROMEDIO TRANSADOS POR INSTRUMENTO (\*)**  
(miles de millones de pesos)



(\*) Los periodos considerados corresponden a Crisis Financiera Global (julio 2008 a abril 2011), *Taper Tantrum* (mayo a julio de 2013), COVID (marzo 2020 en adelante) y Actualidad (enero 2022 en adelante). Promedio mensual de montos transados y promedio semanal de participación en el mercado de deuda soberana.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la BCS.



## AMENAZAS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

**Hacia adelante, la principal amenaza para las economías emergentes es un empeoramiento del escenario internacional que profundice las salidas de capitales y gatille episodios de alta volatilidad.**

Gran parte de las economías han incrementado su endeudamiento durante la pandemia. Entre emergentes, resalta el mayor ritmo de apalancamiento, lo que, sumado a sus mayores premios por riesgo, las deja más vulnerables a un deterioro adicional de las condiciones financieras globales. En un entorno de mayor fortaleza del dólar, esto podría gatillar episodios de volatilidad, redundando en mayores salidas de capitales por parte de inversionistas no residentes, como los vistos en otros episodios de tensiones financieras (Recuadro I.1, gráfico I.15).

**La banca internacional presenta una mayor resiliencia respecto de períodos de tensión financiera previos.** La convergencia a estándares de capital y liquidez más exigentes para la banca se ha traducido en una posición financiera de este sector más sólida en comparación con otros eventos de fragilidad financiera, como la Crisis Financiera Global, especialmente en economías emergentes, y que le permite afrontar de mejor manera *shocks* financieros globales (Recuadro III.1).

**Sin embargo, inversionistas no bancarios han dado algunas señales de mayor vulnerabilidad ante el endurecimiento de las condiciones financieras globales.** Tal es el caso de los fondos de pensiones del Reino Unido que experimentaron pérdidas debido a la menor liquidez de sus portafolios, combinada con la incertidumbre derivada del fallido plan de ajuste fiscal. Por otra parte, los cambios de portafolio de los fondos de inversión abiertos (*Open Ended Investment Funds*) podrían incorporar vulnerabilidades adicionales derivadas de su composición —renta fija soberana y corporativa, y renta variable, mayormente— que ha disminuido su liquidez y por ello ha mostrado una alta sensibilidad ante eventos de estrés financiero ([GFSR, octubre 2022](#)).

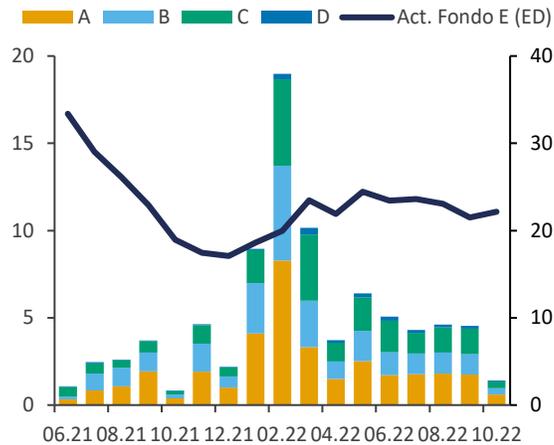
**En el ámbito interno, la principal vulnerabilidad proviene de un mercado de capitales que no ha logrado recuperar su profundidad y rol estabilizador frente a *shocks* financieros externos.** Desde el Informe anterior, la economía local ha avanzado en la resolución de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en 2021 y el mercado de capitales ha moderado su pérdida de profundidad (gráfico I.11). No obstante, este último no ha recuperado aún su capacidad de proveer financiamiento de largo plazo y requiere de esfuerzos adicionales para restaurar su rol amortiguador frente a presiones financieras externas.

**El Banco Central ha robustecido su posición de liquidez acorde a estos desarrollos.** Además de las reservas propias, que a septiembre de este año llegaban a casi US\$38 mil millones, se suman facilidades complementarias de liquidez por otros US\$27,8 mil millones, incluidos US\$18,5 mil millones suscritos en agosto mediante una línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional.

**El entorno actual más desafiante destaca la relevancia de priorizar reformas orientadas a favorecer un ahorro estable de largo plazo.** La coyuntura actual resalta la importancia de incorporar consideraciones sobre los efectos en el mercado de capitales de las iniciativas en curso. Es necesario que ellas se desarrollen e implementen con la debida gradualidad, considerando los efectos en cambios de decisiones de inversión de los agentes. Asimismo, es crucial que se eviten medidas que afecten el normal funcionamiento del sistema financiero o que pongan en riesgo su capacidad de contribuir y favorecer al financiamiento estable de proyectos de largo plazo.

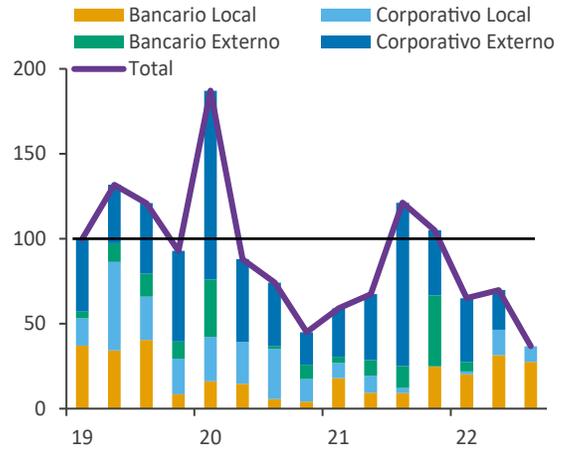


**GRAFICO I.13 TRASPASO DE FONDOS PREVISIONALES HACIA EL FONDO E (\*)**  
(porcentaje de activos del fondo E; miles de millones de dólares)



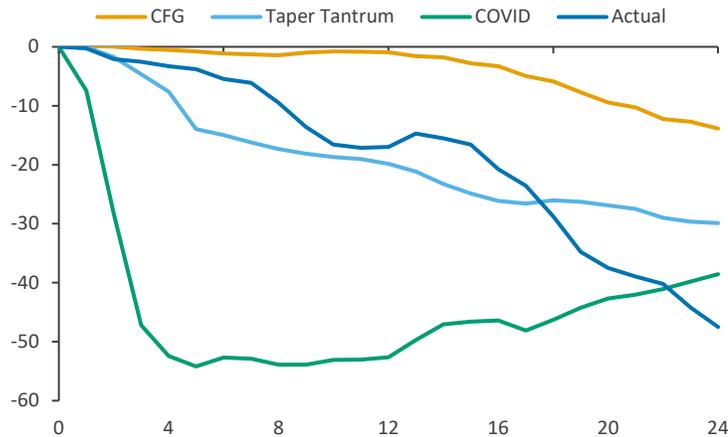
(\*) Datos de octubre considera hasta el 13/10/2022.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Pensiones.

**GRAFICO I.14 EMISIONES DE BONOS BANCARIOS Y CORPORATIVOS (\*)**  
(índice, mar.19=100)



(\*) Emisiones totales en marzo 2019 corresponden a US\$5.733 millones.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la BCS, DCV y RiskAmerica.

**GRAFICO I.15 FLUJOS DE RENTA FIJA DE NO RESIDENTE EN ECONOMÍAS EMERGENTES (\*)**  
(miles de millones de dólares, semanas)



(\*) Flujos acumulados desde el inicio de cada evento: Crisis Financiera Global (junio de 2008), Taper Tantrum (mayo de 2013), Covid (marzo de 2020), Actual (enero de 2022).  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de EPFR.



## RECUADRO I.1:

### **Ciclo global del dólar, condiciones financieras internacionales y economías emergentes**

El contexto actual de condiciones financieras globales estrechas, y la posibilidad de que se sigan endureciendo, levantan riesgos sobre el ciclo económico y la estabilidad financiera en economías emergentes. Históricamente, episodios de fortalecimiento global del dólar —como el actual— coinciden con caídas importantes en los precios de activos financieros, salidas de flujos de capital desde economías emergentes y menor crecimiento. La magnitud de los impactos depende de una serie de factores idiosincráticos, entre los que destaca el nivel de inflación y el saldo en cuenta corriente. Actualmente, tanto la inflación como el déficit de la cuenta corriente se ubican en niveles elevados en Chile, lo que releva la importancia de seguir resolviendo los desequilibrios macroeconómicos, de forma de mitigar los impactos negativos del deterioro del escenario económico global.

La literatura destaca que movimientos apreciativos del dólar tienen alta correlación con una política monetaria más contractiva en EE. UU. —especialmente si es sorpresiva—, con menores niveles de apetito por riesgo y liquidez global, lo que afecta negativamente al crecimiento económico<sup>1/</sup>. En episodios pasados, apreciaciones del dólar fueron seguidas por aumentos del costo de financiamiento externo, una disminución del crédito (Bruno y Shin, 2015) y salidas de capitales, traduciéndose en menor crecimiento económico (Obstfeld y Zhou, 2022; Hofmann y Park, 2020). La evidencia indica que una política monetaria en EE.UU. menos predecible que lo habitual —como está ocurriendo en el actual proceso— tiene impacto significativo sobre economías emergentes. Estas sorpresas tienen efectos persistentes en salidas de capital, la actividad y el tipo de cambio (Ciminelli et al., 2022; Iacovello y Navarro, 2019; Hoek et al., 2020). En América Latina, la evidencia indica que un aumento sorpresivo de la tasa de política de la Fed de 100pb se asocia con un aumento de 200pb del *spread* promedio de la región y tiene efectos contractivos en la actividad. Por países estos impactos muestran alta heterogeneidad y son más intensos cuando se cuenta con menor fortaleza financiera al momento de producirse la sorpresa de política (Beltrán, 2022).

La magnitud del impacto de un empeoramiento de las condiciones financieras globales sobre las economías emergentes depende de sus propias vulnerabilidades. Iacovello y Navarro (2019) destacan que el nivel de inflación, el déficit de cuenta corriente, las reservas internacionales, y la deuda externa son relevantes para determinar los efectos que un endurecimiento de la política monetaria de EE. UU. tiene sobre economías emergentes. Según los autores, el impacto en el PIB es más del doble en aquellas calificadas como vulnerables según estas mismas variables.

En la actualidad, los niveles de endeudamiento y servicio de deuda se ubican considerablemente por sobre sus niveles prepandemia en varias economías emergentes. De mantenerse el alza en las tasas internacionales y la apreciación del dólar, esto podría gatillar problemas de sostenibilidad de deuda (gráficos I.16 y I.17). Si bien no es un fenómeno generalizado, algunos países en este grupo también presentan elevados déficits de cuenta corriente, lo que los vuelve especialmente sensibles ante la menor liquidez global y a una repentina salida de capitales. A esto se suma que la mayoría de las economías emergentes cuentan con un acotado espacio de política monetaria y fiscal, dados los elevados niveles de inflación y el ritmo de endeudamiento soberano. En el caso chileno, los niveles de déficit de cuenta corriente y la inflación por sobre la meta destacan la importancia de continuar resolviendo los desequilibrios macroeconómicos, con el fin de mitigar eventuales impactos negativos de un escenario más complejo.

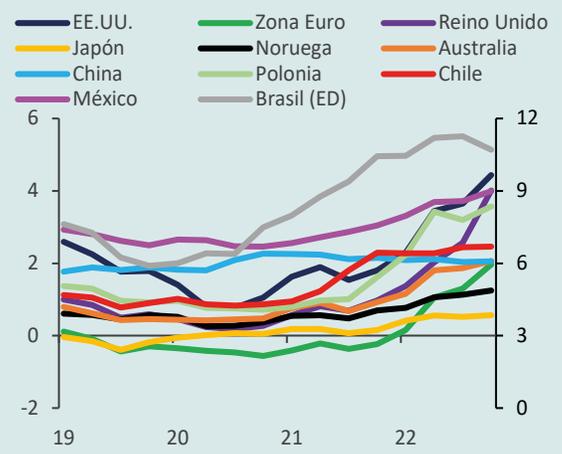
<sup>1/</sup> *The Global Dollar Cycle*, Obstfeld y Zhou (Brookings Institution, 2022); *The broad dollar exchange rate as an EME risk factor*, Hofmann y Park (BIS, 2020); *Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy*, Bruno y Shin (JME, 2015).



**GRAFICO I.16 DEUDA SOBERANA**  
(porcentaje del PIB)



**GRAFICO I.17 CARGA FINANCIERA (\*)**  
(porcentaje del PIB)



(\*) Se calcula como la tasa soberana de 10 años multiplicada por nivel de deuda soberana/PIB.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y FMI.



## II. USUARIOS DE CRÉDITO

La situación financiera de hogares y empresas se ha mantenido estable en el agregado, sin fuentes de vulnerabilidad que puedan revestir riesgo sistémico, pero enfrentados a un escenario económico más desafiante. Además del deterioro del entorno macro y sus perspectivas, se observan un mayor costo de financiamiento y estándares de otorgamiento de crédito más restrictivos. El endeudamiento de las empresas se mantuvo estable desde el Informe anterior, mientras que los hogares han moderado su apalancamiento. El impago se ha mantenido acotado y en mínimos históricos, exceptuando el incumplimiento de hogares en consumo, el cual se mantiene al alza. Se identifican grupos más vulnerables al deterioro en las condiciones de financiamiento, en particular, en empresas de menor tamaño de los sectores inmobiliario y de la construcción, y entre hogares de menores ingresos. En particular, el sector inmobiliario residencial ha profundizado el menor dinamismo destacado en el Informe anterior, en un contexto de condiciones de financiamiento más restrictivas, bajo impulso de demanda y aumento en los costos de construcción, lo que ha deteriorado significativamente su posición financiera. En el ámbito fiscal destacan los esfuerzos por recuperar una trayectoria que corrija los desbalances acumulados en los años previos y que permita mantener niveles prudentes de endeudamiento. Hacia adelante, el principal riesgo que enfrentan los usuarios de crédito es un deterioro del escenario macrofinanciero, lo que podría gatillar mayores impagos.

### EMPRESAS

Al segundo trimestre de 2022, el endeudamiento agregado de las empresas alcanzó 119% del PIB, similar a lo registrado hacia fines del año previo y por debajo del máximo alcanzado al inicio de la pandemia (gráfico II.1). Tras una caída en el primer trimestre, en el segundo trimestre de este año se observó un aumento en las emisiones externas y en la Inversión Extranjera Directa (IED), influida por la depreciación del peso, compensadas por un menor dinamismo de la deuda con la banca local. En el tercer trimestre la cartera comercial se siguió contrayendo, debido a las menores perspectivas de inversión y de demanda de crédito, junto con una oferta que se mantiene restrictiva (Capítulo III)<sup>1/</sup>.

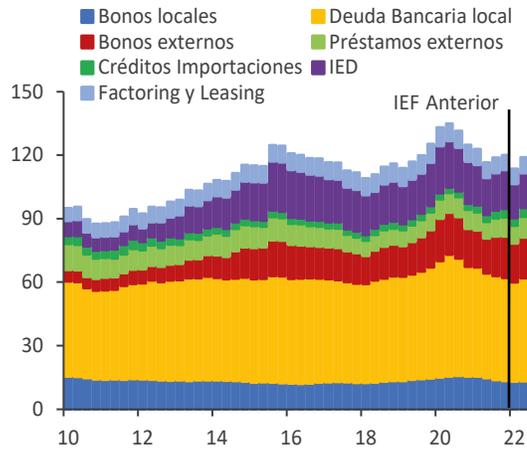
Las empresas de mayor tamaño continuaron normalizando sus indicadores financieros al alza, hacia niveles previos a la pandemia. Al segundo trimestre de este año, la rentabilidad siguió recuperándose y alcanzó 7,9% de los activos, lo que corresponde al máximo nivel observado desde el año 2011 (gráfico II.2). En la misma línea, el endeudamiento del segundo trimestre fue similar al observado el año anterior, mientras que la cobertura anual de intereses alcanzó 3,9 veces los gastos financieros, por sobre lo registrado previo a la pandemia<sup>2/</sup>.

<sup>1/</sup> En la deuda de empresas se excluyen los bancos, esto además de ciertas diferencias en fuentes de datos y metodologías de valoración, explica gran parte de la diferencia con las Cuentas Nacionales, donde además se excluyen otras empresas financieras. En dicha estadística, el endeudamiento alcanza el 108% del PIB al segundo trimestre de 2022. Para más información, véase [vínculo](#).

<sup>2/</sup> A modo de referencia, las empresas que no lograrían cubrir dos veces sus gastos financieros acumulan el 23% de los activos del sector corporativo, lo que se compara positivamente con el 59% registrado a finales del año 2020.



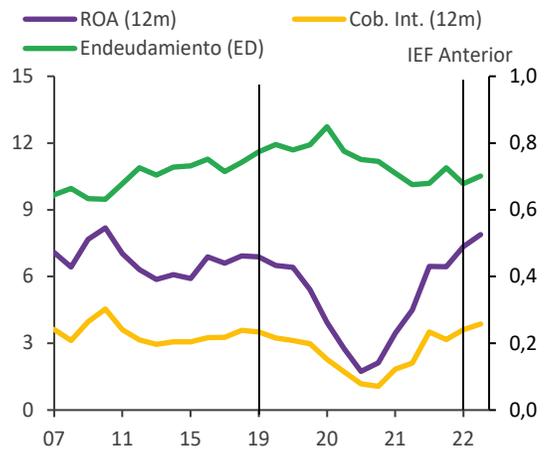
**GRAFICO II.1 DEUDA TOTAL DE EMPRESAS NO BANCARIAS POR TIPO DE DEUDA (\*)**  
(porcentaje del PIB)



(\*) Basado en información a nivel de empresas a excepción de *factoring*, *leasing* y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. Datos trimestrales. Para mayor información revisar set de gráficos.

Fuente Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

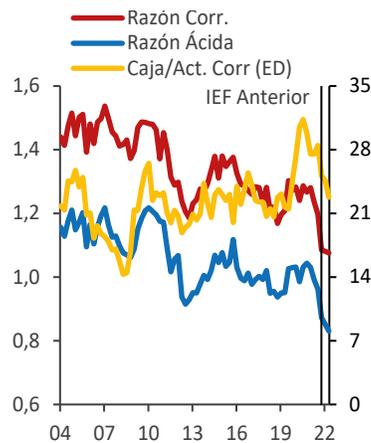
**GRAFICO II.2 INDICADORES FINANCIEROS (\*)**  
(porcentaje de activos; veces)



(\*) Datos a diciembre de cada año hasta el 2018, en adelante, información trimestral. ROA: Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros más impuestos sobre activos totales. Cobertura: Utilidad antes de impuestos y gastos financieros sobre los gastos financieros anuales. Endeudamiento: Deuda financiera sobre patrimonio. Datos consolidados. No considera empresas estatales ni aquellas clasificadas en los sectores Servicios Financieros y Minería.

Fuente Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

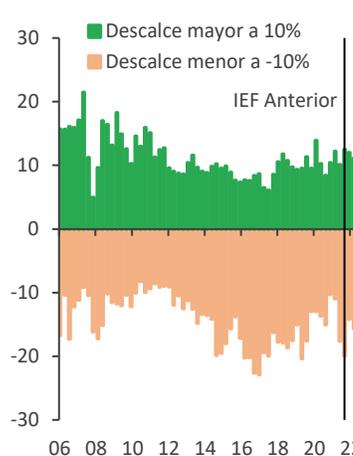
**GRAFICO II.3 INDICADORES DE LIQUIDEZ (\*)**  
(veces; porcentaje de activos)



(\*) Razón ácida corresponde a activos corrientes menos existencias sobre pasivos corrientes. Razón corriente incluye existencias en el numerador.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

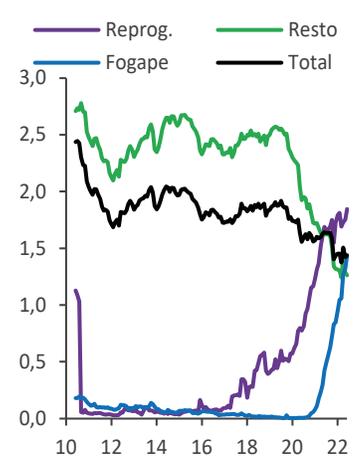
**GRAFICO II.4 DESCALCE CAMBIA- RIO (\*)**  
(porcentaje de los activos totales)



(\*) Considera una muestra de empresas que reportan sus balances en pesos. El descalce corresponde a pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales. No considera empresas Estatales ni aquellas clasificadas en los sectores Servicios Financieros y Minería.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

**GRAFICO II.5 ÍNDICE DE CUOTA IMPAGA (\*)**  
(porcentaje)



(\*) Empresas con financiamiento bancario local. Categorías de reprogramados y Fogape no son excluyentes entre sí. No considera créditos a personas. Fogape corresponde a Fogape-Covid.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.



**Las empresas profundizaron su tendencia a la baja en el flujo de inversión y mostraron una reducción de la liquidez.** Los indicadores de liquidez se redujeron y alcanzaron niveles mínimos en perspectiva histórica, luego de la acumulación precautoria observada al inicio de la pandemia (gráfico II.3). En este contexto de menores holguras financieras, se han registrado episodios de insolvencia en los sectores inmobiliario y de la construcción, mientras que algunas empresas reguladas en el sector salud presentan indicadores de liquidez ajustados. Ambos casos, realzan la importancia de una correcta evaluación del riesgo de la cartera por parte de los bancos, con la finalidad de constituir oportunamente las provisiones necesarias y suficientes para cubrir las pérdidas, acorde a la normativa vigente emitida por la CMF.

**En un contexto de mayor volatilidad cambiaria (Capítulo I), el sector corporativo exhibe un descalce cambiario acotado (gráfico II.4)<sup>3/</sup>.** Así, las empresas con un descalce mayor a 10% acumulan un 11% de los activos totales, mientras que las empresas con un descalce menor a -10% representan un 15%, lo cual es similar a valores promedio para los últimos 10 años. En todo caso, se mantiene el riesgo que una profundización de la volatilidad del peso pudiera mermar la capacidad de las empresas de cubrir efectivamente su descalce cambiario, impactando sus resultados<sup>4/</sup>.

**Para las empresas que se financian con la banca local, a junio el impago continuaba bajo su promedio histórico, con focos de riesgo que seguían concentrados en los grupos más afectados por la pandemia.** A fines del primer semestre, el impago se ubicó en 1,4% de las colocaciones comerciales y en 7,6% del total de empresas (gráfico II.5). Si bien las empresas con créditos reprogramados corresponden a un grupo acotado<sup>5/</sup>, se mantienen como una fuente de vulnerabilidad por su mayor incumplimiento. Las que obtuvieron créditos Fogape-Covid muestran una convergencia hacia el promedio del sistema, principalmente por el mayor impago entre empresas pequeñas y medianas, en los sectores comercio y construcción.

**Entre las empresas del sector construcción se han estrechado los márgenes operacionales, producto de menores ventas y aumentos de costos.** Desde el IEF anterior el endeudamiento de las empresas del sector continuó disminuyendo, aunque aún permanece elevado en perspectiva histórica. Las empresas medianas y pequeñas aparecen relativamente más endeudadas. Estas últimas presentaron una compresión mayor de sus márgenes operacionales, ubicándolas en una situación de mayor vulnerabilidad (gráfico II.6). En este contexto, desde mediados de 2021 se observa que la banca ha disminuido su exposición al sector construcción e inmobiliario, lo cual es también visible en los resultados de la última Encuesta sobre Créditos Bancarios (ECB).

---

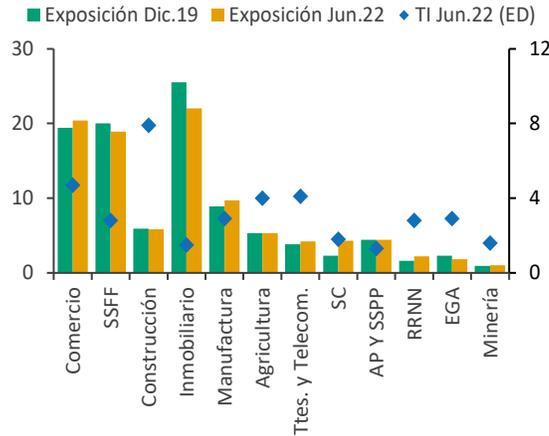
<sup>3/</sup> Es importante destacar que los reportes financieros aún no incorporan escenarios de mayor volatilidad cambiaria, como los de julio de 2022.

<sup>4/</sup> [Fernández et al. \(2019\)](#) muestran que para un grupo de empresas del sector corporativo el mayor descalce cambiario aumenta la posterior pérdida en resultados por diferencias de cambio.

<sup>5/</sup> A junio de 2022, del universo de empresas bancarizadas, los grupos que no tomaron ninguna medida de ayuda (49%) y Fogape (40%) suman 89% del total de las empresas, mientras que las empresas que reprogramaron alcanzan el 6%. Así, en términos de deuda total, el grupo que no tomó ninguna medida representa 44%, mientras que los reprogramados representan 29% de la deuda total.

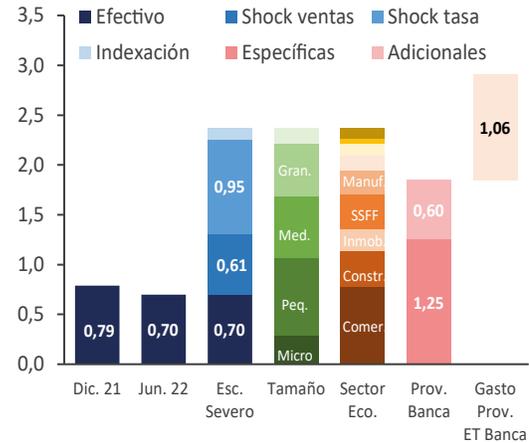


**GRAFICO II.6 EXPOSICIÓN Y TASA DE IMPAGO (\*)**  
(porcentaje)



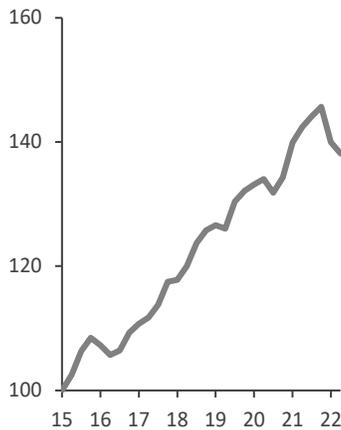
(\*) Firms con financiamiento local. Exposición considera créditos comerciales y comex. Tasa de impago calculada en base a datos bancarios a junio de 2022.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SII.

**GRAFICO II.7 DEUDA COMERCIAL EN RIESGO (\*)**  
(porcentaje del PIB, 2022)



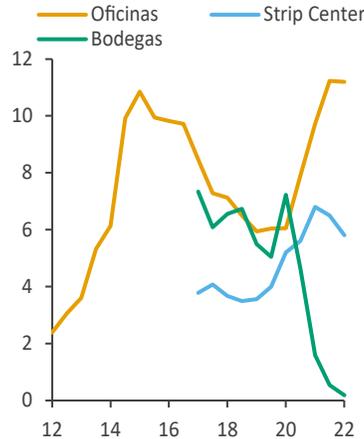
(\*) Empresas con financiamiento bancario local. Corresponde al monto adeudado por cada empresa ponderado por su probabilidad individual de entrar en impago dentro del próximo año. Para mayor detalle revisar set de gráficos.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SII.

**GRAFICO II.8 ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDAS (IPV)**  
(Índice, 100=2015.T1)



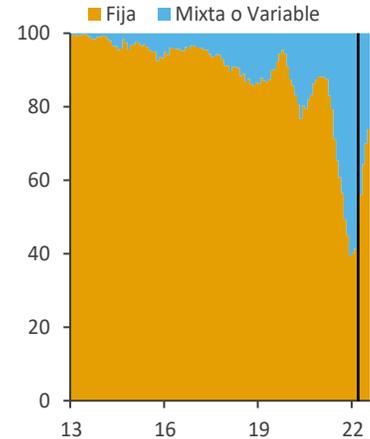
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.

**GRAFICO II.9 VACANCIA EN MERCADO DE ARRIENDO NO RESIDENCIAL**  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a la información de la CBRE, Colliers, GPS.

**GRAFICO II.10 TASAS DE INTERES EN FLUJO HIPOTECARIO (\*)**  
(porcentaje ponderado por monto)



(\*) Línea vertical marca el IEF anterior.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.



## EJERCICIOS DE TENSIÓN PARA EMPRESAS<sup>6/</sup>

**La materialización de los escenarios de tensión presenta un impacto similar al presentado en el Informe previo, con riesgos concentrados entre empresas pequeñas y de los sectores comercio y construcción.**

En el ejercicio de este semestre la posición inicial es algo más favorable que la del IEF anterior, por el aumento del PIB y el menor impago materializado. Bajo los escenarios de tensión, destaca el impacto de los *shocks* de tasa de interés y ventas sobre la capacidad de pago, seguidos por el *shock* de indexación<sup>7/</sup>, el que se ve mitigado por la baja tenencia de deuda en UF (gráfico II.7). Por tamaños, el ejercicio indica que el riesgo prospectivo se concentra en las empresas pequeñas y medianas. Por sectores, destacan los mayores riesgos potenciales en comercio, seguidos por construcción, servicios financieros y manufactura. La heterogeneidad de los impactos del escenario se debe a la composición de la deuda de las empresas en términos de duración y moneda. Este resultado es similar a la suma de provisiones comerciales efectivas y el gasto adicional que se desprende del ejercicio de estrés bancario<sup>8/</sup> (Capítulo III).

## SECTOR INMOBILIARIO

**El sector inmobiliario residencial ha mantenido el menor dinamismo destacado en el Informe anterior, en un contexto de condiciones de financiamiento restrictivas y bajo impulso de la demanda.** La venta de viviendas nuevas continúa mostrando caídas respecto del año previo, con una disminución de 52% al tercer trimestre. A su vez, el stock total permanece elevado, aunque con un nivel estable de unidades terminadas. Esta menor actividad se ha reflejado en el flujo de crédito hipotecario, el que se ha mantenido reducido en perspectiva histórica (Capítulo III) y también en la evolución de los precios de vivienda, que cayeron 3% anual en el segundo trimestre del año (gráfico II.8).

**El sector no residencial continúa ajustándose producto de cambios estructurales en las preferencias, con algunos episodios de insolvencia entre empresas del sector.** Se mantiene la alta demanda por bodegas y menor preferencia por locales comerciales, producto de la mayor relevancia de las ventas electrónicas. La mayor participación del teletrabajo ha continuado aumentando la disponibilidad de oficinas, con lo que su tasa de vacancia se estabilizó en un nivel elevado hacia mediados de este año, por una leve recuperación en el volumen de arriendo (gráfico II.9). Los locales comerciales permanecen con tasas de vacancia superiores a las observadas previo a la pandemia, mientras que las bodegas muestran mínimos niveles de disponibilidad. En el último año, las empresas cuyo giro principal es el arriendo de centros comerciales y que reportan sus estados financieros a la CMF, mostraron una rentabilidad y cobertura de gastos financieros por debajo de sus valores históricos, pese a una recuperación reciente. Los fondos de inversión públicos inmobiliarios redujeron su ritmo de expansión en 2022, luego del fuerte incremento observado en 2021.

<sup>6/</sup> Ejercicio basado en [Córdova et al. \(2021\)](#). Se plantean tres *shocks* simultáneos: un deterioro en actividad, aumentos de tasas de interés y de la inflación. En la actividad se asume una trayectoria de las ventas de las empresas similar a lo observado en la pandemia del Covid-19. En lo que se refiere a tasas de interés, se supone un aumento de 600pb. Respecto de inflación, se supone un aumento de 4pp en un año.

<sup>7/</sup> Este ejercicio considera aumentos de la inflación que afectan directamente el pago de deudas denominadas en UF. No contempla todos los efectos adicionales de equilibrio general asociados a *shocks* inflacionarios.

<sup>8/</sup> Esta comparación debe ser considerada solo en términos referenciales y como una cota superior. A diferencia de la constitución efectiva de las provisiones bancarias, el ejercicio de tensión con datos granulares de firmas no considera las garantías asociadas.



**Algunas vulnerabilidades destacadas en el pasado se han moderado. En particular, se ha mantenido estable la participación de deudores con más de un crédito hipotecario, mientras la entrega de créditos a tasa fija recuperó terreno.** Los deudores con más de un crédito hipotecario representan una vulnerabilidad por cuanto, además de ser más sensibles a cambios en precios, podrían depender del arriendo para hacer frente a sus compromisos hipotecarios. Así, el contexto macrofinanciero actual puede reducir su capacidad de pago a través de *shocks* de ingreso que afecten a los arrendatarios. Por otro lado, en Informes anteriores se ha destacado la vulnerabilidad asociada al financiamiento hipotecario con tasas mixtas o variables (IEF Primer Semestre 2021), debido a la mayor exposición a riesgo de tasas al expirar el componente fijo. Sin embargo, desde el Informe anterior, se ha observado una disminución de este tipo de préstamos en el flujo de créditos hipotecarios (gráfico II.10).

**La propagación del deterioro de este sector al resto de la economía constituye un riesgo relevante en esta coyuntura debido a sus múltiples interconexiones y canales de propagación.** El sector inmobiliario y de la construcción representan, en conjunto, el 14% del PIB y el 10% del empleo nacional, estando altamente interconectados vía canales reales y financieros. A su vez, la deuda de las empresas del sector representa cerca del 28% de la deuda comercial, mientras el crédito hipotecario alcanza un 30% del PIB. Así, una profundización del deterioro en su dinamismo podría redundar en una retroalimentación negativa hacia la actividad a través de una menor inversión y empleo, y hacia el sector financiero mediante mayor riesgo de crédito de personas y empresas.

## HOGARES

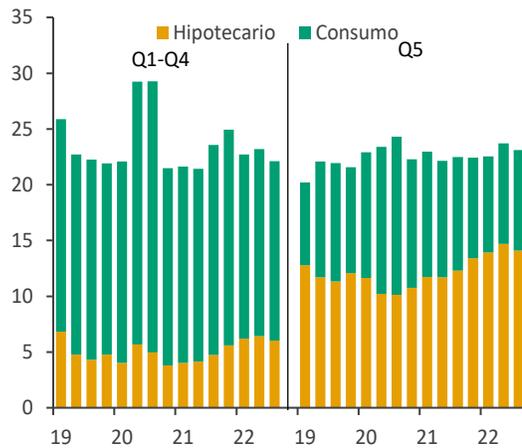
**Desde el IEF anterior el escenario macrofinanciero se ha deteriorado. El mercado laboral ha ralentizado su proceso de recuperación, las condiciones financieras se han vuelto más restrictivas y las perspectivas de crecimiento se redujeron.** La situación financiera de los hogares se ha estrechado producto de un mercado laboral menos dinámico y una liquidez que ha continuado reduciéndose. A esto se suma la caída de los salarios reales producto de la inflación. Hacia 2023, las perspectivas de actividad apuntan a una caída del PIB, con un consumo que también descenderá, en un contexto de ajuste de los desbalances acumulados en 2021 ([IPoM de septiembre del 2022](#)).

**La deuda de los hogares continúa su desaceleración, en línea con condiciones de oferta más restrictivas y una demanda debilitada (gráfico III.1B y III.2).** Al segundo trimestre de este año, la deuda no hipotecaria presentó una leve recuperación impulsada por el crédito de oferentes no bancarios (gráfico III.10). En específico, este crecimiento resulta del mayor uso de créditos rotativos, compensado en parte por una caída de los créditos en cuotas (gráfico III.3). Asimismo, la deuda hipotecaria continúa desacelerándose en términos reales, explicada en el margen por una salida neta de deudores, en un contexto de mayores tasas de interés y endurecimiento de los estándares de crédito.

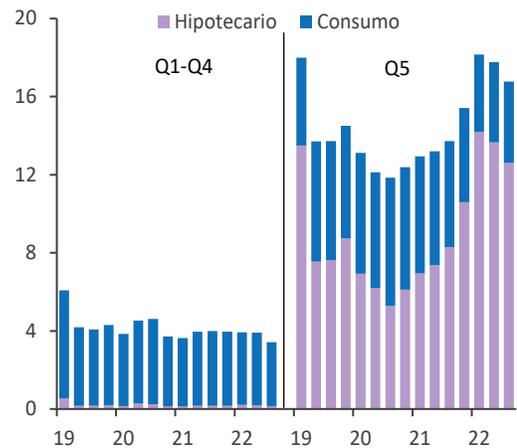
**La situación financiera de los hogares presenta alta heterogeneidad, los de menores ingresos han reducido su liquidez e incrementado el uso de rotativos; mientras que los de mayores ingresos aumentaron su apalancamiento.** El endeudamiento y carga financiera de los hogares se han mantenido relativamente estables. Así, la razón de deuda a ingreso mensual se ubica en 3,9 veces para el hogar mediano a agosto del 2022. En los hogares de menores ingresos, esta asciende a 3,4 y está compuesta principalmente por deudas de consumo, mientras que entre hogares de ingresos altos esta se ubica en 16,8 veces, donde destaca una mayor proporción de deuda hipotecaria. Respecto a la carga financiera, esta se ubica en torno a 22% del ingreso mensual de ambos grupos. (gráfico II.11 y gráfico II.12).



**GRAFICO II.11 RAZÓN CARGA FINANCIERA-INGRESO (\*)**  
(porcentaje del ingreso laboral mensual)

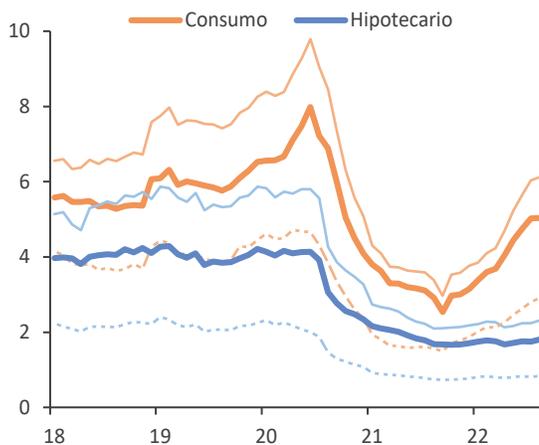


**GRAFICO II.12 ENDEUDAMIENTO BANCARIO (\*)**  
(veces ingreso laboral mensual)

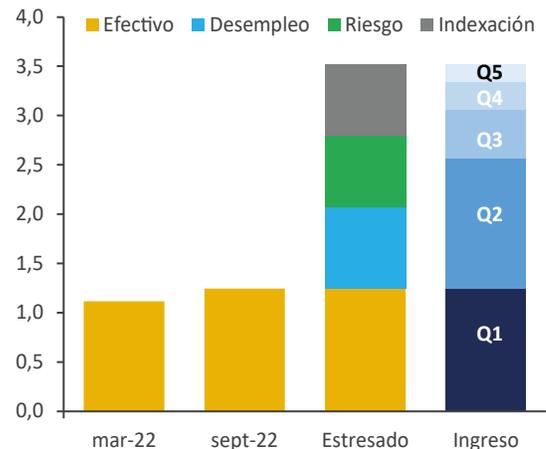


(\*) Q1 - Q4 hasta 1.680.000, Q5 entre 1.680.001 y 2.000.000. Para deudores bancarios que cotizan en AFP. Carga financiera respecto deudas bancarias. Datos a agosto 2022  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF y SUSESO.

**GRAFICO II.13 TASA DE IMPAGO (\*)**  
(porcentaje de deudores por cartera)



**GRAFICO II.14 DEUDA EN RIESGO (\*)**  
(porcentaje del PIB)



(\*) Línea punteada corresponde a quintil 5, línea delgada corresponde a Q1-Q4, línea gruesa corresponde al total. Q1 - Q4 hasta 1.680.000, Q5 entre 1.680.001 y 2.000.000. Para deudores bancarios que cotizan en AFP. Aproximadamente el 30% de los deudores no reportan ingresos vía cotizaciones previsionales.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF y SUSESO.

(\*) Q1 hasta \$262.000 pesos, Q2 entre 262.001 y 556.000, Q3 entre 556.001 y 950.000, Q4 entre 950.001 y 1.680.000, Q5 entre 1.680.001 y 2.000.000. Riesgo se refiere al efecto del aumento de tasas de interés e indexación refleja como la inflación afecta las deudas en UF.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF, Servel y SUSESO.



**El impago permanece bajo su promedio histórico, sin embargo, continúa aumentando en la cartera de consumo. El mayor incumplimiento ha estado concentrado entre deudores de menores ingresos.**

La crisis sanitaria provocó un aumento generalizado en el incumplimiento, con algo más de intensidad en los primeros quintiles de ingresos. En forma posterior y producto de los programas de ayuda, dicho incumplimiento disminuyó a niveles históricamente bajos. En la actualidad, se observa una normalización en el impago de la cartera de consumo, con mayor intensidad entre los deudores de menores ingresos (gráfico II.13).

**Los hogares enfrentan mayores restricciones de acceso al crédito y un entorno macroeconómico que se percibe más deteriorado.**

Con información a septiembre, todos los componentes del Índice de Percepción de la Economía (IPEC) se encontraban aún por debajo de sus niveles de hace tres años. Esto es refrendado por la Encuesta sobre Créditos Bancarios del tercer trimestre, la que indica que la demanda por crédito se mantiene debilitada en consumo y vivienda de acuerdo con lo percibido por la banca (Capítulo III).

## **EJERCICIO DE TENSION PARA HOGARES<sup>9/</sup>**

**La materialización de los escenarios de tensión presenta un impacto similar al reportado en Informes anteriores, con un punto de partida con algo más de riesgo materializado y una situación que no incuba riesgos para la estabilidad financiera local.**

Estos ejercicios evalúan el efecto potencial de *shocks* en escenarios de estrés extremos, de baja probabilidad y alto impacto. Son de naturaleza parcial, pues no modelan todas las reacciones de los agentes y no constituyen proyecciones. Se plantean tres *shocks* simultáneos por sobre los niveles actuales, el primero consiste en un aumento de la tasa de desempleo de 7pp en un año. En el segundo, se supone un aumento de 600pb en las tasas de interés de los créditos de consumo y de 200pb en las hipotecarias. Finalmente, se incluye un *shock* de indexación de 4pp adicionales en un año<sup>10/</sup>. Dado el grado de indexación de los salarios en Chile —cerca de 60% de los asalariados percibe algún reajuste por IPC ([IPoM de septiembre del 2013](#) y [enero del 2008](#))— se considera un traspaso parcial de la inflación a los salarios reales.

**Hacia adelante, la evolución del mercado laboral y el costo de financiamiento aparecen como los determinantes más relevantes del riesgo de crédito.**

La deuda en riesgo efectiva aumenta por el mayor impago en consumo, mientras que los resultados muestran alta heterogeneidad. Dentro del escenario de estrés, el *shock* con mayor impacto es el de desempleo, seguido por el riesgo de tasas e indexación. Hogares de menores ingresos se encuentran relativamente más apalancados en créditos de consumo de corto plazo —como productos rotativos— y por ende con una carga financiera más expuesta a aumentos de tasas (gráfico II.14). En tramos de mayor ingreso, esto se desplaza hacia deuda hipotecaria, teniendo una mayor exposición al riesgo de indexación. No obstante, este último se contrarresta por la mayor presencia de cláusulas de indexación en los salarios y, como se vio anteriormente, por la salida neta de deudores hipotecarios y la menor contratación de créditos a tasa variable o mixta.

## **GOBIERNO CENTRAL**

**La situación fiscal se ha mantenido estrecha, aunque se observan señales de consolidación hacia los próximos años.**

La deuda del gobierno central se mantiene elevada en perspectiva histórica, proyectándose al cierre de este año una deuda bruta cercana a 36% del PIB (gráfico II.15). Respecto del déficit efectivo y estructural, luego de los elevados niveles observados en 2021, la DIPRES indica una normalización de éstos alcanzando niveles de 1,6 y 0,9% del PIB respectivamente, cumpliendo con la meta de déficit estructural del año 2022 de 3,3% del PIB<sup>11/</sup> (gráfico II.16).

<sup>9/</sup> Corresponde a una extensión del ejercicio de tensión presentado en [Cordova et al. \(2020\)](#).

<sup>10/</sup> Este componente recoge los efectos de aumentos de la inflación que afectan directamente el pago de deudas denominadas en UF. Los efectos adicionales de equilibrio general asociados a *shocks* inflacionarios se capturarían de manera implícita en el deterioro de la actividad, el empleo y las condiciones financieras.

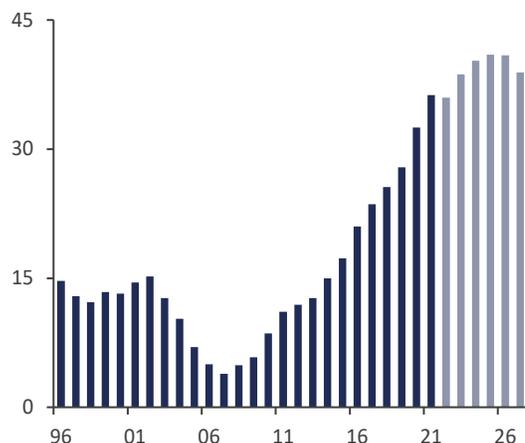


Para fines de 2027 se proyecta que la deuda se ubique en torno a 39% del PIB (IFP 3T2022). En términos de composición, ésta se ha desplazado hacia el corto plazo. Así, mientras a junio de este año un 6,3% de las obligaciones vencían antes de un año, en septiembre del 2021 el porcentaje a ese plazo alcanzaba un 3,4%<sup>12/</sup>.

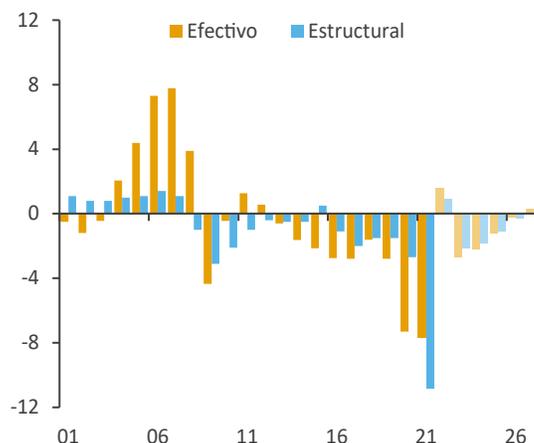
**Escenarios menos favorables podrían provocar un aumento de la deuda bruta de Gobierno por sobre un nivel considerado como prudente<sup>13/</sup>.** En el Informe de septiembre 2022 del Consejo Fiscal Autónomo (CFA), se plantean cuatro escenarios alternativos que pudieran afectar la convergencia fiscal: i) una trayectoria del déficit fiscal elevada y persistente, ii) un aumento del gasto fiscal en donde la recaudación de la reforma tributaria en trámite no alcanza el 100% de lo proyectado, iii) un crecimiento tendencial bajo el escenario base y iv) una caída del precio del cobre de 40%. En todos los casos planteados la deuda bruta superaría el nivel prudente en los próximos años.

**En el contexto actual de mayor incertidumbre, deterioro de las condiciones financieras globales y un debilitado escenario macro, se hace relevante continuar en la trayectoria de convergencia fiscal.** La estabilización de los niveles de deuda junto con las proyecciones de gasto y déficit indican un esfuerzo relevante por ordenar las finanzas públicas, lo anterior establece la senda de una convergencia fiscal luego de las disrupciones provocadas por la pandemia. Una situación fiscal responsable permite evitar un incremento excesivo de la deuda soberana, disminuyendo la posibilidad de un deterioro en la percepción de riesgo local, y con ello, de la calificación crediticia soberana. Por el contrario, un deterioro podría tener impactos sobre el canal financiero, empeorando las condiciones de financiamiento para hogares, empresas, banca y el mismo Fisco.

**GRAFICO II.15 DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL (\*)**  
(porcentaje del PIB)



**GRAFICO II.16 BALANCE EFECTIVO Y ESTRUCTURAL (\*)**  
(porcentaje del PIB)



(\*) Barras claras corresponden a proyección de Informe de las Finanzas Públicas 3T 2022, DIPRES.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de DIPRES.

<sup>11/</sup> En el Decreto N°755 de 2022, del Ministerio de Hacienda, se establece una meta de déficit estructural de 3,3% del PIB en 2022, para llegar a 0,3% en 2026 (IFP 3T2022).

<sup>12/</sup> Respecto de la composición por monedas durante el mismo periodo, la deuda en dólares pasó de 21 a 26% de la deuda, en pesos de 36 a 32%, y en euros de 13 a 11% (Deuda Bruta del Gobierno Central, reporte trimestral a junio 2022).

<sup>13/</sup> En el marco de la Ley 20.128 (Sobre Responsabilidad Fiscal) y mediante el Decreto 755, la administración actual del gobierno establece las bases de la política fiscal para el periodo 2022-2026. En este contexto, se determina un nivel prudente de deuda de 45% del PIB.



## RECUADRO II.1:

### **Deuda no-hipotecaria y situación financiera de los hogares en la pandemia**

**Los resultados de la Encuesta Financiera de Hogares 2021 (EFH 2021) dan cuenta de una disminución del endeudamiento no hipotecario de los hogares.** El monto agregado de estas obligaciones se redujo respecto de la EFH anterior, realizada en 2017. A su vez, la proporción de hogares que mantienen este tipo de deuda pasó de 61% en 2017 a 50% en 2021 (gráfico II.17)<sup>1/</sup>. Esta reducción es mayor en los hogares de menor ingreso, en particular del estrato 1<sup>2/</sup>, y se produce con más fuerza en productos asociados a tasas de interés más altas, tales como tarjetas y líneas de crédito ([Presentación de resultados EFH 2021](#)).

**La evidencia sugiere que este fenómeno se explica en mayor medida por una contracción de la demanda por crédito de los hogares durante la pandemia.** Como se ha documentado en IEF e IPoM anteriores, las medidas de apoyo a los hogares y la liquidación del ahorro de largo plazo en la forma de retiros previsionales, más que compensaron la caída de ingresos de los hogares y aumentaron su disponibilidad de liquidez. Como consecuencia, la demanda por crédito de los hogares parece haberse reducido durante la pandemia, lo cual es coherente con lo indicado por la Encuesta de Crédito Bancario para el inicio de la pandemia. De acuerdo con la EFH, aumentó la proporción de hogares que no realizaron una solicitud de crédito, desde 83% en 2017 a 90% en 2021, a la vez que aumentó levemente la proporción de hogares que declararon no necesitar un crédito (gráfico II.18).

**Aunque la menor demanda por crédito mejoró la posición financiera de los hogares hacia 2021.** La disminución en el endeudamiento no hipotecario de los hogares también redujo su carga financiera total durante el año pasado. Así, la proporción de hogares con alta carga financiera<sup>3/</sup> se redujo desde 22 a 13% entre 2017 y 2021, lo que se produjo con más fuerza entre los de menores ingresos (gráfico II.19)<sup>4/</sup>.

**No obstante, algunos hogares —concentrados mayoritariamente en el estrato 1— mantenían altos niveles de carga financiera no hipotecaria, explicada principalmente por el mayor uso de créditos rotativos.** Esto se produce en un contexto donde la liquidez disponible ha disminuido respecto de los dos años previos. Como se desprende del ejercicio de tensión, los hogares de menores ingresos están más expuestos a alzas en tasas de interés de corto plazo y a la pérdida de empleo. Estos resultados, en conjunto con un escenario más desafiante, sugieren que dentro de lo posible se debiese procurar mantener un endeudamiento sostenible, con el fin de evitar episodios de tensión en las finanzas de las personas.

<sup>1/</sup> Por otro lado, los resultados de la EFH 2021, muestran que el endeudamiento hipotecario no presenta cambios significativos para la mayoría de los hogares, excepto aquéllos de mayores ingresos, donde su endeudamiento hipotecario aumentó respecto de 2017. Esto es coherente con lo que se desprende de los datos administrativos bancarios.

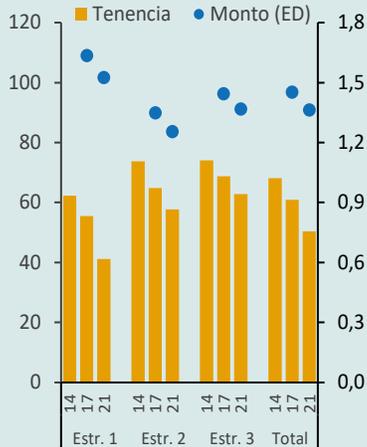
<sup>2/</sup> La EFH clasifica a los hogares de acuerdo con su nivel de ingreso. El estrato 1 corresponde a los hogares con ingresos hasta \$1.138.860, el cual agrupa al 50% de estos.

<sup>3/</sup> El RCI se calcula como la razón de gasto financiero mensual de un hogar sobre su ingreso mensual. Se considera un umbral de 40% para definir a los hogares financieramente vulnerables.

<sup>4/</sup> La existencia de subsidios transitorios como el Ingreso Familiar de Emergencia Universal, junto a otros factores, también pueden haber contribuido a este resultado.

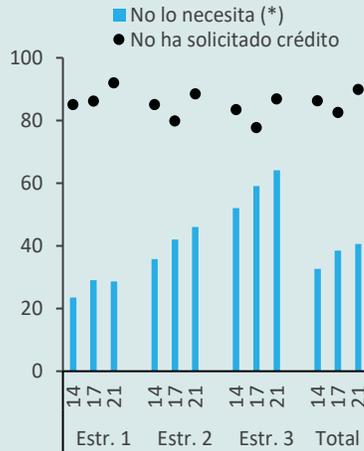


**GRAFICO II.17 TENENCIA Y MONTO DE DEUDA NO HIPOTECARIA (\*)** (porcentaje)



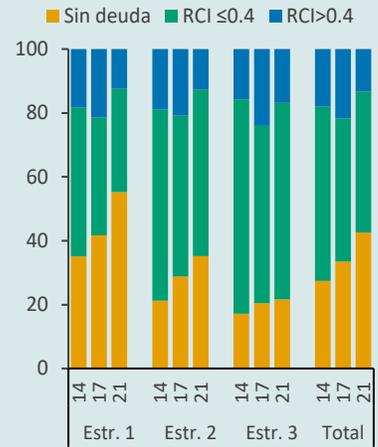
(\*) Monto representa el monto agregado de deuda a pesos de diciembre de 2021 normalizado respecto a la deuda de 2014. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de EFH.

**GRAFICO II.18 DEMANDA POR CRÉDITO (\*)** (porcentaje)



(\*) Porcentaje de los hogares que no han solicitado crédito en los últimos 12 meses. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de EFH.

**GRAFICO II.19 HOGARES SIN DEUDA E INDICADOR DE VULNERABILIDAD EN BASE A CARGA** (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de EFH.



## III. OFERENTES DE CRÉDITO

El sector bancario se presenta resiliente, con riesgos contenidos y elevados niveles de provisiones, liquidez, capital y rentabilidad. Desde el último IEF, el crecimiento del crédito ha reducido su dinamismo en todos sus segmentos debido al deterioro del entorno macroeconómico que ha debilitado la demanda y restringido los estándares de otorgamiento. No obstante, el mayor uso de productos rotativos ha incidido en un incipiente aumento de las colocaciones de consumo. Las carteras presentan bajos niveles de morosidad en una perspectiva histórica, no obstante, las de consumo bancario y no bancario han mostrado aumentos que las acercan a sus niveles previos a la pandemia. En este contexto, los bancos han constituido mayores provisiones adicionales, en respuesta al aumento del riesgo de incumplimiento de los deudores. Con todo, las pruebas de estrés muestran que la banca permanecería solvente y con liquidez adecuada para enfrentar la materialización de escenarios de tensión severos, en su trayectoria de convergencia hacia Basilea III.

### SECTOR BANCARIO

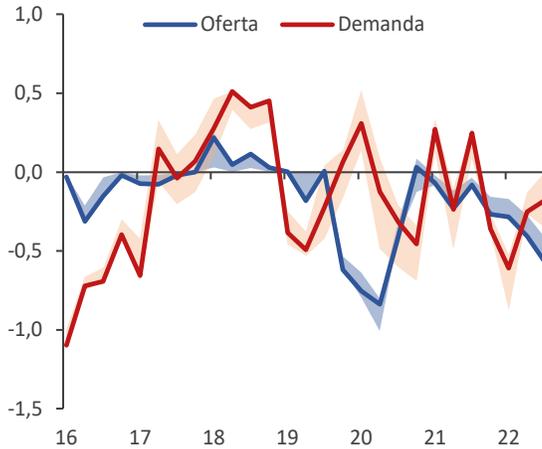
**El crédito ha presentado un menor dinamismo debido a restricciones de la oferta y una demanda debilitada, lo que es coherente con el proceso de normalización de la actividad tras los desequilibrios acumulados en 2021.** Las condiciones más restrictivas de financiamiento producto de un entorno incierto han limitado la expansión del crédito bancario, incluso de manera más acentuada en comparación con otros períodos de fragilidad financiera. La Encuesta sobre Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre de 2022 reporta una demanda débil por parte de empresas y hogares (gráfico III.1A y gráfico III.1B) debido a condiciones financieras y laborales cambiantes. Asimismo, el entorno macroeconómico ha restringido la oferta de crédito, con tasas que siguen al alza y plazos más reducidos.

**Luego de mostrar cierta recuperación desde el Informe anterior, la cartera comercial se ha contraído (gráfico III.2).** Las menores perspectivas de inversión, principalmente de grandes empresas, se ha traducido en una menor demanda de crédito comercial y la oferta se mantiene restrictiva debido al empeoramiento del entorno económico. Así, el flujo de nuevas operaciones compensa solo parcialmente la amortización de los programas de ayuda FOGAPE otorgados durante la pandemia.

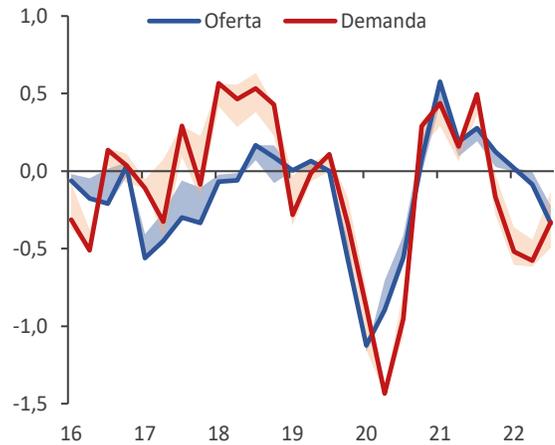
**El crédito de consumo en cuotas continúa debilitado, aunque el mayor uso de productos rotativos ha impulsado la dinámica de este segmento.** Los créditos de consumo en cuotas han seguido contrayéndose, a diferencia del uso de tarjetas de crédito, en particular por parte de los deudores de menores ingresos que muestran un mayor dinamismo durante este año (gráfico III.3). Lo anterior es atribuible a la menor liquidez de los hogares que componen este segmento y que encuentran en el uso de tarjetas una fuente de financiamiento, a la vez que presentan un mayor riesgo de crédito (Capítulo II). Por su parte, persiste la desaceleración de la cartera de vivienda con un crecimiento anual que llega a mínimos históricos. Si bien las tasas de interés han tendido a estabilizarse y los plazos se han flexibilizado levemente, el deterioro del mercado laboral y los mayores niveles de inflación han debilitado la demanda por este tipo de crédito.



**GRAFICO III.1A** CONDICIONES DE CRÉDITO DE GRANDES EMPRESAS (\*) (índice)

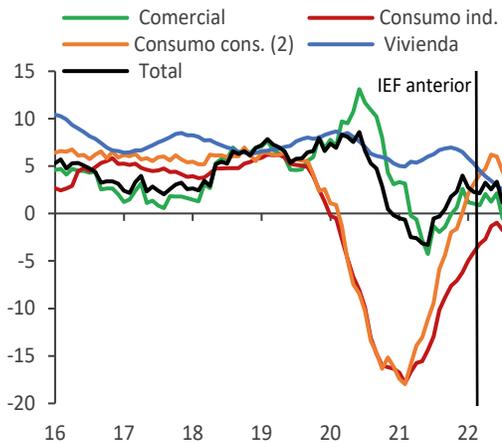


**GRAFICO III.1A** CONDICIONES DE CRÉDITO DE CONSUMO (\*) (índice)

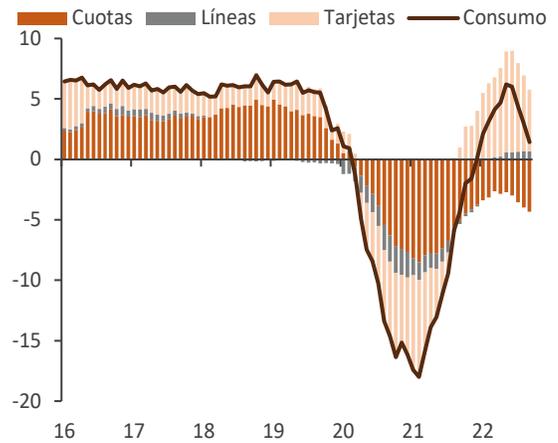


(\*) Porcentaje neto de respuestas ponderadas por participación del banco en el segmento. Intervalo calculado mediante *jackknife*. Fuente: Banco Central de Chile.

**GRAFICO III.2** CRECIMIENTO DE LAS COLOCACIONES (1) (variación real anual, porcentaje)



**GRAFICO III.3** CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE CONSUMO (\*) (variación real anual, porcentaje)



(1) Basado en estados financieros individuales. Línea vertical corresponde a cierre estadístico del IEF anterior. (2) Consumo consolidado incluye colocaciones de Sociedades de Apoyo al Giro (SAG). Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

(\*) En base a estados financieros consolidados. Series ajustadas por integración de SAG y traspaso de créditos estudiantiles. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.



**La morosidad permanece en niveles acotados, aunque hay señales de deterioro, principalmente en la cartera de consumo. En este contexto, la banca ha acumulado provisiones suficientes para cubrir este mayor riesgo de incumplimiento de los deudores.** El segmento de consumo reafirma el alza en la morosidad destacada en el Informe anterior y muestra una tendencia hacia niveles similares a los observados al inicio del estallido social (anexo estadístico). En tanto, la cartera comercial de evaluación individual continúa con una alta participación de créditos de menor clasificación crediticia. En este contexto de deterioro, la banca sigue constituyendo mayores provisiones específicas y ha seguido acumulando provisiones adicionales, que suman más de US\$8.000 millones al tercer trimestre del año. Así, en promedio, los bancos cubren 2,3 veces la cartera en mora, lo que mantiene un nivel mayor respecto de 2020.

**Respecto a las fuentes de financiamiento de la banca, la menor profundidad del mercado de capitales local ha modificado la composición de sus pasivos y activos, reduciendo su participación del fondeo de largo plazo (gráfico III.4).** El incremento de los saldos vista, producto de los retiros previsionales y transferencias estatales, se ha revertido en lo más reciente. En los activos, esto se refleja en un disponible que sigue una dinámica similar a los depósitos vista y aumenta la tenencia de instrumentos financieros. Además, se observa una menor duración de los plazos de los créditos, en especial en la cartera de vivienda y comercial, ajustando de esta forma su descalce con los pasivos y su exposición a la volatilidad de las tasas de interés. Por otro lado, desde inicios de 2022 se ha observado un aumento de los depósitos a plazo, dada la evolución de las tasas de estos instrumentos de ahorro.

**Los bancos aún mantienen una posición holgada de liquidez respecto del periodo prepandemia.** El indicador *Liquidity Coverage Ratio* (LCR<sup>1/</sup>) del sistema bancario se ha ubicado en torno a dos veces los egresos netos en lo más reciente, mientras que el de los bancos que presentan menor liquidez bajo esta métrica excede 150%, ubicándose por sobre el mínimo de 100% exigido por la norma (anexo estadístico). En tanto, la disminución de los saldos vista, que se habían incrementado producto de los retiros de fondos previsionales, redujo la necesidad de liquidez de la banca para hacer frente ante el uso de estos recursos por parte de los depositantes.

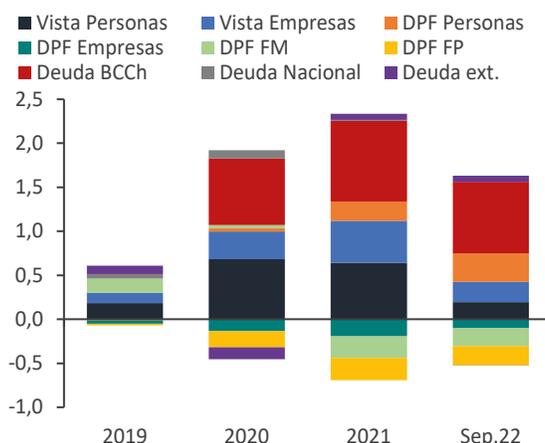
**La rentabilidad del sistema se incrementó sustancialmente debido a un incremento del margen de reajustes y a una mayor eficiencia operacional (gráfico III.5).** Los márgenes de interés han continuado estrechándose producto de un aumento en las tasas de depósitos a plazo, dado el ajuste en las tasas de referencia, mientras que las tasas de colocaciones lo hicieron en menor magnitud, producto de la menor demanda por crédito. Dicha dinámica podría continuar reduciendo el *spread* entre tasas activas y pasivas. Por su parte, la mayor inflación ha tenido un efecto transitorio, pero dominante, en la mayor rentabilidad reciente. Esto se debe a que la banca posee más activos que pasivos en UF, por lo cual, ante un incremento significativo de la inflación se generan utilidades extraordinarias. Así, esta recuperación de la rentabilidad de la banca debiera revertirse en la medida que la inflación se atenúe.

---

<sup>1/</sup> El objetivo del indicador de liquidez LCR es asegurar que los bancos tengan suficientes reservas de Activos Líquidos de Alta Calidad (ALAC) para sobrevivir un período de estrés de liquidez significativo que dure 30 días ([BIS, 2013](#)).

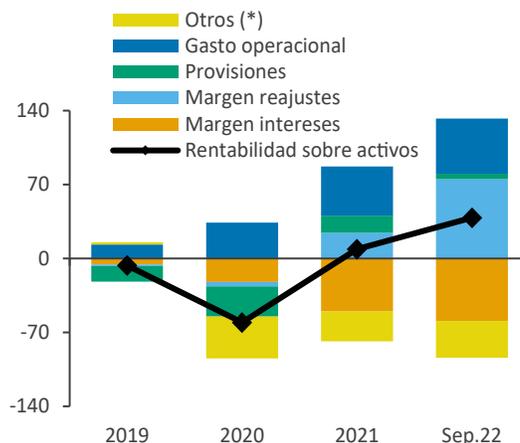


**GRAFICO III.4 CAMBIO ACUMULADO DE LOS PASIVOS DE LA BANCA RESPECTO DEL 2018**  
(miles de millones de UF)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y el DCV.

**GRAFICO III.5 VARIACIÓN ACUMULADA DEL ROA RESPECTO DEL 2018 (\*)**  
(porcentaje)



(\*) Otros incluye ajuste por *goodwill*, comisiones, *trading*, deterioro, impuestos y otros operacionales.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

## EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS<sup>2/</sup>

**Se mantiene la resiliencia del sistema bancario para afrontar escenarios de tensión, aunque los riesgos continúan elevados.** Esta herramienta utiliza datos contables del sistema bancario a junio de 2022 y considera un escenario de tensión adverso y uno severo (gráfico III.6 y anexo estadístico). El escenario adverso supone una desaceleración lenta y persistente de la actividad<sup>3/</sup>; el escenario severo representa una contracción abrupta de la actividad debido a una menor demanda interna, impulsada por el incremento de costos de fondeo, y a una disminución de la inversión. Además, en ambos escenarios, las caídas sustantivas de la demanda externa y el deterioro de las condiciones financieras conllevan un aumento de las tasas de interés<sup>4/</sup> y de la volatilidad del tipo de cambio<sup>5/</sup>. Asimismo, debido a las políticas aplicadas durante el período, al igual que en el ejercicio previo, se incorpora el incremento de provisiones adicionales tratándolas como específicas<sup>6/</sup> y se revierten los ajustes por los créditos con garantía estatal, considerándolos como cartera comercial tradicional en términos de sus provisiones y su incidencia en los activos ponderados por riesgo (APR).

<sup>2/</sup> Basado en la metodología descrita en el [IEF del segundo semestre de 2013](#) y en [Martínez et al. \(2017\)](#). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la CMF. Además, dada su naturaleza, no deben ser considerados como ejercicios de proyección.

<sup>3/</sup> El escenario adverso se basa en el percentil 5 de las proyecciones del [IPoM de septiembre del 2022](#).

<sup>4/</sup> Se asume un aumento de 600pb para la tasa de interés de corto plazo nominal, de 300pb para las tasas de corto plazo en UF y en dólares, y de 100pb para la tasa de largo plazo en todas las denominaciones.

<sup>5/</sup> Se calibra en base a las variaciones históricas del peso experimentadas desde el año 2000. Esto es, una depreciación 20% para el cómputo de riesgo de crédito y una volatilidad de 16% para los riesgos de mercado.

<sup>6/</sup> Si bien la transformación de provisiones adicionales a específicas no tiene un efecto neto en el gasto, las primeras se deducen del patrimonio efectivo de los bancos.



**Frente a una materialización del escenario de tensión, el riesgo de crédito permanece elevado y se incrementa el impacto de una desaceleración persistente de la actividad.** Bajo un escenario severo, el ejercicio estima una pérdida potencial de las colocaciones totales (consumo, comercial y vivienda) de 24,5% del capital del sistema, similar al resultado del ejercicio previo (gráfico III.7). Sin embargo, en el escenario adverso, dicho riesgo pasa de 19,4% del capital del sistema presentado en el IEF anterior a 20,8% en el ejercicio actual, lo que daría cuenta de alguna mayor sensibilidad a la prolongación de una baja actividad.

**Los menores descaldes de plazo y de moneda extranjera han reducido la exposición de la banca a los riesgos de mercado.** No obstante, cabe notar que el riesgo de tasas de interés aún permanece por sobre los niveles del periodo previo a la pandemia, lo que cobra relevancia ante condiciones de financiamiento más deterioradas. En tanto, el riesgo de moneda ha disminuido en relación con el ejercicio anterior, dado un menor descálce activo de los bancos en moneda extranjera. Asimismo, en el corto plazo, los bancos cuentan con liquidez suficiente para hacer frente a sus compromisos en moneda extranjera, aún ante un escenario de depreciación. Por su parte, el riesgo de valoración de los activos del libro de negociación permanece en niveles bajos.

**El sistema bancario se encuentra con niveles de capital suficientes para enfrentar escenarios de tensión.**

La solvencia inicial del sistema se mantuvo estable respecto del ejercicio anterior, el Índice de Adecuación de Capital (IAC) pasó de 14,8 a 14,6% entre diciembre de 2021 y junio de 2022 (gráfico III.8). En tanto, el aumento del ROE a 23,6% mejora la capacidad de la banca para absorber los riesgos (anexo estadístico). Así, se reduce la proporción de bancos que exhibirían rentabilidades negativas en el escenario de estrés severo de 97 a 52% del capital total del sistema<sup>7/</sup>. Con todo, el impacto del escenario severo sobre la diferencia entre el capital inicial y final disminuiría de 4,6 a 3,7pp, mientras que luego de aplicar el ejercicio, las holguras de capital mejoran respecto del ejercicio en el IEF previo (gráfico III.9). No obstante, debe tenerse en cuenta además que la banca se encuentra en un proceso de incorporación gradual de descuentos de capital e incrementos de límites regulatorios en los próximos años, en el marco de la implementación de Basilea III.

## **ENTIDADES NO BANCARIAS<sup>8/</sup>**

**Las colocaciones de consumo asociadas a oferentes de crédito no bancarios (OCNB) se han mantenido más dinámicas que las bancarias, impulsadas por el crecimiento de los emisores de tarjetas y el sector automotriz (gráfico III.10).** Los créditos de consumo originados por el uso de tarjetas de las Sociedades de Apoyo al Giro (SAG) muestran un aumento relevante en el transcurso de este año, a diferencia de los créditos en cuotas de las matrices bancarias. Un factor que explicaría dicho comportamiento es la búsqueda de alternativas de fondeo de hogares que tienen menor liquidez, bajo ahorro y poco acceso a productos bancarios (Capítulo II).

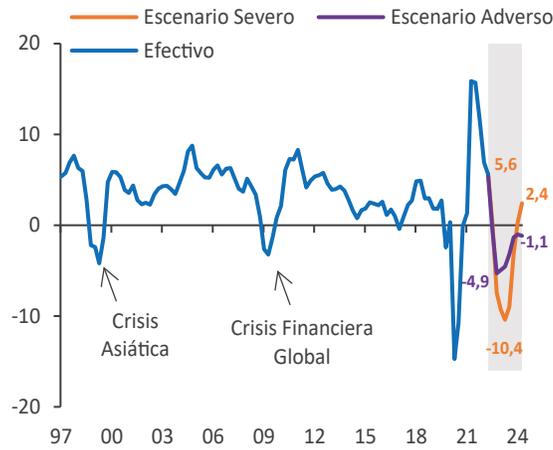
**Los indicadores de morosidad de esta cartera han mostrado una tendencia al alza, similar a lo visto en la banca individual (gráfico III.11).** Destaca el aumento persistente de la mora de las SAG y de las casas comerciales, reflejando una mayor exposición al riesgo de no pago. Asimismo, este año se observa una tendencia a la baja en la rentabilidad de los OCNB, a excepción de las cooperativas, debido a mayores gastos en provisiones.

<sup>7/</sup> En el escenario de estrés adverso, los bancos que en conjunto representan cerca de 36% del capital básico total exhibirían rentabilidades negativas, porcentaje menor al 77% del ejercicio previo.

<sup>8/</sup> Los Oferentes de Crédito No Bancarios (OCNB) otorgan préstamos a hogares y empresas. Estas entidades incluyen a las sociedades de apoyo al giro bancarias (SAG), las casas comerciales (CC), cajas de compensación y asignación familiar (CCAF), cooperativas de ahorro y crédito (CAC), y entidades que otorgan *factoring* y *leasing* (FyL) además de crédito automotriz.

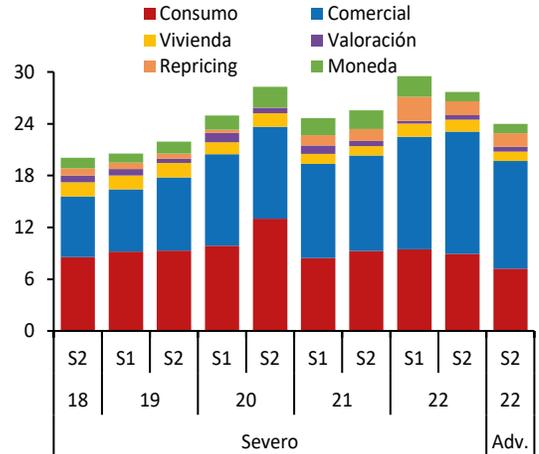


**GRAFICO III.6** ESCENARIOS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB (\*) (datos trimestrales, porcentaje)



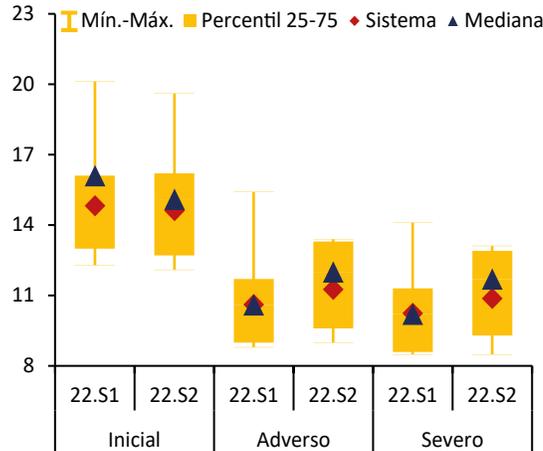
(\*) Datos desestacionalizados. El área sombreada señala la ventana del ejercicio.  
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRAFICO III.7** RIESGOS DE CRÉDITO Y DE MERCADO DEL SISTEMA (porcentaje del capital básico)



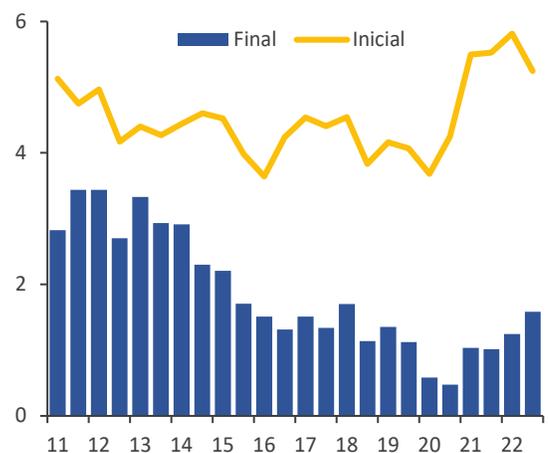
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRAFICO III.8** IMPACTO DEL ESCENARIO DE ESTRÉS SOBRE EL ÍNDICE DE ADECUACIÓN DE CAPITAL (\*) (porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



(\*) Cifras ponderadas por el capital básico de cada institución. Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior, así como tampoco bancos de consumo que han salido del sistema.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

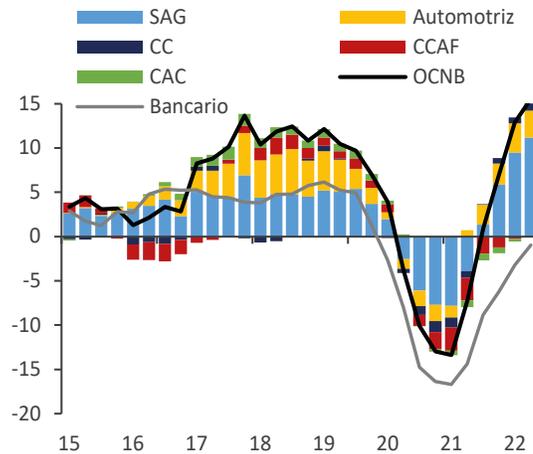
**GRAFICO III.9** HOLGURAS DE CAPITAL BAJO ESCENARIO DE ESTRÉS SEVERO (\*) (porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



(\*) Exceso de patrimonio efectivo sobre el mínimo regulatorio. Considera los límites particulares de cada banco. A partir del 2021 se consideran las SAG de consumo.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

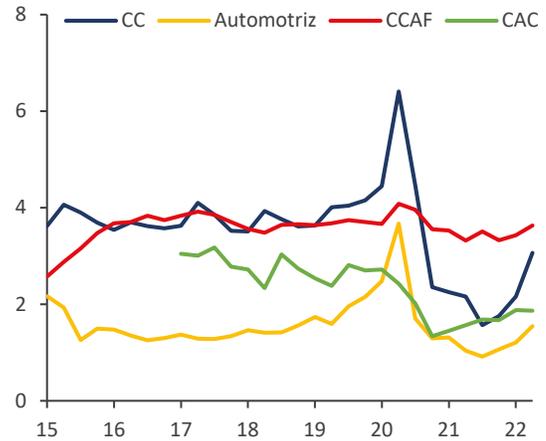


**GRAFICO III.10** CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE COLOCACIONES DE LOS OCNB (variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y la SUSESO.

**GRAFICO III.11** ÍNDICE DE MORA (\*) (porcentaje de las colocaciones)



(\*) Las casas comerciales (CC) incluye a las SAG. La mora de las SAG se obtuvo a partir de los estados financieros consolidados e individuales de las respectivas matrices.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SUSESO.

## FACTORES DE RIESGO

**Un deterioro adicional del escenario macro-financiero y una prolongación de la elevada incertidumbre local y externa podrían impactar la capacidad de pago de hogares y empresas, y deteriorar la calidad de la cartera de colocaciones.** Las menores perspectivas de inversión han influido en una caída de las necesidades de fondeo y en la generación de empleo. Por su parte, persiste la menor calidad de la cartera de créditos comerciales y se observa un deterioro del comportamiento de pago de los hogares.

**El endurecimiento de las condiciones financieras globales podría afectar el acceso a fondeo externo e incrementar la volatilidad cambiaria.** Frente a estos riesgos, la banca ha reducido sus descalces de madurez y de moneda, mientras que ha realizado emisiones de bonos en lo más reciente, conteniendo el traspaso de tasas a las personas. Sin embargo, episodios de mayor disrupción de liquidez a nivel global requieren que la banca mantenga los esfuerzos por contar con fuentes diversificadas de fondeo en moneda extranjera.

**Un factor mitigador en esta coyuntura es que la banca internacional y de economías emergentes ha moderado la fragilidad alcanzada durante la crisis del Covid-19, lo que contribuye a mitigar shocks financieros globales (Recuadro III.1).** De la misma forma, la banca local permanece con holguras de capital y mantiene una gestión activa de sus niveles de liquidez que les permite cumplir con sus compromisos financieros y enfrentar un deterioro del mercado de capitales. Asimismo, pese a la disminución de los márgenes de intereses, el aumento de la eficiencia del negocio bancario ha amortiguado el incremento del costo de fondeo y ha permitido mantener bajos los *spreads*.



**No obstante, se avizoran desafíos en un contexto de débil evolución del crédito, como las siguientes fases de Basilea III, el vencimiento de la FCIC y el mayor riesgo de ciberataques.** El sistema bancario deberá enfrentar el vencimiento de la FCIC en marzo y junio del 2024 por montos que representan alrededor de 5 y 3% del total de sus pasivos, respectivamente. Así, el ajuste anticipado de los descalses de plazo y la diversificación de fuentes de financiamiento contribuirán a evitar impactos abruptos en el mercado de capitales cuando venza esta facilidad.

**Finalmente, en lo que respecta a riesgo operacional, se observa un aumento puntual por fraudes externos.** Este desarrollo se registraba al cierre de 2021 y, principalmente, en julio de este año. En particular, respecto de los ciberataques, es importante la cooperación entre autoridades, a nivel local e internacional, para mejorar la capacidad de respuesta frente a estos eventos (Capítulo IV).



## RECUADRO III.1:

### Relevancia de la resiliencia bancaria

---

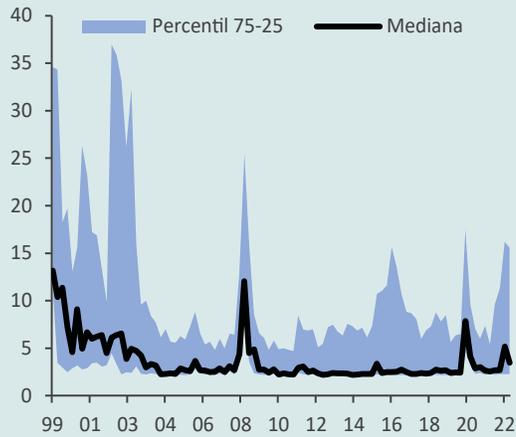
La evidencia internacional indica que las economías que cuentan con sistemas bancarios más resilientes se encuentran en mejor posición para amortiguar *shocks* financieros globales. Dadas las interconexiones entre agentes, las crisis financieras históricamente generan pérdidas significativas no sólo en el sector bancario, sino también en el resto de la economía. En particular, estos eventos se traducen en un deterioro sustancial de los premios soberanos ([Mody y Sandri, 2012](#)). Así, la resiliencia de la banca cobra mayor relevancia porque la materialización de un evento adverso podría requerir potenciales rescates, lo que impacta en los premios por riesgo de las economías. De este modo, eventos de fragilidad bancaria suelen presentarse antes que los deterioros en condiciones financieras y macroeconómicas ([Acharya et al., 2014](#); [Farhi y Tirole, 2018](#)).

En las economías emergentes, la fragilidad de la banca se ha reducido desde la Crisis Financiera Global (CFG). Esta reducción es coherente con la convergencia a estándares de solvencia y capital de Basilea III —implementados tras la CFG—, se explica también por la menor volatilidad del patrimonio y la mayor duración de la deuda bancaria desde entonces. Una medida propuesta por [Chari et al. \(2022\)](#) mide el monto de deuda bancaria que caería en *default* ante la materialización de un evento sistémico adverso. La mediana de dicho indicador se ubicaba cercano a 3,5% del total de la deuda bancaria hacia mediados de 2022, para un conjunto de economías emergentes, con cierta dispersión debido a factores idiosincráticos (gráfico III.12). Este valor es sustancialmente menor que lo visto a fines de 2008, cuando la mediana del indicador estaba en torno a 12%.

En países donde el indicador de pérdidas potenciales de la banca es elevado, la sensibilidad de su *spread* soberano ante aumentos de volatilidad es también mayor (gráfico III.13). Lo anterior ocurre porque la banca representa una fuente alternativa al financiamiento externo para los agentes de la economía ([Chari et al., 2022](#)). Esto es de especial importancia en la actual coyuntura, toda vez que las economías emergentes aumentaron su endeudamiento soberano durante la pandemia y son relativamente más dependientes del financiamiento externo ([IEF, segundo semestre 2021](#)). Así, la menor fragilidad de la banca local contribuye a mitigar los efectos del reciente deterioro de las condiciones financieras globales, limitando la exposición a *shocks* externos (Capítulo III).

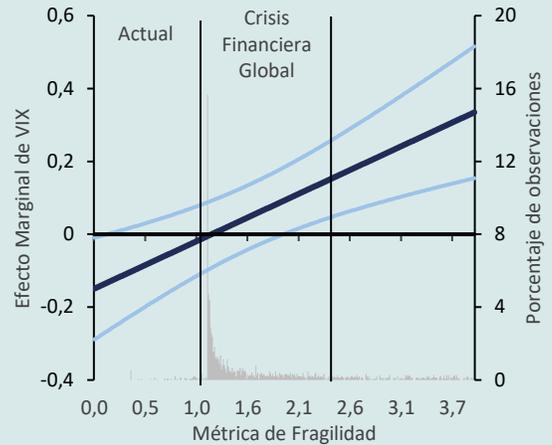


**GRAFICO III.12 FRAGILIDAD BANCARIA EN ECONOMÍAS EMERGENTES (\*)**  
(porcentaje de la deuda bancaria en default)



(\*) Corresponde a la pérdida conjunta del sistema bancario, condicional a la materialización de un evento sistémico (J-Loss). La muestra de países emergentes incluye Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Egipto, Filipinas, Indonesia, Malasia, México, Pakistán, Panamá, Perú, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Turquía, y Venezuela.  
Fuente: Banco Central en base a información de [Chari et al. \(2022\)](#).

**GRAFICO III.13 EFECTOS DEL VIX SOBRE SPREADS SOBERANOS CONDICIONAL EN LA FRAGILIDAD BANCARIA (\*)**  
(efecto marginal, porcentaje de observaciones)



(\*) Líneas claras corresponden al intervalo de confianza al 95% del efecto marginal estimado.  
Fuente: Banco Central en base a información de [Chari et al. \(2022\)](#).



## IV. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

La agenda de política financiera del Banco Central de Chile continúa su desarrollo. Entre las iniciativas más relevantes que se han llevado a cabo en el período, destaca la convergencia hacia el marco de Basilea III en términos de riesgo de liquidez, los avances en sistemas de pagos e infraestructuras de mercado, y la continuación en el proceso de modernización de la regulación cambiaria. También contribuyen a la estabilidad del sistema financiero, avances legislativos como la aprobación de la Ley Fintec y la presentación al Congreso del proyecto de ley para fortalecer la resiliencia del sistema financiero y sus infraestructuras. Por último, a nivel internacional, se observan desarrollos relevantes en criptoactivos, ciberseguridad y finanzas verdes.

### AGENDA DE POLÍTICA FINANCIERA DEL BCCH Y SU CONTEXTO

#### Sector bancario

En junio, el Banco implementó la modernización de su normativa de cuentas de ahorro a plazo. Uno de sus objetivos es fomentar la cultura del ahorro, mejorando la accesibilidad y alternativas disponibles para las personas y permitiendo el desarrollo de productos más específicos para sus necesidades y metas. Para ello, la normativa flexibiliza ciertos requerimientos históricos, por ejemplo, respecto de límites de giro e intereses, y aumenta estándares de transparencia<sup>1/</sup>. Adicionalmente, se facilita la integración de las cuentas de ahorro con otros productos y avances tecnológicos en la industria financiera. Las cuentas de ahorro actualmente representan menos del 5% de los depósitos y captaciones bancarios. El desafío es ampliar su utilización a diversos segmentos de la población con menores alternativas.

La regulación para gestión de liquidez bancaria, emitida por el BCCh en marzo pasado, comienza su implementación incluyendo la incorporación de un Proceso de Evaluación de la Adecuación de Liquidez Interna (ILAAP, por su sigla en inglés). En coordinación con el BCCh, la CMF puso en consulta su propuesta para la regulación del ILAAP, a ser implementado a partir de abril de 2023. El primer informe que deberán realizar los bancos tendrá un formato simplificado, que se basará exclusivamente en la planificación de financiamiento que estos realicen considerando diferentes escenarios coyunturales provistos por la CMF. Estos incluirían, por ejemplo, los desafíos relacionados con el vencimiento de las Facilidades de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) que otorgó el BCCh en el contexto de la emergencia sanitaria de 2020, teniendo en cuenta que los montos que se deben captar para la sustitución de financiamiento son relevantes<sup>2/</sup>.

<sup>1/</sup> Para más detalles, ver [vínculo](#).

<sup>2/</sup> Según la CMF, estimaciones de impacto que consideran el actual balance de los bancos señalan que, de no sustituir las fuentes de financiamiento de forma anticipada al vencimiento de las FCIC, los niveles actuales de LCR un grupo reducido de entidades caería por debajo del límite normativo ([CMF, 2022b](#)). Con el propósito de facilitar el proceso ordenado de vencimiento de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC), el 02 de noviembre el Banco anunció que ha dispuesto un programa de estandarización de garantías admisibles, consistente con en la sustitución del actual stock de cartera de créditos prendados por instrumentos financieros admisibles en el DCV. La gradualidad del proceso permitirá un manejo de la liquidez en un período en que las condiciones financieras globales podrían agregar tensión a los mercados nacionales. En todo caso, como siempre, el BCCh irá monitoreando este proceso en coordinación con la CMF, y de requerirse, utilizaremos todas las herramientas disponibles para cautelar el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.



La normativa permitirá, a partir de 2025, establecer exigencias adicionales de Activos Líquidos de Alta Calidad (ALAC) a entidades específicas, según el resultado del proceso supervisor de la CMF. Adicionalmente, a partir de junio de este año, por primera vez se exigió a los bancos cumplir con el estándar cuantitativo de largo plazo definido por Basilea III (NSFR, por su sigla en inglés), partiendo en un 60% y definiendo un programa de convergencia hasta el 100% hacia 2026. Al mismo tiempo, el límite exigido sobre el indicador de corto plazo (LCR) alcanzó su nivel final de 100%.

**La implementación de Basilea III en cuanto a liquidez y solvencia, avanza apropiadamente, a lo cual se suma el plan de fortalecimiento de provisiones anunciado por la CMF.** La implementación de los requerimientos de solvencia de Basilea III, iniciada formalmente a fines de 2021, se completará en 2024 en todos sus componentes, como se muestra en la tabla IV.1. Por su parte, la propuesta de la CMF para la aplicación de un modelo estándar de provisiones para colocaciones de consumo, que se publicó para consulta en agosto pasado, se implementaría durante el primer trimestre de 2023. Considerando el tamaño de la cartera de consumo a diciembre de 2021, la normativa se traduciría, según estimaciones de la CMF, en un incremento cercano a US\$1.000 millones en provisiones ([CMF, 2022a](#)).

**Los estándares actuales de liquidez, capital y provisiones permiten inferir que la banca se encuentra en una posición robusta y resiliente para absorber en el tiempo estos nuevos requerimientos (Capítulo III).** Los niveles de LCR actuales se ubican alrededor del 195% para el sistema bancario, los niveles de capital básico sobre APR en un 10,55% y las provisiones por riesgo de créditos son equivalentes a 2,38 veces los créditos en incumplimiento. No obstante, los esfuerzos de la banca en los próximos años deberán considerar los cronogramas señalados de nuevos requerimientos con suficiente anticipación.

**TABLA IV.1 CALENDARIO DE IMPLEMENTACIÓN DE BASILEA III**

Componentes Marco Basilea III		2022		2023		2024		2025		2026	
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2
Marco APR	Riesgo de Crédito	100%									
	Riesgo Operacional	100%									
	Riesgo de Mercado			100%							
Buffer de Conservación			1,25%		1,875%		2,5%				
AT1			0,5%		1,0%		1,5%				
Bancos Sistémicos (1)			25%		50%		75%		100%		
Deducciones del Capital Básico			15%		30%		65%		100%		
Pilar II				Primer IAPE							
Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC o CCyB)			RPF								
Regulación Liquidez	LCR	100%									
	NSFR	60%			70%	80%		90%		100%	
	IAL (2)			1° Informe				ALAC			

(1) Porcentaje del cargo definido a aplicar para cada banco, según tramo de importancia sistémica. (2) Requerimiento de ALAC adicional depende de evaluación CMF acorde a IAL.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.



**En la Reunión de Política Financiera del segundo semestre del 2022, el Consejo del Banco Central de Chile acordó no activar el Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC).** Se consideró que, pese a vulnerabilidades focalizadas en algunos sectores y un entorno internacional más complejo, el análisis de riesgo sistémico muestra que la banca posee holguras suficientes para hacer frente a escenarios de tensión severos.

## **Medios de Pago**

**Luego de la publicación de la regulación que permite el funcionamiento de Cámaras de Compensación para Pagos de Bajo Valor (CPBV), el BCCh trabaja en conjunto con el sector privado para su implementación.** La regulación emitida en enero de este año contempla un período de 18 meses para que las entidades que en la actualidad compensan operaciones como transferencias electrónicas de fondos, así como las correspondientes a los pagos con tarjetas, se incorporen al perímetro regulatorio. El Banco ha interactuado con las entidades interesadas en administrar este tipo de Cámaras, de manera que puedan cumplir con los requerimientos normativos (por ejemplo, orientando respecto del alcance de la normativa sobre proyectos experimentales, y revisando los Reglamentos Operativos o reglas internas), entre ellos contar con la autorización de funcionamiento o existencia de la CMF, dentro de los plazos contemplados.

**El funcionamiento de las CPBV hará más robusto el proceso de compensación de estos pagos, acercándolo a los estándares internacionales de pagos instantáneos.** Varios países trabajan en el desarrollo de sistemas de pagos rápidos o instantáneos, los que permiten que la transmisión de una instrucción de pago y la disponibilidad de los fondos para el beneficiario ocurran en tiempo real, o casi real, y tan cerca de 24/7 como sea posible. En Chile, si bien hace años es posible realizar transferencias de fondos de manera instantánea para los usuarios, la liquidación entre las instituciones financieras involucradas ocurre de manera diferida. Realizar ese proceso a través de CPBV reguladas permitirá que estas transferencias sean firmes e irrevocables, ampliar el estándar a otro tipo de pagos, aumentar el acceso a las cámaras a distintos emisores de medios de pago bancarios y no bancarios, y permitir una disminución gradual del tiempo que transcurre entre que una operación se efectúa y se liquida.

**El BCCh ha continuado explorando la posible emisión de su moneda en formato digital (MDBC), y en los próximos meses complementará el Informe publicado en mayo sobre esta materia.** Luego de la publicación de dicho Informe, el Banco realizó una encuesta abierta al público, además de numerosas mesas de trabajo con representantes de diversas entidades de la industria financiera, de manera de ampliar su visión sobre los potenciales costos y beneficios de emitir una MDBC. Este proceso ha permitido contar con nuevos insumos para la toma de decisiones. Los resultados de la encuesta y las mesas de trabajo, así como los pasos a seguir, serán informados en los próximos meses.

**La reciente aprobación de la Ley “Fintec”, cuyo objetivo es promover la competencia e inclusión financiera a través de la innovación y tecnología en la prestación de servicios financieros, permitirá al BCCh regular nuevas actividades relacionadas con los pagos que se originan con esta industria.** La ley otorga al BCCh la regulación de monedas estables (*stablecoins*) como activos digitales que representan dinero electrónico en tanto servicio de pago<sup>3/</sup>. Por su parte, los medios de pago que comprenden una representación digital, electrónica o informática, emitidos por bancos o no bancos, estarán sujetos al cumplimiento de las normas que establezca el BCCh. La ley regula asimismo a los iniciadores de pago, que con el consentimiento del cliente pueden instruir órdenes de pago con cargo a los saldos disponibles en cuentas del cliente, sujeto a la regulación del marco de finanzas abiertas que incorpora esta ley y, en su caso, a los requerimientos prudenciales que establezca el BCCh para cautelar el normal funcionamiento de los pagos en que éstos intervengan. Esta medida permitirá promover las transferencias electrónicas como medio de pago, lo que beneficiará tanto a los clientes titulares de cuentas corrientes, cuentas vistas o cuentas de prepago, como a los comercios que podrán ampliar sus alternativas de medios de pago aceptados.

<sup>3/</sup> Para mayor detalle véase el [Recuadro V.2 del IEF 2021.2](#) sobre activos digitales y la nueva propuesta de Ley para el sector Fintec.



La implementación del modelo de 4 partes que habilitó el BCCh ha logrado evidentes progresos. Se han ido sumando actores en la adquirencia y subadquirencia, incorporando una importante cantidad de comercios a la red. No obstante, la transición ha sido más lenta de lo esperado y no exenta de fricciones entre los distintos participantes. Por su parte, también ha avanzado el proceso de fijación de las tarifas de intercambio, que corresponde al Comité técnico creado en 2021 para esos efectos. En este sentido, es necesaria la resolución pronta y adecuada de las cuestiones pendientes asociadas a la judicialización de aspectos tarifarios, por cuanto inciden en las decisiones de los distintos agentes involucrados en este mercado, poniendo en riesgo el desarrollo eficiente del sistema. Para el BCCh es importante que el funcionamiento del mercado de pagos minoristas se continúe desarrollando de una manera que contribuya a la inclusión financiera, bajo condiciones adecuadas de seguridad, eficiencia y competencia (Recuadro IV.1).

### Infraestructuras de mercado

La empresa que actualmente opera la Cámara de Compensación en Moneda Nacional (CCAV MN), Combanc S.A., se encuentra desarrollando un proyecto para operar una Cámara de Compensación en Moneda Extranjera (CCAV FX). La operación de esta cámara, que funcionaría bajo la regulación emitida por el BCCh en junio de 2021, permitirá a las instituciones bancarias locales compensar y posteriormente liquidar, sus pagos provenientes de operaciones spot peso-dólar bajo un mecanismo de Pago contra Pago (PvP)<sup>4/</sup>. La Cámara que operaría Combanc S.A. tiene el potencial de canalizar pagos que hoy son compensados por la Cámara en Moneda Nacional y el Sistema LBTR en Moneda Nacional, para el tramo en pesos, y mediante bancos corresponsales, en su tramo dólar, que ascienden aproximadamente a US\$1.170 millones promedio diario<sup>5/</sup>. Estos pagos actualmente se realizan con un desfase de entre uno y dos días: el tramo pesos se liquida el mismo día, mientras que el tramo dólar al día siguiente o subsiguiente. La Cámara implementará un sistema donde ambos tramos se liquidan al inicio del día siguiente, eliminando el riesgo de liquidación (ver tabla IV.2 para el calendario de implementación).

Avanzar en la incorporación del peso chileno como moneda elegible en el sistema de pagos internacional CLS sigue siendo una prioridad para el BCCh, por lo que se continúa instando por medidas necesarias para materializar esta iniciativa. Como se ha informado en IEF anteriores, el BCCh ha promovido la incorporación del peso chileno al Sistema CLS, un proceso complejo que requiere de la participación del BCCh y de entidades bancarias locales, quienes deben actuar como bancos corresponsales de los bancos internacionales<sup>6/</sup>. Pese a que se han realizado avances importantes, este proceso supone superar dificultades que enfrentarían los bancos chilenos para ofrecer servicios de corresponsalía a bancos extranjeros. En marzo de 2021 entró en vigor la eliminación de las restricciones que existían para utilizar pesos chilenos en operaciones transfronterizas, mediante la reforma a su normativa cambiaria realizada por el BCCh en 2020<sup>7/</sup>. Posteriormente, la CMF facilitó las condiciones para que no residentes puedan abrir cuentas corrientes en Chile. Sin embargo, persisten dificultades relacionadas con los requerimientos de reporte tributario que tendrían estas operaciones. El Proyecto de Ley de Resiliencia, analizado más adelante en este Capítulo, introduce modificaciones en el Código Tributario que tienen por objetivo abordar esta materia, lo que permitiría continuar el proceso con CLS y los bancos locales involucrados.

---

<sup>4/</sup> Ver [Recuadro VI.1 del IEF 2020.2](#).

<sup>5/</sup> Cifra referencial, correspondiente al tercer trimestre de 2022.

<sup>6/</sup> Ver [Recuadro VI.1 del IEF 2019.2](#).

<sup>7/</sup> Ver [Recuadro V.1, del IEF 2020.2](#).

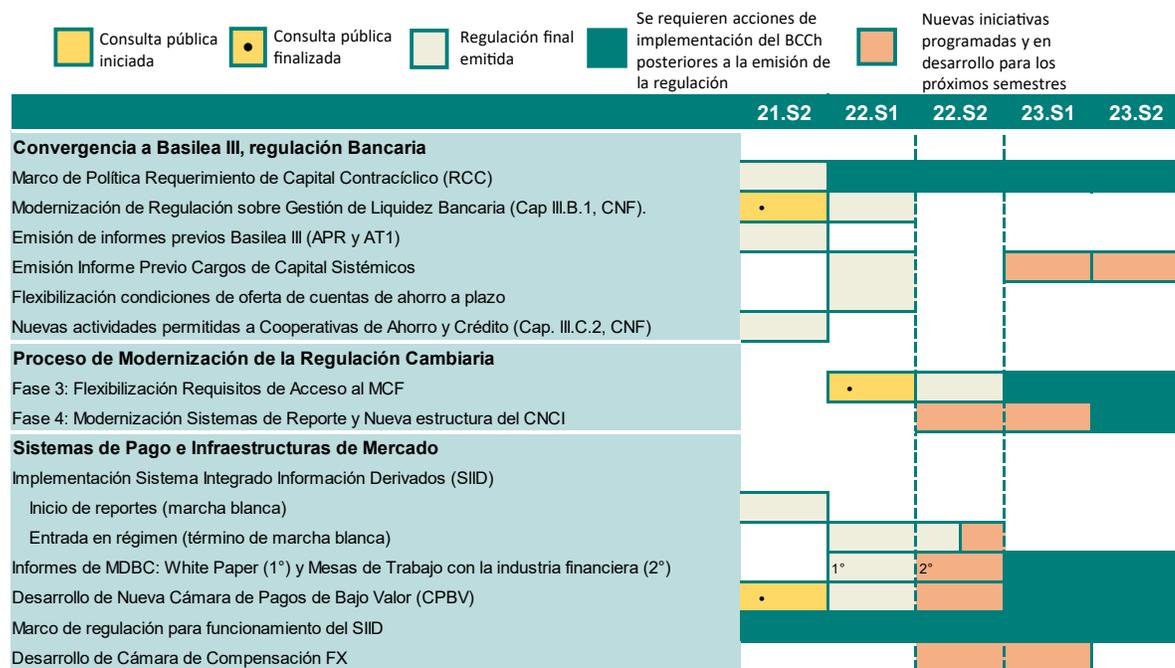


## Modernización cambiaria

El BCCh continúa con el proceso de modernización de la regulación cambiaria, simplificando el acceso al Mercado Cambiario Formal (MCF) e incorporando estándares básicos para plataformas transaccionales de divisas. Modificaciones normativas recientes simplificaron los procesos de acceso, suspensión y revocación de la autorización para formar parte del MCF a entidades financieras elegibles, abreviaron el envío de información para entidades MCF no bancarias y suprimieron la exigencia de una boleta bancaria de garantía para estas mismas entidades. Adicionalmente, se incorporó una exigencia para que las entidades del MCF se cercioren que las plataformas transaccionales locales de divisas que utilicen cumplan con principios de transparencia, objetividad y no discriminación y estándares operacionales adecuados, mientras que las plataformas internacionales que utilicen las entidades del MCF deben estar reguladas o supervisadas.

La última etapa del proceso de modernización de la regulación cambiaria consiste en la publicación de un nuevo Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI), el que se pondrá en consulta en los próximos meses. El Banco se encuentra reorganizando y racionalizando los Capítulos del CNCI, y elaborando Reglamentos Operativos que sustituirán a los actuales Anexos del Manual del CNCI donde se establece el detalle de la información y la forma en que se debe reportar la información cambiaria.

**TABLA IV.2 INICIATIVAS DE POLÍTICA FINANCIERA DEL BCCH**



Fuente: Banco Central de Chile.



## OTRAS INICIATIVAS DE REGULACIÓN Y LEGISLACIÓN FINANCIERA RELEVANTES

La aprobación de la “Ley Fintec” potencia el desarrollo de esta industria y mitiga los riesgos que pueda suponer para la estabilidad financiera. Esta nueva ley incorpora al perímetro regulatorio de la CMF y la Unidad de Análisis Financiero (UAF) las actividades de servicios financieros a través de medios tecnológicos (Fintec), un sistema de finanzas abiertas, criptoactivos, plataformas de financiamiento colectivo, enrutadores de órdenes, iniciadores de pago, intermediarios de instrumentos financieros, etc. Adicionalmente, la ley adopta medidas orientadas a promover la protección del cliente financiero en un entorno digital y medidas para facilitar la interoperabilidad y acceso de nuevos actores a infraestructuras y servicios esenciales para sus actividades. El desarrollo de estas actividades en un entorno regulado promoverá el crecimiento de la industria, a la vez que contribuirá a mejorar la competencia y funcionamiento del mercado financiero. También ayudará a mitigar riesgos en ámbitos como ciberseguridad, protección de datos y prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo. La Ley contempla un plazo de implementación de entre 12 y 18 meses para que la CMF promulgue un número importante de normas, en tanto el Banco incorporará en su agenda regulatoria aquellos aspectos de la ley que se vinculan con su mandato de regulación del sistema de pagos.

El proyecto de ley para fortalecer la resiliencia del sistema financiero y sus infraestructuras (proyecto de ley de Resiliencia) contribuye a la estabilidad del sistema mediante diversas reformas propuestas, entre las que destacan las tres siguientes.

- 1. Ampliación de contrapartes elegibles para operaciones del BCCh.** Ante sucesivas sugerencias internacionales respecto de evaluar la ampliación de servicios financieros del BCCh más allá de las instituciones bancarias, el FMI realizó una Asistencia Técnica en 2020 donde entregó recomendaciones específicas en la materia, considerando principalmente criterios de estabilidad financiera y competencia de mercado que se recogen en este proyecto de ley<sup>8/</sup>. Esta iniciativa introduce modificaciones para permitir al BCCh extender la provisión de cuentas corrientes y cuentas de liquidación a Entidades de Contraparte Central (ECC), Cooperativas de Ahorro y Crédito (CAC), Cámaras de Compensación, entidades de depósito y custodia de valores y participantes de las CPBV; así como la posibilidad de proveer de facilidades permanentes de liquidez a las CAC que cumplan estándares prudenciales definidos en la iniciativa legal; y extender la provisión de facilidades permanentes de depósito y liquidez de emergencia a CAC y ECC por consideraciones de estabilidad financiera.
- 2. Iniciativas para el desarrollo del mercado de repos.** El uso de repos en el mercado local es relativamente menor en comparación con otras jurisdicciones, y su rol en el segmento interbancario es mínimo. Considerando los beneficios del correcto funcionamiento de un mercado de repos para el sistema financiero en su conjunto (por ejemplo, como fuente de financiamiento de corto plazo, o alternativa de administración de liquidez), el último FSAP recomienda promover su desarrollo tanto a nivel privado como en relación con el BCCh. Para estos efectos, el proyecto de ley de Resiliencia precisa el tratamiento aplicable a operaciones de repos entre actores privados en situaciones de incumplimiento, asimilándolos al esquema de “obligaciones conexas” de la ley de insolvencia a fin de otorgar mayor certeza jurídica a esas operaciones. También establece un marco bajo el cual el BCCh podrá excepcionalmente ofrecer repos a segmentos de mercado en caso de eventos de estrés financiero a nivel de mercado.

---

<sup>8/</sup> Para detalles sobre la asistencia técnica, ver [FMI \(2020\)](#).



- Otras iniciativas para fortalecer el funcionamiento de mercados específicos.** El proyecto introduce modificaciones particulares en: (i) la ley N° 18.045 de Mercado de Valores, para robustecer la regulación y supervisión confiriendo facultades adicionales a la CMF para la suspensión de transacciones en las Bolsas de Valores; (ii) la ley N° 20.712 sobre administración de fondos de terceros y carteras individuales, confiriendo atribuciones a la CMF para fortalecer la regulación y exigencias de *buffers* de liquidez de los fondos mutuos, en línea con recomendaciones del FSAP; y (iii) el Código Tributario (DL 830), para facilitar las operaciones financieras transfronterizas con el peso chileno.

**Más allá de importantes avances anteriores en el mercado del crédito, una serie de iniciativas recientes podrían debilitar la cultura de pago y la evaluación de riesgo de las instituciones financieras, en contraposición a proyectos como el de Registro de Deuda Consolidada que el BCCh y autoridades financieras han impulsado por años.** Históricamente, en Chile se han exigido altos estándares de transparencia hacia los usuarios de crédito, especialmente en relación con los costos asociados. Adicionalmente, en el pasado reciente, se avanzó con una robusta agenda regulatoria para lograr mayor inclusión y competencia en este mercado, lo que facilitó el acceso a mejores condiciones crediticias. Entre estas reformas destacan la regulación de información sobre condiciones de créditos hipotecarios y de consumo, la regulación de licitaciones de seguros asociados a créditos hipotecarios, la ley de portabilidad financiera, la modificación de Ley del Consumidor que establece la obligación de evaluar la solvencia del deudor y la Ley de Agentes de mercado que faculta a la CMF a definir tipos de comisiones que pueden ser objeto de cobro en operaciones crediticias. Sin embargo, en lo más reciente persisten ciertas iniciativas que apuntan en la dirección contraria, que reducen la calidad y cantidad de información crediticia disponible en el sistema o que apuntan a la suspensión o condonación de pagos o intereses, entre otras. Considerando que este tipo de reformas implican efectos colaterales no deseados, como restricciones adicionales en la oferta de crédito o aumentos en sus costos, y eventualmente efectos negativos para la estabilidad del sistema financiero, en diversas ocasiones el BCCh se ha manifestado al respecto. En este contexto se hace más relevante avanzar con la creación de un registro consolidado de deuda, que ha estado en discusión durante varios años y que actualmente podría fructificar.

**La CMF publicó la primera versión de su “Guía para la Implementación y Supervisión de los Estándares de Sostenibilidad”, siguiendo las recomendaciones internacionales de explicitar las expectativas del supervisor en cuanto a la difusión de información por parte de las entidades reguladas.** Esta Guía entrega principios y orientaciones generales para una mejor divulgación de los indicadores de sostenibilidad establecidos en la [NCG 461 de la CMF](#), siguiendo los estándares del *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) junto con las mejores prácticas esperadas por la Comisión. Lo anterior, en un contexto de significativos avances locales en materias relacionadas, como la reciente publicación de la Ley Marco de Cambio Climático, la actualización de la Estrategia Financiera frente al Cambio Climático, y los avances del Comité Preparatorio para Sistema de Clasificación de Actividades Económicas Medioambientalmente Sostenibles (“Taxonomía Verde”).



## DESARROLLOS INTERNACIONALES

En los últimos meses ha habido gran inestabilidad y pérdidas significativas en los mercados de criptoactivos, incluyendo el colapso de algunas plataformas y criptoactivos de alto perfil. En consecuencia, a nivel internacional continúa el estudio de respuestas regulatorias, algunas de las cuales tienen similitudes a las consideradas en la nueva Ley Fintec. Algunas características estructurales de los criptoactivos, tales como la falta de un respaldo de autoridades monetarias o la naturaleza digital de éstos, han puesto en evidencia la necesidad de regularlos para mitigar riesgos para la estabilidad financiera, [BIS \(2022a\)](#). Lo anterior se vincula también con brechas de información, la necesidad de reconocer los puntos de entrada de la regulación, y de cooperación internacional. El [FSB \(2022a\)](#) en un reciente documento en consulta pública, propone un marco regulatorio que aborde la premisa de “misma actividad, mismo riesgo, misma regulación”, reconociendo que los criptoactivos cumplen funciones equivalentes a instrumentos e intermediarios financieros, y para ello señala recomendaciones para criptoactivos y para *stablecoins* globales. Lo anterior tiene semejanzas con los pilares de modularidad, neutralidad tecnológica y flexibilidad contemplados en la Ley Fintec, que regula tanto plataformas transaccionales de criptoactivos e intermediarios como instrumentos de inversión y *stablecoins*, además de los requisitos para registrarse y operar en este mercado.

**La creciente relevancia de contener riesgos de ciberseguridad motiva una mayor coordinación entre bancos centrales, con miras a fortalecer el sistema financiero global ante estos riesgos.** Los crecientes desafíos en ciber-resiliencia, debido a ciberataques más sofisticados y frecuentes, llevaron al [BIS \(2022b\)](#) a encuestar a bancos centrales para conocer sus prioridades y nivel de preparación. Si bien, en general, las autoridades cuentan con marcos para abordar ciberataques, se considera que la preparación del sistema financiero tiene espacios de mejora. En este sentido, se refuerza la idea de la cooperación entre autoridades, especialmente en un contexto internacional, para mejorar la capacidad de respuesta. Asimismo, el [FSB \(2022b\)](#) propone recomendaciones para mejorar la convergencia en los reportes de ciberincidentes, considerando una mayor estandarización en la comunicación entre el sector financiero y las autoridades.

**Se profundiza la consolidación y convergencia en materia de sustentabilidad y finanzas verdes por parte de las autoridades financieras y organismos multilaterales como el *Network for Greening the Financial System* (NGFS).** Varias iniciativas de los últimos años comienzan a concretarse y consolidarse bajo marcos comunes, en particular respecto de la gestión de riesgos financieros relacionados con el cambio climático, y sobre el rol del mercado en la transición hacia una economía sostenible. En marzo de 2022 el International Sustainability Standards Board (ISSB) publicó para consulta un marco de requerimientos de información que crea un estándar global de declaraciones de sustentabilidad que permita evaluar correctamente el valor de las empresas, consolidando las recomendaciones del *Task force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) y los estándares específicos para cada industria (SASB)<sup>9/</sup>, en la misma línea de los desarrollos de la CMF comentados anteriormente en este capítulo. El NGFS ha desarrollado recientemente recomendaciones de políticas específicas para mejorar la disponibilidad, calidad y comparabilidad de la información climática; ha puesto a disposición del público un directorio que permite comprender mejor las necesidades de datos y fuentes disponibles y actualizó sus escenarios de cambio climático para integrar los riesgos correspondientes en el trabajo de bancos centrales, supervisores y entidades financieras. Por último, más de 20 países —incluido Chile— han adoptado o están en proceso de desarrollo de una clasificación de sectores según su actividad, integrando variables ambientales, económicas y sociales, llamada también “taxonomía verde”.

<sup>9/</sup> Ver [Exposure Draft on IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information](#) y [Exposure Draft IFRS S2 Climate-related Disclosures](#)



## RECUADRO IV.1:

### **Desarrollos recientes en el sistema de pagos con tarjetas**

---

Por años el mercado de tarjetas de pago en Chile funcionó con un solo adquirente, Transbank, que concentra la mayor parte de las transacciones de tarjetas de crédito y débito. Esto dio lugar a diversas causas ante autoridades de libre competencia que han examinado este mercado, lo que se ha traducido, entre otras cosas, en la definición de ciertos criterios aplicables a las tarifas que dicho adquirente puede cobrar a los comercios que afilia a su red. La estructura tarifaria de Transbank ha sido desafiada en sede judicial en diversas ocasiones, incluso después de que la empresa cambiara su modelo de funcionamiento. En los últimos meses, las autoridades judiciales y de competencia han emitido nuevos pronunciamientos respecto del esquema tarifario de la citada empresa, cuya ejecución se encuentra aún pendiente, por lo que resta conocer sus alcances definitivos y los eventuales efectos que dicha determinación pueda tener sobre los demás participantes de la industria y, por ende, para el funcionamiento y desarrollo del sistema de pagos minoristas en general.

#### **CONCEPTOS BÁSICOS**

**Las tarjetas de pago funcionan en un mercado de dos lados, con externalidades de red.** En estos mercados una o más plataformas permiten la interacción entre los usuarios finales, y buscan que estos intervengan cobrándoles apropiadamente a cada lado ([Rochet y Tirole, 2006](#)). En el mercado de tarjetas uno de los lados corresponde a los tarjetahabientes (personas y empresas usuarias), que compran bienes y servicios con tarjetas de pago emitidas por distintas entidades afiliadas a la red. El otro lado corresponde precisamente a estas últimas entidades (comercios y servicios), quienes a través de las funcionalidades tecnológicas ofrecidas por operadores o adquirentes pueden recibir los pagos de los tarjetahabientes. Las externalidades de red están presentes en la medida que para que los comercios que aceptan tarjetas participen en la red requieren que existan consumidores que las usen; y al mismo tiempo los consumidores que usan tarjetas precisan que estas sean aceptadas en un número relevante de comercios.

**Estos mercados pueden estar organizados bajo modelos de tres o cuatro partes.** En el primer caso (M3P), los emisores de tarjetas están estrechamente vinculados con el adquirente, mientras que en el segundo (M4P) la relación entre ambos se da a través de las marcas de tarjetas. En este caso, los adquirentes no requieren de la anuencia de los emisores para procesar sus tarjetas.

**Las tasas de intercambio son un precio clave en este mercado, pues deben balancear los incentivos para la emisión de tarjetas y para el desarrollo de las redes de adquirencia.** Estas tasas remuneran a los emisores de tarjetas y corresponden a una fracción de la tarifa cobrada a los comercios (*merchant discount*, MD). De esta manera, tasas de intercambio altas incentivarán la emisión de tarjetas, pero pueden desincentivar la adquirencia y la aceptación de tarjetas por parte de los comercios; y lo opuesto puede ocurrir con tasas de intercambio bajas. Por ello, el nivel de estas tasas es fundamental para el desarrollo de este mercado<sup>1/</sup>.

---

<sup>1/</sup> Una explicación más detallada de estas tarifas y del funcionamiento del M4P se encuentra en el [Recuadro VI.2 del IEF 2018.2](#).



**La tarifa que pagan los comercios que aceptan tarjetas tiene tres componentes que remuneran a los distintos involucrados en el procesamiento de las transacciones.** Aparte de las ya mencionadas tasas de intercambio, están los costos de marca que, como su nombre lo indica, remuneran a la marca de la tarjeta utilizada en una transacción determinada; y el margen adquirente es la remuneración de la empresa que afilió al comercio a su red.

## EXPERIENCIA INTERNACIONAL

**En la mayor parte de las jurisdicciones tiende a prevalecer el M4P, y en varias se fija algún tipo de límite a las tasas de intercambio.** Aunque existen algunas marcas y emisores de tarjetas que funcionan bajo un M3P, son más la excepción que la regla. Sin embargo, el funcionamiento de un M4P no resuelve por sí mismo problemas de competencia, por lo que son cada vez menos excepcionales las intervenciones regulatorias sobre las tasas de intercambio.

**Existe heterogeneidad en la regulación de tasas de intercambio.** La forma y niveles máximos regulados es diversa. Así, mientras algunas jurisdicciones han regulado las tasas de intercambio para tarjetas de débito y crédito en otras se fijan sólo para un tipo de tarjetas. Asimismo, los niveles pueden ser tan bajos como 0,2% (Unión Europea y Australia, tarjetas de débito) y tan altos como 1,91% (México, tarjetas de crédito)<sup>2</sup>. Cabe notar que cuando estas tasas se regulan, es habitual que los niveles establecidos para las tarjetas de crédito sean mayores que para las tarjetas de débito, debido a que existen procesos y riesgos distintos.

## DESARROLLOS RECIENTES EN EL PAÍS

**Para facilitar el surgimiento de modelos alternativos y aumentar la oferta de servicios para los comercios, el BCCh habilitó el funcionamiento del M4P.** Mediante ajustes en la regulación del BCCh, y en línea con recomendaciones del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC), en 2017 se permitió que el M4P fuera una alternativa más de funcionamiento para la adquirencia en el país.

**Esta intervención regulatoria y la Ley que permitió la emisión de tarjetas de prepago por parte de entidades no bancarias han fomentado el desarrollo de los pagos electrónicos.** En la actualidad existen nuevos adquirentes que prestan servicios o se encuentran en proceso de autorización con la CMF, numerosos sub-adquirentes (empresas que afilian comercios interactuando entre estos y los adquirentes) y nuevos emisores de tarjetas de prepago. Ello ha permitido que el número de transacciones con tarjetas de crédito y débito aumente desde 1.429 millones al año en 2017 a 2.927 millones en 2021. Asimismo, existen más de 1,2 millones de RUT afiliados a algún adquirente o sub-adquirente. En paralelo, aunque sigue existiendo un adquirente que concentra la mayor parte de las transacciones, su importancia relativa ha disminuido, especialmente en términos de comercios afiliados.

**La transición hacia el M4P ha tomado tiempo y no ha estado exenta de fricciones.** En la actualidad, todos los adquirentes funcionan bajo un M4P. Sin embargo, ese proceso ha enfrentado dificultades debido principalmente a que el adquirente más importante operaba bajo un M3P, con un plan de autorregulación para sus *merchant discount* sujeto desde 2005 a la validación de las autoridades de competencia, y donde no existían tasas de intercambio explícitas. Al implementar un M4P surgen tasas de intercambio explícitas, las que para algunas transacciones eran mayores que los *merchant discount*, por lo que en esos casos no es posible cubrir los costos operacionales.

---

<sup>2</sup>/ [Informe de Sistemas de Pago \(BCCh, 2022\)](#).



**Desde febrero de este año las tasas de intercambio tienen un límite fijado por un comité técnico.** La Ley 21.365, promulgada en agosto de 2021, creó un Comité para fijar límites a las tasas de intercambio. En cumplimiento de este cometido debe buscar la existencia de un mercado competitivo, inclusivo, transparente y con fuerte penetración, y que además resguarde el eficiente y seguro funcionamiento del sistema de pagos minorista. Así, el legislador determinó que el Comité cumpla un rol relevante para este mercado de dos lados, mediante la fijación de límites a uno de los componentes de su estructura tarifaria. En tal sentido, su principal función consiste en maximizar las externalidades de red logrando un adecuado balance entre ambos lados del mercado. Es decir, que incentive al mismo tiempo una masiva emisión de tarjetas, para satisfacer las necesidades de pago de los tarjetahabientes, y una amplia afiliación de comercios que facilite la venta de sus bienes y servicios mediante la aceptación de dichos medios de pago. Este Comité fue establecido con un carácter permanente y debe tomar decisiones robustas de manera independiente, sobre la base de fundamentos técnicos, buscando alcanzar los objetivos antes mencionados. En febrero publicó las tasas de intercambio preliminares (0,6% para tarjetas de débito y de 1,48% para tarjetas de crédito), y prontamente publicará las tasas definitivas, las que serán revisadas periódicamente.

**Una regulación simultánea de tasas de intercambio y *merchant discount*, no es consistente con la práctica internacional.** La regulación de *merchant discount* se justificaba cuando en los hechos operaba un único adquirente y no existían tasas de intercambio explícitas. Sin embargo, la situación en la actualidad es distinta: existen tasas de intercambio, se creó un Comité para regularlas, y surgen nuevos operadores en la adquirencia. Por otra parte, a nivel internacional, [Hayashi y Leigh \(2020\)](#) compilan información de intervenciones de autoridades en el mercado de tarjetas para distintos países, y en ninguno existen límites a las tasas de intercambio y a los *merchant discount* al mismo tiempo. Por ello, parece razonable no restringir los grados de independencia con que cuenta el Comité, puesto que si una decisión técnica llevara a determinar las tasas de intercambio en niveles más altos que los MD (y estos no pueden aumentar) no sería posible cubrir los costos de procesar las transacciones, lo que además podría dificultar la competencia de los nuevos entrantes.

## DESAFÍOS FUTUROS

**En Chile el uso de medios de pago electrónicos ha tenido un aumento sostenido en los últimos años.** Esto ha sido posible por perfeccionamientos regulatorios del BCCh, adecuados procesos de fiscalización por parte de la CMF, acciones de las autoridades de libre competencia y ciertamente por diversas innovaciones del sector privado. Si bien este mercado aún cuenta con un actor principal en la adquirencia, esta situación ha ido cambiando. Para fortalecer este cambio es muy importante el rol que están desempeñando nuevos entrantes, así como la nueva institucionalidad creada especialmente por el legislador en 2021 para regular de manera técnica e independiente los límites a las tasas de intercambio.

**El Banco ha señalado en otras ocasiones que la transición hacia el M4P había producido fricciones por diversos motivos.** Por lo tanto, junto con resaltar los avances que ha habido con la irrupción de nuevos actores es importante relevar la necesidad de resolver prontamente y de manera adecuada las cuestiones pendientes asociadas a aspectos tarifarios.

**Este es un desafío urgente para todos los involucrados, ya que contar con certeza sobre uno de los precios estructurales de este mercado es imprescindible para que todos los participantes puedan tomar decisiones de mediano y largo plazo.** En cualquier caso, el BCCh considera que, para conciliar los distintos objetivos de política involucrados, es fundamental tomar en consideración tanto la experiencia internacional como las condiciones idiosincráticas, de manera que los participantes y usuarios del sistema se vean beneficiados, evitando que se produzcan efectos no deseados en la provisión de servicios de pago, los que son esenciales para el funcionamiento de la economía en su conjunto y la satisfacción de las necesidades cotidianas de las personas.

