

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

PRIMER SEMESTRE 2023



LAGO CHUNGARÁ
Región de Arica y
Parícutin



Informe de Estabilidad Financiera

PRIMER SEMESTRE 2023

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: Lago Chungará / Región de Arica y Parinacota.

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* /

RESUMEN	3
I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS	7
II. USUARIOS DE CRÉDITO	16
III. OFERENTES DE CRÉDITO	26
IV. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA	34
V. LA RESPUESTA FINANCIERA DE LOS HOGARES A LA PANDEMIA Y SUS VULNERABILIDADES EN EL CONTEXTO ACTUAL	51
RECUADROS	
Evolución reciente de la profundidad del mercado financiero local	14
Diferencias de género en el endeudamiento de las familias chilenas	25
Riesgo de Mercado en los Ejercicios de Tensión Bancarios	32
Implementación del Requerimiento de Capital Contracíclico en el mundo	46
Fortalecimiento del mercado de repos	49
Ejercicio de tensión a los hogares: un enfoque basado en microdatos	60

*/ El cierre estadístico del Informe de Estabilidad Financiera fue el 10 de mayo, excepto en donde se indique lo contrario.



RESUMEN

Las condiciones financieras se han deteriorado a nivel global y exhiben un grado de incertidumbre por sobre lo habitual respecto de su evolución futura. Tras un largo periodo de bajas tasas y amplia liquidez, el ajuste monetario reveló vulnerabilidades en la banca de ciertas economías desarrolladas. Las turbulencias iniciadas en marzo, producto de la quiebra de varios bancos, han sido mitigadas por la rápida y coordinada acción de las autoridades. Desde entonces, han aumentado los riesgos de episodios de corrección abrupta de los precios de activos y salidas de capitales, especialmente en economías emergentes. En un contexto donde puede ser necesario que la política monetaria se mantenga restrictiva por más tiempo en el mundo desarrollado, el sentimiento de mercado sigue frágil respecto de la banca de estos países y con dudas sobre la extensión y magnitud de las vulnerabilidades latentes. A nivel local, el impacto de estos eventos ha sido acotado, en una economía que continúa resolviendo los efectos de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en años previos. En este proceso, la posición financiera de los hogares se ha estrechado, mostrando una tasa de ahorro negativa. Mientras, las empresas han seguido reduciendo su endeudamiento tras su paso por la pandemia. El mayor uso de tarjetas y líneas de créditos –entre hogares y empresas– se ha traducido en una mayor exposición a las tasas de interés, con un impago que ha vuelto a niveles prepandemia, y una situación que no sugiere la presencia de elementos de riesgo sistémico. La banca local cuenta con una posición de liquidez y solvencia suficiente para enfrentar el escenario de tensión y –frente a la coyuntura bancaria internacional reciente– se diferencia en términos de su modelo de negocios, regulación y supervisión. Durante la pandemia, los agentes utilizaron sus ahorros y se endeudaron para enfrentar la mayor crisis de los últimos tiempos. La recomposición de sus capacidades para enfrentar nuevos shocks se ha dado a distintas velocidades, siendo crucial que este proceso continúe. Hacia adelante, resulta fundamental priorizar iniciativas que fomenten el ahorro y que fortalezcan la capacidad del sistema financiero para amortiguar eventos adversos.

SITUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Las condiciones financieras globales se han deteriorado en los últimos meses, apreciándose una elevada incertidumbre sobre su evolución futura. Tras un largo periodo de tasas de interés bajas y amplia liquidez, la normalización monetaria gatilló ajustes en la valoración de activos en el mundo. En este contexto, desde marzo se han producido episodios de tensión en la banca de EE. UU., los que dejaron de manifiesto debilidades en la regulación y la supervisión, así como problemas en la gestión de riesgos de las entidades afectadas. Si bien la reacción de las autoridades ha contenido dichas turbulencias, persisten dudas en el mercado respecto del sistema financiero en las economías desarrolladas, lo que se refleja en una elevada volatilidad, condiciones crediticias aún más restrictivas y precios de activos que no han revertido del todo las caídas vistas al inicio de estos episodios. Esto se da mientras la Reserva Federal y el Banco Central Europeo han seguido con sus procesos de ajuste monetario. En particular, en EE. UU. se han dado señales de una eventual pausa, mientras que en Europa se ha indicado que aún deben realizarse alzas.



El mercado financiero local no se ha visto especialmente afectado por las turbulencias externas. Desde el Informe anterior, las tasas de interés soberanas cayeron en torno a 120 y 60pb para bonos en pesos y UF, respectivamente, manteniéndose en torno a sus promedios históricos. Además, se observó una disminución del *spread* soberano. En el mismo período, los premios por riesgo corporativo y bancario aumentaron entre 5 y 30pb. La incertidumbre político-económica local se redujo de manera importante desde el Informe anterior, aunque en los días siguientes a los eventos de la banca internacional tuvo un leve aumento. Actualmente, el indicador se ubica algo por sobre su promedio histórico. Por su parte, la volatilidad de las tasas de interés soberanas de largo plazo tuvo un incremento acotado. Las emisiones de bonos bancarios han mantenido su dinamismo en los últimos meses, mientras que en abril las corporativas presentaron una incipiente recuperación. En este contexto, los fondos de pensiones han sido los principales demandantes de estas emisiones y los fondos mutuos han aumentado la liquidez de sus carteras. Por su parte, la menor actividad del sector inmobiliario no ha tenido un impacto significativo en el desempeño de las compañías de seguros.

En el agregado, el endeudamiento e impago bancario de las empresas se encuentra en niveles prepandemia. Al cierre de 2022, el descalce cambiario en las grandes empresas seguía acotado, mientras su posición financiera en general se normalizaba hacia niveles de 2019. Los márgenes operacionales –ingreso por ventas menos gasto en insumos— continúan bajo sus promedios históricos, aunque en lo más reciente muestran una recuperación. Esto se ha dado con mayor velocidad en las empresas más grandes. En los últimos meses, el crédito comercial ha seguido mostrando caídas en su variación anual, mientras el impago se ha mantenido al alza, ubicándose cercano al nivel prepandemia. El aumento sigue concentrado en empresas de los sectores comercio, construcción e inmobiliario; las de menor tamaño y las que optaron por la reprogramación de deudas y/o créditos FOGAPE. Continúa la debilidad del sector construcción e inmobiliario, que enfrenta un mercado menos dinámico y mayores restricciones de financiamiento, tanto a proyectos inmobiliarios como a créditos hipotecarios.

En los últimos dos años la posición financiera de los hogares se deterioró, con una significativa reducción del ahorro, que llegó hasta niveles de -0,7% del PIB. Las medidas de apoyo económico implementadas durante la pandemia, tanto por su naturaleza como por su magnitud, generaron un aumento transitorio y sin precedentes de la liquidez de los hogares. Esto impulsó el consumo agregado y disminuyó temporalmente la deuda y el impago de las personas –como se describe en el capítulo temático contenido en este Informe. Sin embargo, los desequilibrios macrofinancieros generados por el aumento abrupto y duradero del consumo agregado han sido significativos. Uno de ellos ha sido la elevada y persistente inflación. Estos desajustes también redujeron la riqueza financiera neta de los hogares. Al cierre del 2022, ésta llegó hasta 120% del PIB, nivel equivalente al de una década atrás. Los retiros previsionales –que totalizaron 18% del PIB y representaron aproximadamente dos tercios del aumento de la liquidez– no solo tuvieron un efecto adverso en los ahorros de los hogares, sino que además elevaron el costo de financiamiento de largo plazo y redujeron la capacidad del sistema financiero para amortiguar shocks.

El impago de los hogares aumentó desde el Informe anterior, con mayor intensidad en deudas de tarjetas y líneas de crédito, y entre deudores de menores ingresos. El crédito a personas sigue desacelerándose. Respecto del año anterior, en abril la deuda de consumo cayó en términos reales. Esto ocurrió con una reducción del componente rotativo, mientras que la hipotecaria exhibía un crecimiento moderado. La situación financiera de las personas de menores ingresos se ha vuelto más estrecha, con una mayor carga financiera producto del mayor uso de líneas y tarjetas de crédito, en un contexto de mayores tasas. Esto se ha materializado en un aumento más pronunciado de su impago en consumo, el que se ha concentrado precisamente en deudas rotativas. Por su parte, los hogares de mayores ingresos mantienen más liquidez y han aumentado su deuda hipotecaria, incrementando su impago en menor magnitud respecto del resto.



Pese a la reciente estabilización del endeudamiento soberano, el espacio para enfrentar nuevos shocks adversos se ha estrechado. Esto se produjo tras una década de incremento sostenido, donde la deuda soberana pasó de 12 a 38% del PIB. De acuerdo con las proyecciones del último Informe de las Finanzas Públicas, a fines de 2027 la deuda pública se ubicará en torno a 41% del PIB. Mantener la consolidación fiscal es fundamental para mitigar futuros shocks sin superar el nivel prudente de deuda. Una trayectoria sostenible de endeudamiento mejora la percepción de riesgo de los inversionistas, y con ello reduce el costo de financiamiento para el resto de los agentes en la economía.

Las pruebas de tensión dan cuenta de la solvencia de la banca. Las colocaciones comerciales y de consumo muestran contracciones respecto al año previo, en línea con el ajuste de la economía. Por su parte, la Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre indica que las condiciones de oferta continúan restringiéndose por mayor percepción de riesgo, y la demanda ha seguido debilitándose. El riesgo de crédito mantiene una tendencia al alza, especialmente en los segmentos de consumo y comercial, que se ubican en valores comparables a los vistos antes de la pandemia. La banca ha acumulado provisiones para enfrentar una eventual profundización de este desarrollo. Los resultados de los ejercicios de tensión muestran que el sistema se encuentra en una posición adecuada de solvencia y liquidez para enfrentar la materialización de escenarios tensionados. No obstante, al igual que el resto de los agentes de la economía, es importante que continúe fortaleciendo sus capacidades para enfrentar nuevos eventos adversos.

Las recientes interrupciones en la banca internacional relevan la importancia de contar con un marco de regulación y supervisión robusto, que sea adecuadamente implementado. Destaca que el marco vigente, para la industria bancaria chilena en su conjunto, tiene plenamente activos los componentes más relevantes de Basilea III tanto para liquidez como solvencia. La implementación de este nuevo esquema se inició en 2020 y se encontrará finalizado en 2025. La CMF y el Banco mantienen una estrecha coordinación para realizar pruebas de tensión al sistema bancario. Asimismo, estas instituciones cuentan con un conjunto amplio de herramientas y atribuciones legales para prevenir y enfrentar situaciones críticas.

La agenda de regulación incorpora nuevas iniciativas tendientes a fortalecer el sistema financiero chileno. En lo que se refiere a las atribuciones del Banco Central, esta considera elementos que permitirán habilitar esquemas de securitización retenida, contribuyendo a ampliar la disponibilidad de instrumentos financieros de alta calidad. También actualizar la regulación para operadores o adquirentes de tarjetas de pago, incorporando la posibilidad de desarrollar nuevos modelos de negocio. En paralelo, continúa la implementación de iniciativas ya emitidas, referentes a nuevas infraestructuras de mercado y modernización cambiaria. En materia legislativa, destaca el avance del proyecto de ley que fortalece la resiliencia del sistema financiero –recientemente ingresado al Congreso– que complementa el conjunto de herramientas para enfrentar episodios de tensión. Asimismo, se aprobó en primer trámite el proyecto de ley de deuda consolidada, que mejorará la gestión de riesgo de crédito de los intermediarios financieros y la capacidad de monitoreo de las autoridades financieras. Además, la CMF y el Banco Central, en coordinación con el Ministerio de Hacienda, están elaborando una propuesta para perfeccionar el marco de resolución bancaria. Por último, se espera que en el corto plazo se reactive la discusión sobre la adopción de un esquema de capital y supervisión basado en riesgos para la industria de seguros, sector que juega un rol clave en la economía local.



PRINCIPALES RIESGOS

Un empeoramiento del escenario macrofinanciero global podría generar episodios de alta volatilidad, reducir la liquidez y gatillar salidas de capitales desde emergentes, deteriorando aún más las condiciones financieras. En los países desarrollados, persiste la incertidumbre en torno a la magnitud y extensión de vulnerabilidades latentes en el sector financiero, tanto bancario como no bancario. Un recrudescimiento del escenario, además de elevar la volatilidad y premios por riesgo, podría gatillar salidas de capitales desde economías emergentes, reduciendo la disponibilidad de financiamiento. Esto se da en un contexto donde los bancos centrales enfrentan elevada persistencia inflacionaria, la cual podría requerir mantener un tono contractivo de política monetaria por más tiempo que lo esperado, hasta que la inflación muestre señales claras de ceder.

A nivel local, es fundamental continuar con el proceso de ajuste de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en los últimos años, recomponiendo la capacidad para enfrentar nuevos shocks. En su tránsito por la pandemia, los distintos agentes en la economía chilena hicieron uso de sus ahorros y aumentaron su endeudamiento para enfrentar la mayor crisis de los últimos tiempos. Como se ha destacado en Informes anteriores, es crucial recomponer dichas capacidades, toda vez que permitirán enfrentar de mejor manera potenciales nuevos eventos adversos.

Las capacidades para enfrentar nuevos shocks se han ido reconstruyendo a distintas velocidades entre agentes. Destaca el rezago de los hogares, que muestran un significativo deterioro en su posición financiera. Hacia adelante es fundamental priorizar iniciativas que fomenten el ahorro. Además, se deben evitar medidas que afecten el normal funcionamiento del sistema financiero, que eleven la incertidumbre y el costo de financiamiento, o que reduzcan su capacidad para amortiguar shocks negativos.

En la Reunión de Política Financiera del primer semestre de 2023, el Consejo del Banco Central de Chile acordó activar el Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC) para la banca por una magnitud de 0,5% de los activos ponderados por riesgo, con plazo de un año para su implementación. El RCC es un requerimiento de carácter macroprudencial cuyo objetivo es aumentar la resiliencia de la economía frente a escenarios de estrés severos, producto de riesgos de carácter sistémico. El requerimiento consiste en la acumulación de un colchón de capital para que esté disponible frente a escenarios de estrés severos. El Consejo ha activado el RCC como una medida precautoria ante la mayor incertidumbre externa (Capítulo I). No obstante que el escenario macroeconómico ha evolucionado en línea con lo previsto, ha aumentado el riesgo de ocurrencia de un shock externo severo. Aunque su probabilidad es baja, su impacto negativo en la economía sería significativo. En dicha circunstancia, la liberación del RCC previamente constituido ayudará a mitigar los impactos respecto de la evolución del crédito a hogares y empresas (Capítulo II). El Consejo estima que, considerando el actual nivel de capitalización, las holguras disponibles de la banca (Capítulo III), el nivel de cargo de RCC y el plazo definido para enterarlo, su activación tendrá efectos acotados y transitorios en la evolución del crédito (Capítulo IV). Además, la implementación del RCC se enmarca en un contexto donde es necesario que todos los actores de la economía sigan recomponiendo sus capacidades para enfrentar posibles eventos adversos. La definición del nivel y plazo del RCC cuenta con el informe previo favorable de la Comisión para el Mercado Financiero.



I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS

Desde el IEF anterior, el escenario macrofinanciero externo se deterioró. En un contexto de retiro del estímulo monetario, tras años de tasas de interés bajas y amplia liquidez, algunos bancos comerciales en EE. UU. sufrieron retiros de depósitos y caídas en sus precios de activos que generaron la quiebra de varias instituciones. Estos eventos se convirtieron en una importante fuente de riesgos para la estabilidad financiera global. A lo anterior se suma que el proceso inflacionario en el mundo no ha cedido a la velocidad esperada, lo que ha obligado a que los bancos centrales mantengan su política monetaria en terreno contractivo por más tiempo de lo esperado. En este escenario, se configuran algunos focos de vulnerabilidad, como las potenciales debilidades latentes en la banca global y la incertidumbre acerca de las condiciones crediticias. A estas se agregan el bajo dinamismo del sector inmobiliario chino, la creciente exposición de instituciones financieras no bancarias, y el proceso de fragmentación financiera que ha seguido a los conflictos geopolíticos. En el ámbito local, la incertidumbre ha disminuido en lo más reciente y, en general, los mercados no se han visto afectados por las turbulencias bancarias globales iniciadas en marzo. De hecho, ha habido una menor volatilidad del peso y una caída marginal tanto en volatilidad como en el nivel de las tasas soberanas de largo plazo. Hacia adelante, una amenaza para Chile, y las economías emergentes en general, es que un empeoramiento del escenario internacional gatille nuevos episodios de tensión financiera, volatilidad de los precios de activos y salidas de flujos de capitales, que afecten la liquidez y el financiamiento en moneda extranjera. En esta coyuntura resalta la necesidad de priorizar medidas y políticas orientadas a favorecer un ahorro estable de largo plazo y evitar aquellas que resten capacidad al mercado de capitales para contribuir a amortiguar *shocks*.

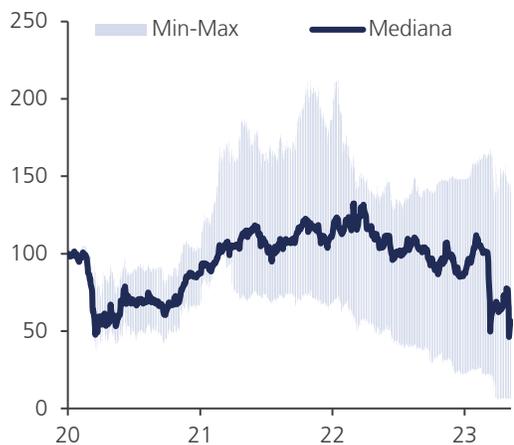
SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

Las recientes turbulencias globales originadas en el sector bancario de ciertas economías avanzadas, fueron contenidas por la reacción de política, aunque persisten efectos en volatilidad y precios de activos. Tras un prolongado período de abundante liquidez y tasas bajas, el ajuste monetario dejó de manifiesto distintos problemas en algunos bancos en economías avanzadas. A principios de marzo, la quiebra de varios bancos regionales en EE.UU. —después de retiros importantes de depósitos bancarios y reportes de pérdidas relevantes— repercutió en la valoración de mercado de dichas instituciones (gráfico I.1). Los precios de acciones bancarias retrocedieron cerca de 40% en promedio, los rendimientos de bonos de gobierno de menores plazos disminuyeron y se vieron aumentos en la volatilidad, especialmente en el mercado de renta fija (gráfico I.2). Este episodio dejó de manifiesto debilidades de regulación y supervisión, así como de gestión de riesgos en las entidades afectadas (Capítulo IV). La reacción oportuna y coordinada de las autoridades y la inyección de liquidez extraordinaria al sistema bancario en EE.UU. —por un monto cercano a US\$959 mil millones entre marzo y abril (anexo estadístico)— permitió contener los efectos, limitando la propagación hacia otros bancos y economías.



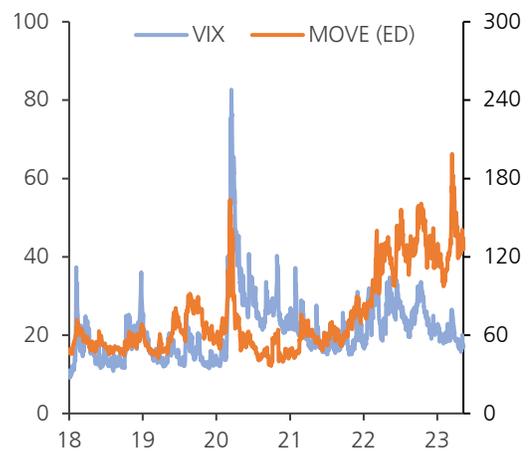
Se espera que el proceso de contracción monetaria en avanzados continúe hasta que la inflación muestre señales claras de ceder. Tras las turbulencias del sector bancario internacional, el mercado esperaba una pausa en el proceso de ajuste monetario por parte de los principales bancos centrales del mundo (IPoM, marzo 2023). No obstante, gran parte de dichas autoridades optaron por mantener el curso de su política monetaria para continuar con el proceso del control inflacionario, aunque moderando el tono comunicacional hacia uno menos restrictivo. En este contexto, desde marzo la Fed y el Bank of England subieron sus tasas en 50pb, el Banco Central Europeo lo hizo en 75pb, mientras que algunos bancos centrales de economías emergentes han continuado subiendo o mantenido sus tasas de política monetaria en niveles elevados (gráfico I.3). En tanto, las tasas soberanas de avanzados y emergentes se han mantenido en niveles similares al IEF anterior (anexo estadístico), mientras que el premio por riesgo global ha disminuido en cerca de 60 pb (gráfico I.4).

GRAFICO I.1 EVOLUCIÓN BURSÁTIL DE LOS BANCOS MÁS AFECTADOS EN EE. UU. Y ZONA EURO (*)
(índice, base 100 = ene.20)



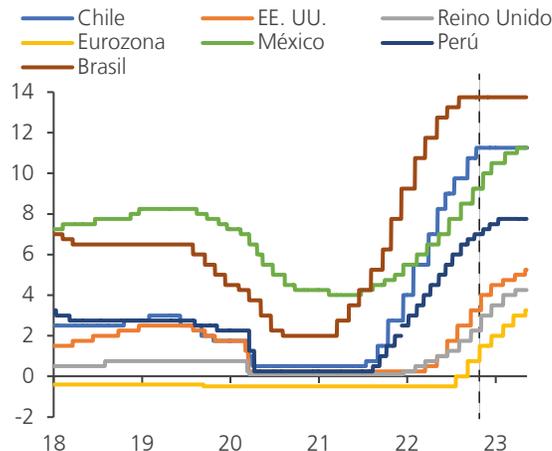
(*) Min-Max corresponden al mínimo y máximo de la distribución. Los bancos considerados son los siguientes: New York Community Bancorp, Pacwest Bancorp, Western Alliance, First Horizon, Credit Suisse, UBS.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRAFICO I.2 ÍNDICES DE VOLATILIDAD IMPLÍCITA (*)
(porcentaje, índice)



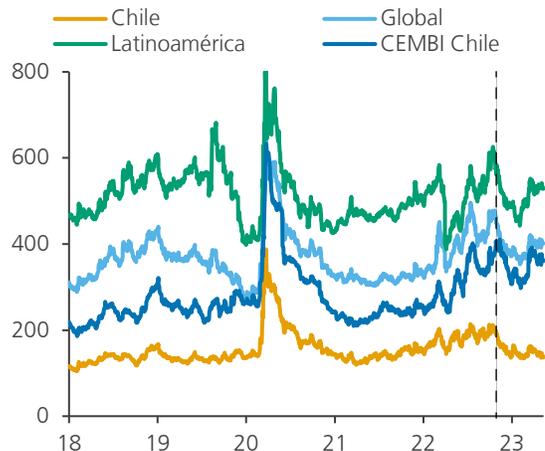
(*) VIX: volatilidad implícita en opciones a un mes sobre el S&P500. MOVE: índice de volatilidades implícitas en opciones a un mes sobre bonos del Tesoro de EE. UU. a 2, 5, 10 y 30 años.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRAFICO I.3 TASAS DE POLÍTICA MONETARIA (*)
(porcentaje)



(*) Línea vertical corresponde a fecha de publicación del IEF del segundo semestre de 2022.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRAFICO I.4 EMBI (*)
(puntos base)



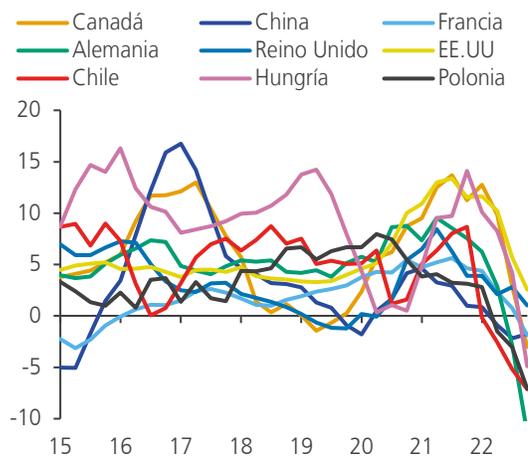


Los precios del sector inmobiliario internacional continúan debilitados tras la pandemia. A nivel global, el sector inmobiliario comercial ha perdido dinamismo, en línea con condiciones financieras más estrechas, lo que ha provocado una caída transversal en los precios reales de las viviendas tanto en emergentes como en desarrollados (gráfico I.5). En China, persisten algunos focos de preocupación vinculados al alto nivel de endeudamiento de las empresas del sector y de los gobiernos locales (anexo estadístico). En Alemania, en tanto, los precios de la vivienda disminuyeron 11,4% interanual en el último trimestre como consecuencia de una menor demanda por costos de financiamiento más elevados. En Chile, los precios disminuyeron en línea con sus fundamentos, con caídas concentradas en viviendas usadas (Capítulo II).

El creciente sector financiero no bancario internacional ha aumentado su apalancamiento financiero, exposición a activos poco líquidos, e interconexiones con el sector bancario. Los fondos de pensiones, hedge funds, aseguradoras y otras instituciones financieras no bancarias han crecido de forma importante en los últimos años, alcanzando cerca de 50% de participación en los activos financieros globales ([Financial Stability Board, 2022c](#)). Dicho crecimiento se ha visto acompañado de un incremento en su nivel de apalancamiento en instrumentos de deuda y derivados para fomentar sus inversiones y sus interconexiones con el resto de los agentes de mercado. Entre las vulnerabilidades que se observan, se encuentra la creciente participación de activos poco líquidos en los portafolios de estas entidades. Así, en la última década, algunos fondos mutuos y compañías de seguros aumentaron su tenencia de este tipo de activos hasta alcanzar cerca de 20% de sus portafolios (gráfico I.6). Por otra parte, las instituciones financieras no bancarias han incrementado sus interconexiones con el sistema bancario, lo que se ha visto reflejado en un aumento de los vínculos transfronterizos de la banca con dichas instituciones ([GFSR, abril 2023](#)).

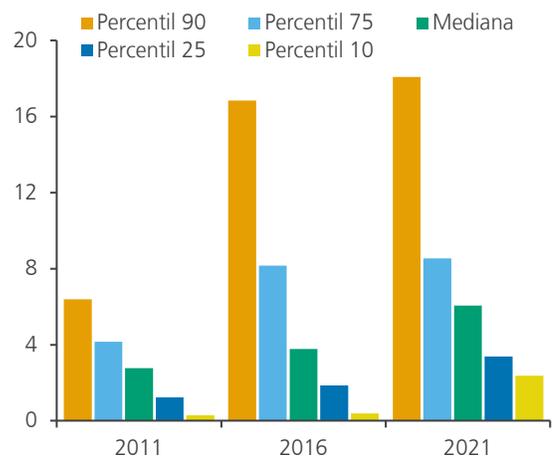
Los riesgos de fragmentación financiera por conflictos geopolíticos continúan vigentes. Las tensiones entre Rusia y Ucrania no han cedido en los últimos meses. Sin embargo, los efectos financieros de este conflicto no han tenido un impacto relevante en precios de activos financieros en lo más reciente. De todos modos, una profundización del conflicto geopolítico puede contribuir a un incremento en la volatilidad de precios de activos, así como también a interrupciones en flujos de comercio y reversión de flujos de capitales en Europa que pueden afectar especialmente a economías emergentes ([GFSR, abril 2023](#)).

GRAFICO I.5 PRECIOS REALES DE VIVIENDA (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Para el caso de Chile se utiliza el Índice de Precios reales de Vivienda (IPV). Último dato al cuarto trimestre de 2022.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de OCDE.

GRAFICO I.6 ACTIVOS ILÍQUIDOS EN PORTAFOLIOS DE COMPAÑÍAS DE SEGUROS GLOBALES
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y [GFSR abril 2023](#).



SITUACIÓN FINANCIERA LOCAL

El mercado financiero local no se ha visto mayormente afectado por las turbulencias bancarias en avanzados. El indicador de incertidumbre político-económica (DEPUC) tuvo una reducción importante desde el IEF anterior. Si bien se constató un incremento de esta medida en torno a la ocurrencia de los eventos de la banca internacional en marzo, dicho aumento se revirtió, ubicándose el indicador actualmente algo por sobre su promedio histórico (anexo estadístico). Se observó además un impacto acotado al alza en la volatilidad de tasas soberanas (gráfico I.7), mientras que la volatilidad del tipo de cambio se redujo (gráfico I.8). Así, ante el mejor funcionamiento del mercado cambiario, el Consejo del BCCh decidió iniciar a fines de abril el proceso de reducción gradual de sus operaciones forward en este mercado. En tanto, respecto del IEF previo, el peso chileno se apreció en torno a \$180 por dólar, las tasas de interés soberanas de largo plazo en pesos y UF descendieron cerca de 115 y 60 pb, respectivamente (gráfico I.9), y la bolsa local aumentó su valoración en alrededor de 8%.

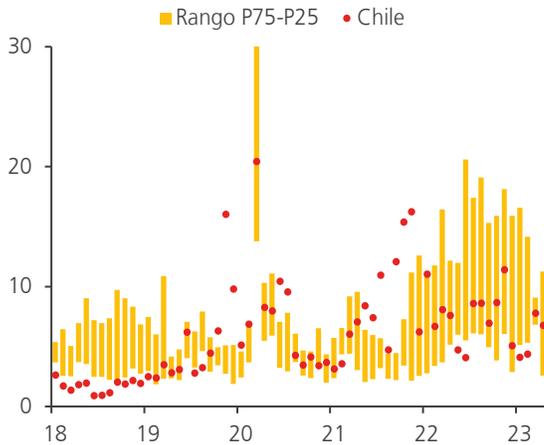
Diversos indicadores de profundidad del mercado de capitales local han disminuido en los últimos dos años, tanto los que miden liquidez como tamaño de mercado (Recuadro I.1). Si bien la liquidez se ha reducido en varias economías latinoamericanas, el descenso ha sido más intenso en el mercado de renta fija y renta variable chileno. A su vez, los indicadores de tamaño de mercado dan cuenta de una reducción en algunos mercados que han funcionado en el pasado como *buffers* frente a fluctuaciones y *shocks* externos, como los activos en fondos de pensiones, los cuales se redujeron desde poco más de 80% hacia fines de 2019 a 56% en lo más reciente (gráfico I.10) y las posiciones de compra y venta totales en el mercado de derivados del mercado cambiario formal también registraron una disminución (anexo estadístico).

En lo más reciente, el mercado de renta fija local ha mostrado una reactivación en emisiones de bonos. Desde inicios de año se ha registrado un aumento en las emisiones de bonos bancarios y, a partir de abril, de emisiones corporativas (gráfico I.11). Pese a este mayor volumen, las transacciones en el mercado de renta fija continúan en niveles bajos en perspectiva histórica (gráfico I.12), con premios por riesgo —especialmente los del sector corporativo— que se ubican entre 30 y 45pb sobre el promedio de los últimos 15 años (gráfico I.13).

Los fondos de pensiones han incrementado su participación en renta fija de forma gradual en los últimos meses ante la ausencia de nuevos retiros anticipados de ahorros previsionales y traspasos acotados entre multifondos. Los fondos de pensiones han ajustado la composición y duración de su cartera de inversiones (anexo estadístico), incrementando su participación en instrumentos de renta fija local —ante las nuevas emisiones por parte del sector bancario, corporativo y gobierno— y reduciendo su posición en renta variable internacional. Por otro lado, los fondos mutuos han mejorado su posición de liquidez desde principios de año. En particular, los fondos mutuos tipo 3 han aumentado su participación en bonos de gobierno, mientras que los fondos mutuos tipo 1 han recompuesto su cartera, incrementando su participación en depósitos a plazo en los últimos meses, los que, en conjunto con los PDBC, representan cerca de 95% del total de la cartera. En tanto, hacia fines del año pasado algunas compañías de seguros de vida han visto disminuida su suficiencia de activos debido al cambio de pendiente experimentado por la curva de tasas de interés. Además, a nivel general, la menor actividad del sector inmobiliario no ha tenido un impacto significativo sobre el endeudamiento y la holgura patrimonial de las compañías de seguros de crédito (anexo estadístico).



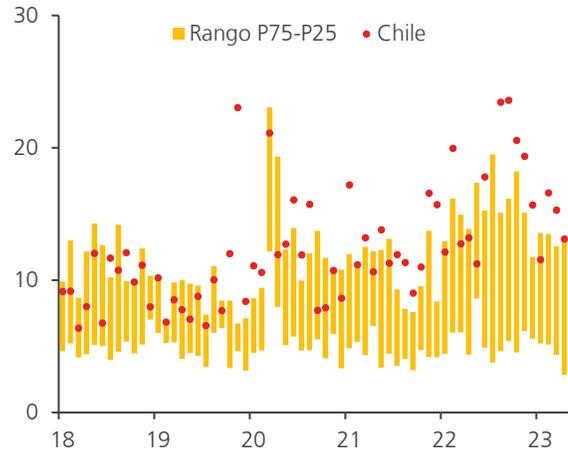
GRÁFICO I.7 VOLATILIDAD DE TASAS DE INTERÉS SOBERANAS DE ECONOMÍAS EMERGENTES (*) (puntos base)



(*) Emergentes incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. Desviación estándar anualizada del cambio diario durante cada mes.

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

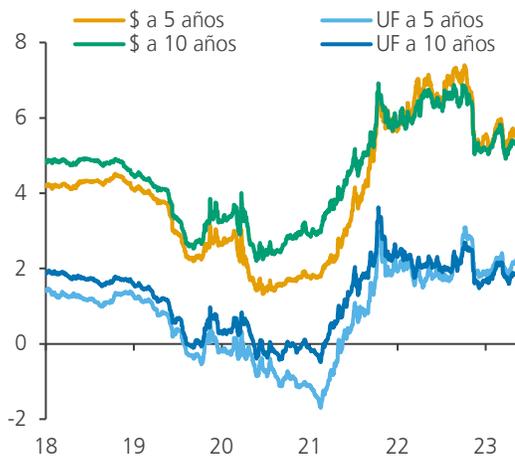
GRÁFICO I.8 VOLATILIDAD DE TIPO DE CAMBIO DE ECONOMÍAS EMERGENTES (*) (porcentaje)



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

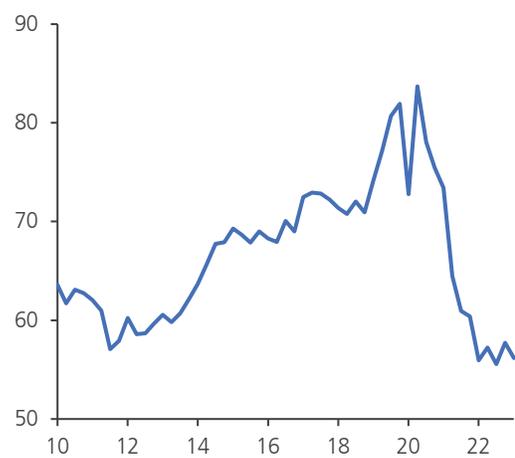
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRÁFICO I.9 TASAS BENCHMARK MERCADO DE RENTA FIJA LOCAL (puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.

GRÁFICO I.10 ACTIVOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES(*) (porcentaje del PIB)

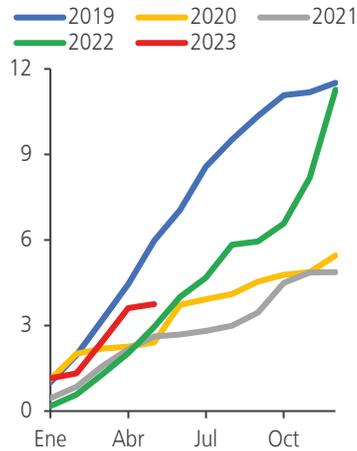


(*) Se utilizan datos de PIB trimestral a precios corrientes, acumulando 4 trimestres móviles, y datos mensuales de activos totales del sistema de fondos de pensiones, considerando el último mes de cada trimestre. PIB del primer trimestre de 2023 se calcula en base a la Encuesta de Expectativas Económicas.

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



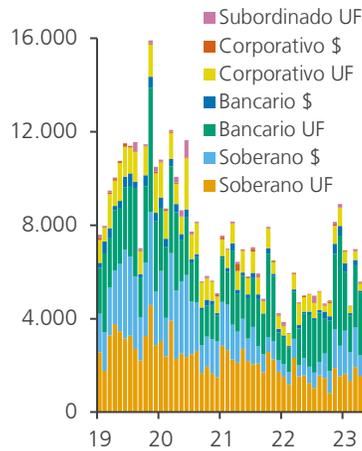
GRÁFICO I.11 EMISIONES DE BONOS EN MERCADO LOCAL (*)
(miles de millones de US\$)



(*) Datos al 11 de mayo de 2023. Datos de cada mes corresponden a las emisiones acumuladas desde principios de año hasta dicho mes. Considera emisiones en pesos y en UF en mercado local realizadas a través de la Bolsa de Santiago.

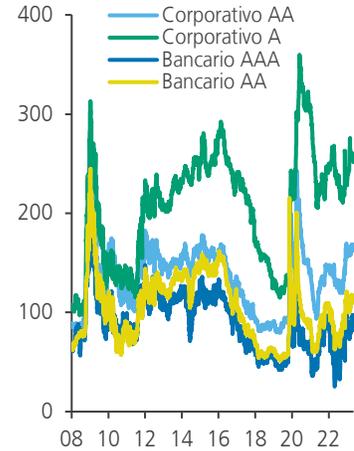
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bolsa de Comercio de Santiago y Depósito Central de Valores.

GRÁFICO I.12 TRANSACCIONES RENTA FIJA
(miles de millones de pesos)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Depósito Central de Valores.

GRÁFICO I.13 SPREADS POR RIESGO
(puntos base)



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

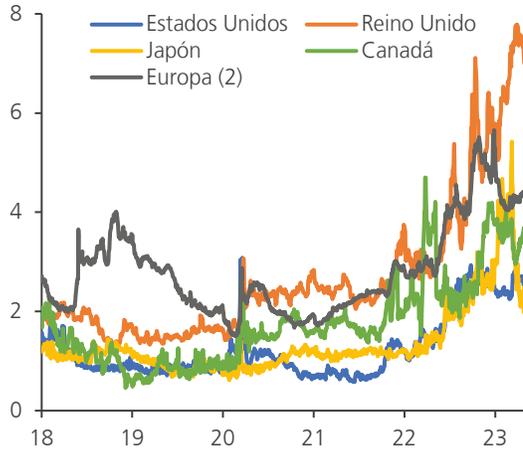
AMENAZAS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Un empeoramiento del escenario financiero global podría generar episodios de alta volatilidad, menor liquidez en moneda extranjera y salida de capitales desde emergentes. Las condiciones de liquidez se han estrechado entre economías avanzadas en un contexto de normalización monetaria (gráfico I.14). Un escenario de riesgo donde las tasas de política monetaria deban permanecer elevadas por más tiempo de lo esperado debido a la persistente inflación, junto con nuevas turbulencias en la banca global, podría gatillar incrementos abruptos en los premios por riesgo y profundizar salidas de capitales por parte de inversionistas no residentes desde países emergentes desde mediados de abril (gráfico I.15).

El potencial deterioro de condiciones financieras externas podría tener efectos negativos particularmente en ciertos sectores que aún no se recuperan del todo desde la pandemia, como el inmobiliario. Los episodios de tensión recientes en la banca de EE. UU. podrían presionar los premios por riesgo de algunos sectores y países donde persisten desequilibrios estructurales, como es el caso del mercado inmobiliario en China, que podría traer consigo riesgos para la estabilidad financiera (Hilbers et al., 2001). Por otra parte, en los últimos años las instituciones financieras no bancarias han cobrado mayor importancia en el sistema financiero global. Dado lo anterior, la creación de mecanismos que permitan la correcta y oportuna regulación, supervisión, control y resolución de estas entidades (GFSR, abril 2023), toda vez que eventuales interrupciones en este mercado pueden constituir canales de transmisión de estrés financiero hacia el resto del sistema.

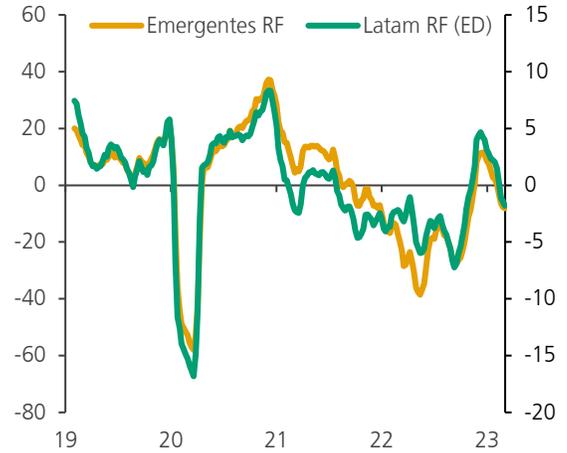


GRAFICO I.14 CONDICIONES DE LIQUIDEZ EN EL MERCADO DE DEUDA SOBERANA (1) (puntos base)



(1) 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). (2) Europa: promedio simple de Alemania, Italia, España y Francia.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRAFICO I.15 FLUJOS DE RENTA FIJA DE NO RESIDENTES(*) (miles de millones de dólares)



(*) Corresponde a la suma móvil de 12 semanas.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de EPFR.

Un eventual recrudescimiento de las condiciones financieras externas encontraría a la economía local aun resolviendo los desequilibrios de gasto de los últimos años. El proceso de ajuste de la economía ha sido algo más lento que lo previsto, con una inflación que sigue elevada. En el ámbito financiero, el mercado de capitales ha mostrado señales incipientes de mayor dinamismo, con nuevas emisiones de bonos. Hacia adelante, es crucial la priorización y promoción de políticas que incentiven el ahorro de largo plazo, de modo que el mercado de capitales recupere su capacidad como amortiguador de shocks externos y facilitador de financiamiento de largo plazo.



RECUADRO I.1:

Evolución reciente de la profundidad del mercado financiero local

El concepto de profundidad de mercado ha sido ampliamente estudiado en la literatura, vinculándose a la demanda por liquidez de sus agentes, y a la formación de precios de activos. La profundidad se asocia a la capacidad que tiene un mercado para absorber cambios en cantidades, sin alterar los precios de forma significativa ([Kyle, 1985](#)), y a la capacidad que posee para calzar los flujos de compra y venta de sus participantes ([Grossman y Miller, 1988](#)). Dichos conceptos se asocian a la preferencia por liquidez que tienen los agentes de la economía ([Keynes, 1936](#)), que puede analizarse mediante la medición de indicadores de mercado tales como las transacciones, cambios de precios y volúmenes de negociación ([Black, 1971](#)).

Existen diversas métricas para cuantificar la liquidez de los mercados financieros. Dentro de las más utilizadas se encuentran el *spread* entre el precio de oferta y demanda (*bid-ask*), volumen transado, rotación (*turnover*), volatilidad de precios de activos, y duración, entre otros. Asimismo, existen mediciones adicionales que se asocian de forma indirecta a la liquidez de mercado, tales como el total de activos de un mercado y las posiciones netas de sus agentes participantes. Dichas mediciones han sido extensamente analizadas en la literatura para distintos tipos de mercados ([Engle y Lange, 2001](#); [BIS, 2016](#); [Pham et al., 2020](#)).

Desde fines de 2017, los indicadores de liquidez en los mercados de renta fija y variable en Latinoamérica han mostrado deterioros, que han sido algo más intensos en Chile. En el mercado de renta fija local se constata un empeoramiento en indicadores de liquidez, que se ha traducido en un incremento en las tasas de interés y su volatilidad. También se registra una disminución en las emisiones netas de bonos –descontadas las amortizaciones y prepagos– en dicho periodo (tabla I.1)^{1/}. En los mercados de renta variable, el *turnover ratio* también descendió, dando cuenta de un mercado con menor rotación a la exhibida en 2018.

La reducción de los fondos de pensiones, gatillada por los retiros, también afectaron la disponibilidad de derivados cambiarios. El tamaño de los fondos de pensiones –medido como activos sobre PIB– del sistema chileno tuvo una baja relevante tras los retiros, comparable con lo visto en Perú (gráfico I.16). En el mercado de derivados local se registró una disminución en las posiciones netas (tanto de compra como de venta) del mercado cambiario formal (MCF) (gráfico I.17), destacando el descenso de las posiciones de compra y venta de los fondos de pensiones (Capítulo I). Asimismo, los montos totales de las posiciones en el mercado de derivados de tipo de cambio (suma de posiciones de compra y venta) tuvieron una importante caída en los últimos dos años, lo que daría cuenta de menores montos transados en este mercado (anexo estadístico).

Un mercado de capitales con mayor liquidez permite sostener apropiadamente el financiamiento de largo plazo, a un costo más bajo, a la vez que mitiga el impacto de los *shocks* externos. Como ha sido reportado en Informes previos, un mercado profundo facilita el acceso a liquidez, tanto para empresas como personas, apoyando el crecimiento económico y la generación de empleo, mediante un incremento en la inversión y mayor acceso a bienes durables ([Céspedes y Carrière-Swallow, 2013](#)). Asimismo, reduce la dependencia de financiamiento externo y posibilita el desarrollo del mercado de derivados, con la consecuente menor exposición a riesgo cambiario ([IEF primer semestre de 2022](#)). También, un mercado de capitales profundo facilita la acumulación de ahorro de la economía, mejorando el acceso a financiamiento de largo plazo ([IEF segundo semestre de 2021](#)). Finalmente, actúa como un mecanismo de absorción de *shocks* externos ([Hausmann y Gavin, 1996](#)), mitigando sus efectos sobre los agentes locales ([Berstein y Marcel, 2019](#)), rol que se ha visto disminuido en los últimos años ([IEF segundo semestre 2022](#)). Esto último cobra relevancia en el contexto actual de mayor incertidumbre global y mayores vulnerabilidades de los mercados financieros internacionales (Capítulo I).

^{1/} Durante el mes de abril, se ha constatado una incipiente recuperación de las emisiones de bonos en el mercado de renta fija local, en donde los principales demandantes han sido los fondos de pensiones (Capítulo I).



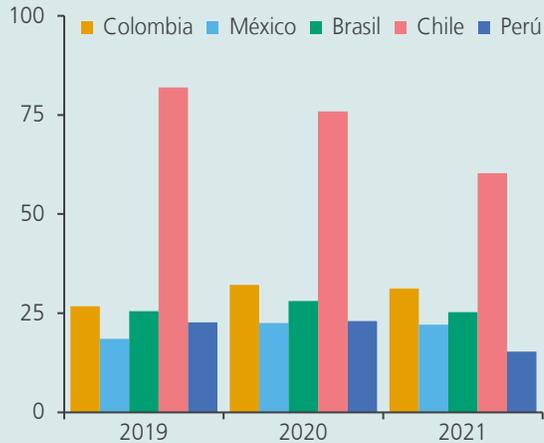
TABLA I.1 MEDIDAS DE LIQUEDEZ DE MERCADO DE RENTA FIJA Y RENTA VARIABLE. 2017-2023

Indicador (1)	Chile	Peru	Brasil (2)	Colombia	México
Tasa (%)	●	●	●	●	●
Duración	●	●	●	●	●
Volatilidad (3)	●	●	●	●	●
Emisiones Netas (USD MM)	●	●	●	●	●
Turnover Índices Accionarios (4)	●	●	●	●	●

(1) Datos consideran información hasta marzo de 2023. Señalización en verde (rojo) muestran una mejora (empeoramiento) del indicador entre el último semestre de 2017 y el período reciente (últimos seis meses). En el caso de las emisiones netas, se considera como período inicial el semestre comprendido entre cuarto trimestre de 2017 y primer trimestre de 2018, mientras que el período final considera el semestre comprendido por el segundo y tercer trimestre de 2022. (2) Promedio ponderado por el monto de emisión de tasas soberanas y corporativas, en moneda local e indexadas a la inflación (Chile y Brasil), a distintas madureces. Datos de tasas para Brasil consideran "Brazil Letras Financeiras do Tesouro" desde 2018 a la fecha. (3) Volatilidad utiliza el método de Parkinson para las series de bonos a 10 años nominales benchmark para cada país. (4) Media móvil de seis meses de series estandarizadas por el PIB de cada economía.

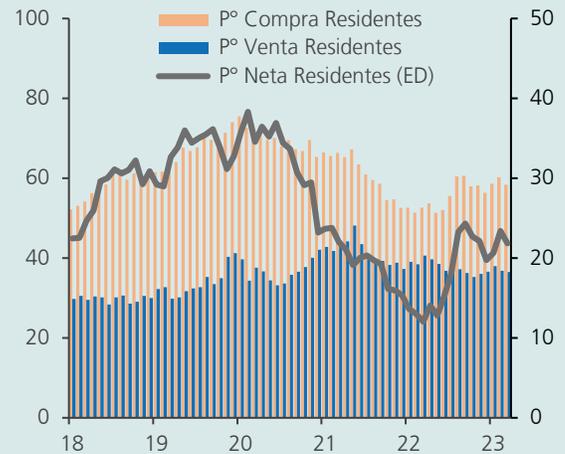
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y BIS.

GRAFICO I.16 EVOLUCIÓN DE ACTIVOS DE FONDOS DE PENSIONES (activos como % del PIB)



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

GRAFICO I.17 POSICIÓN DE DERIVADOS EN MCF (miles de millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información del Sistema Integrado de Información sobre Transacciones de Derivados (SIID-TR).



II. USUARIOS DE CRÉDITO

La situación financiera de empresas y hogares se ha estrechado frente a un escenario económico más desafiante e incierto. Destacan un mayor costo de financiamiento, estándares de otorgamiento de crédito más restrictivos y una demanda más débil. Persiste la debilidad del sector construcción e inmobiliario, que enfrenta un mercado menos dinámico y mayores restricciones de crédito, tanto a proyectos inmobiliarios como a créditos hipotecarios. Los hogares presentan una posición financiera más deteriorada, con una significativa reducción del ahorro y de su riqueza financiera neta. Sus indicadores de impago aumentaron, con mayor intensidad en deudas de tarjetas y líneas de crédito, y entre deudores de menores ingresos. Pese a la reciente estabilización en la trayectoria de la deuda soberana, el espacio fiscal para enfrentar nuevos *shocks* se ha estrechado. Una caída abrupta de la actividad y/o mayores restricciones de financiamiento afectaría la capacidad de los agentes para cumplir con sus compromisos financieros. Esto es especialmente relevante para ciertos grupos de riesgo, ya identificados en Informes anteriores.

EMPRESAS

Al cierre de 2022, el endeudamiento agregado de las empresas se ubicó en un nivel similar al registrado al inicio de la pandemia y lo reportado en el IEF anterior. Tras una leve disminución, asociada mayormente al componente bancario y préstamos externos, el endeudamiento agregado se ubicó en 117% del PIB (gráfico II.1)^{1/}. Esto se produjo en un contexto donde el crecimiento del crédito bancario local se redujo desde la segunda mitad de 2022 (Capítulo III). Por su parte, la emisión de bonos corporativos, que se mantenía debilitada hacia fines de 2022, registró una incipiente recuperación a partir de abril de este año (gráfico I.11).

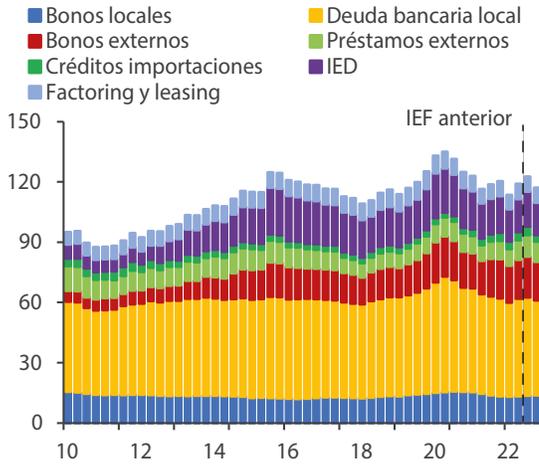
Las empresas de mayor tamaño, que reportan a la CMF, continuaron elevando su rentabilidad, con endeudamiento, cobertura de intereses y liquidez retornando a niveles previos a la pandemia. La rentabilidad sobre activos alcanzó 9,2% a fines de 2022, lo que corresponde al máximo observado desde el año 2004 (gráfico II.2). Cabe destacar que, al excluir el sector de transporte y telecomunicaciones, este indicador llega a 7,1%. Por su parte, la cobertura de intereses se ubicó en 3,9 veces los gastos financieros. De esta forma las empresas que no lograrían cubrir dos veces sus gastos financieros equivalen a 31% de los activos del sector corporativo^{2/}. El endeudamiento y la liquidez se ubican en niveles cercanos al 2019 (anexo estadístico). Por su parte, en un entorno de alta volatilidad cambiaria como se observó en 2022, los descalses de este grupo de empresas se mantuvieron acotados por la activa gestión de coberturas que realizan (anexo estadístico). Respecto de los dividendos, información preliminar a mayo de 2023 indica que la distribución de dividendos se ha mantenido por sobre los niveles observados en los años 2019 y 2020, en línea con lo señalado en el IEF del primer semestre del 2022. Finalmente, la situación de las isapres se ha ido agudizando. Si bien la exposición directa del sector financiero es acotada, la actual situación amerita particular atención, atendidos los posibles impactos indirectos sobre el sector salud en general.

^{1/} En el cálculo de la deuda se excluyen los bancos. Lo anterior, 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.

^{2/} Esta cifra es 8pp superior a lo reportado en el IEF anterior y se encuentra por sobre su promedio del último lustro (25%).

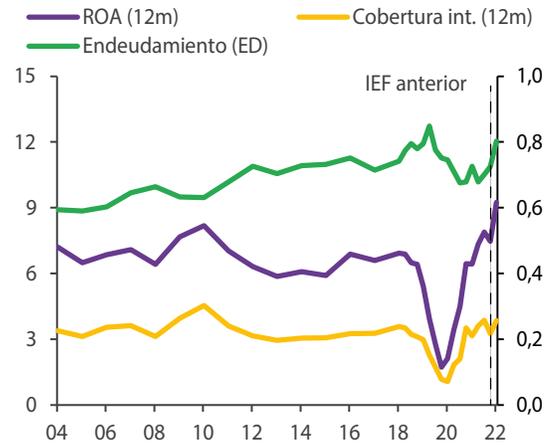


GRAFICO II.1 DEUDA DE EMPRESAS NO BANCARIAS (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Basado en información a nivel de empresas con excepción de factoring, leasing y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. Datos trimestrales. Mayor detalle en 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 2018. Rentabilidad de activos (ROA): utilidad acumulada en 12 meses antes de gastos financieros e impuestos, sobre activos totales. Cobertura de intereses: utilidad en 12 meses antes de impuestos y gastos financieros, sobre los gastos financieros. Endeudamiento: razón deuda a patrimonio. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

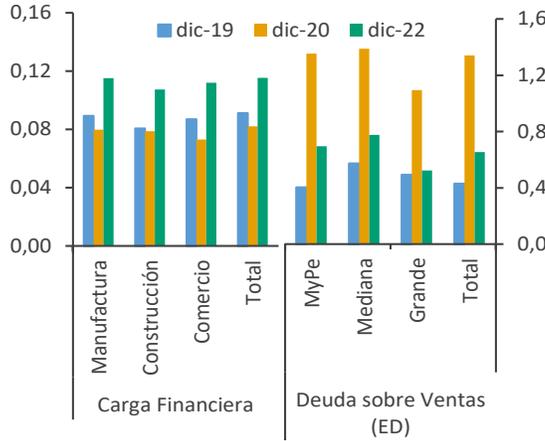
Las empresas que se financian con la banca han presentado, desde 2021, una reducción gradual en su endeudamiento, sin embargo, el alza en las tasas de interés ha elevado su servicio de deuda. Este ajuste en el endeudamiento bancario local se explica por el menor dinamismo del crédito, en conjunto con el repago de los créditos Fogape^{3/}. La carga financiera sobre ventas se mantiene por sobre lo registrado durante el período previo a la pandemia, en particular entre empresas Pyme, y en los sectores comercio, construcción y manufactura. Esto es reflejo del mayor uso de financiamiento de menores plazos entre empresas, lo que representa una vulnerabilidad en un ambiente de mayores tasas de interés (gráfico II.3). Cabe destacar que la situación financiera también se ha mantenido estrecha por la lenta recuperación de los márgenes operacionales –ingreso por venta de productos menos gasto por compra de insumos– en particular entre las empresas de menor tamaño (IPoM, marzo 2023).

El impago bancario mostró nuevos aumentos, retornando al nivel del inicio de la pandemia. El índice de cuota impaga aumentó desde 1,3% de las colocaciones en junio de 2022 a 1,7% en marzo de 2023. Estas cifras, sin ponderar por deuda, representan 8 y 10% del total de empresas en el mismo período. Cabe notar que, en los últimos meses el número de firmas con impago más reciente –hasta 6 meses– alcanzó máximos desde 2009, lo que sugiere presiones financieras en el sector que aún deben resolverse (anexo estadístico). El mayor impago sigue concentrado en las empresas con créditos reprogramados y Fogape, como se destacó en Informes anteriores (gráfico II.4). En estos grupos, destaca el incumplimiento de empresas Pyme y grandes de los sectores comercio, construcción y aquellas que prestan servicios financieros a inmobiliarias (gráfico II.5).

^{3/} El *peak* de endeudamiento de las empresas en 2020, y su posterior normalización en 2021, se encuentra analizado en profundidad en la [Serie Económica Financiera de marzo 2023](#).

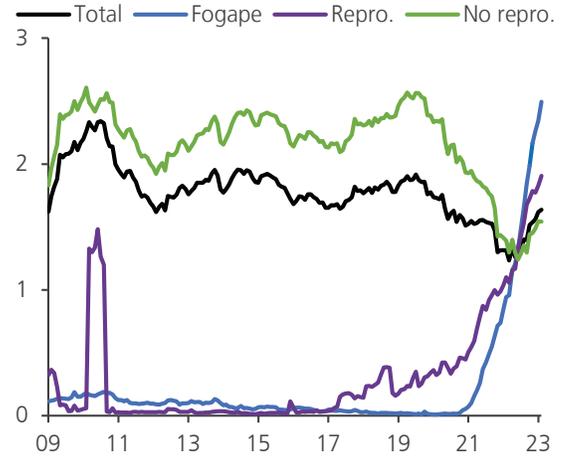


GRAFICO II.3 ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA (*)
(veces ventas mensuales, mediana)



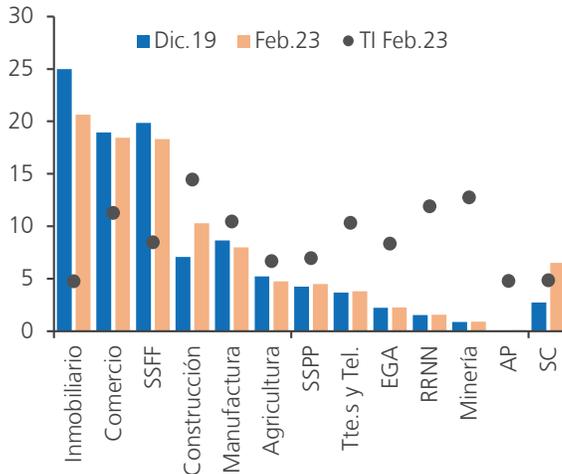
(*) Empresas con financiamiento bancario local. No considera personas. Estratos de ventas definidos a diciembre 2021: Empresa MyPe (ventas menores a 25.000 UF anuales), Mediana (ventas entre 25.000 y 100.000 UF anuales) y Grande (ventas mayores a 100.000 UF anuales)
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SII.

GRAFICO II.4 INDICE DE CUOTA IMPAGA (*)
(porcentaje de las colocaciones por grupo)



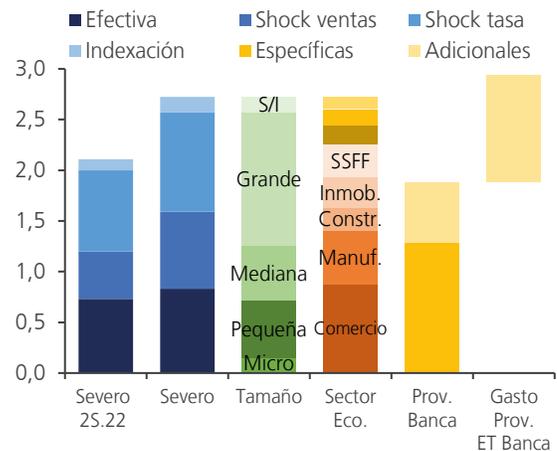
(*) Empresas con financiamiento bancario local. Categorías de Reprogramados y Fogape no son excluyentes entre sí. Fogape corresponde a Covid y Reactiva.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

GRAFICO II.5 EXPOSICIÓN Y TASA DE IMPAGO (*)
(porcentaje de colocaciones comerciales)



(*) Empresas con financiamiento bancario local. No considera créditos a personas. Exposición considera créditos comerciales y comex. Tasa de impago calculada como el número de empresas en incumplimiento sobre el número total de empresas de dicho sector.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SII.

GRAFICO II.6 DEUDA COMERCIAL EN RIESGO (*)
(porcentaje del PIB, 2022)



(*) Empresas con financiamiento bancario local. No considera créditos a personas. 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.



EJERCICIOS DE TENSIÓN PARA EMPRESAS^{4/}

Para las empresas que se financian con la banca local, la mayor exposición al riesgo de tasa de interés constituye una de sus principales vulnerabilidades. Respecto del Informe anterior, se observa un aumento de la deuda en riesgo efectiva –producto entre la deuda por empresa y su probabilidad de impago– explicado en parte por el aumento del impago materializado. Bajo un escenario de tensión severo, destaca el mayor impacto del *shock* de tasa de interés, por un mayor uso de crédito de plazos cortos. En tanto, el riesgo de indexación se ve mitigado por la menor tenencia de deuda en UF (gráfico II.6)^{5/}. Por sectores, el ejercicio sugiere que el riesgo en un escenario estresado se seguiría concentrando en comercio, manufactura, construcción e inmobiliario. Como referencia, la deuda en riesgo es inferior a la suma de las provisiones comerciales efectivas y el gasto adicional del ejercicio de estrés bancario, lo cual sugiere que la banca ha cubierto el riesgo de crédito de manera acorde con lo que se desprende de este ejercicio basado en microdatos (Capítulo III)^{6/}.

SECTOR INMOBILIARIO

Los sectores construcción e inmobiliario continúan enfrentando un mercado menos dinámico y mayores restricciones de financiamiento. Al primer trimestre de 2023, la percepción de la demanda por financiamiento de empresas inmobiliarias y constructoras había profundizado su debilidad. A su vez, los estándares de aprobación de créditos para estas empresas se habían vuelto más restrictivos (ECB y Capítulo III). Por su parte, a fines de 2022 los márgenes operacionales continuaban debilitados, especialmente en constructoras de menor tamaño. Todo lo anterior ubica a estas empresas, en especial a las constructoras, en una situación de mayor vulnerabilidad que se ha reflejado en una mayor tasa de impago.

El sector inmobiliario residencial continúa debilitado, producto de una menor demanda y condiciones de financiamiento que se han hecho más restrictivas. La demanda por crédito hipotecario se ha percibido reducida por varios trimestres (ECB y Capítulo III). Esta situación se reflejó en una importante caída en el flujo de créditos hipotecarios, que se redujo 45% real anual en 2022, en un contexto de menor venta de unidades^{7/}. Esto se suma a una menor entrada de inversionistas, ya sea, por cambios en su portafolios (institucionales) o por menor rentabilidad (inversionistas minoristas). De esta forma, se ha observado un aumento en el *stock* disponible de viviendas terminadas, cuya participación en el total aumentó desde 28% en el primer trimestre de 2022 a 42% en igual período de 2023 (gráfico II.7). Como se destacó en Informes previos, una baja participación de viviendas terminadas en el *stock* disponible permite a las empresas un mejor manejo de los efectos del ciclo de ventas sobre los precios. Este margen de ajuste se ha ido reduciendo en la medida que las ventas permanecen debilitadas y la oferta ha ido madurando. Así, de perdurar la debilidad de la demanda, las empresas podrían requerir efectuar mayores ajustes en sus precios.

^{4/} Basado en [Córdova et al. \(2021\)](#). Ejercicio tiene horizonte de un año y supone la ocurrencia de tres *shocks* simultáneos: en actividad se asume un escenario severo de caída de ventas, coherente con el presentado en el ejercicio de tensión de banca (Capítulo III); en tasas de interés comerciales se supone un aumento de 600pb; y en inflación se asume un aumento de 4pp en un año.

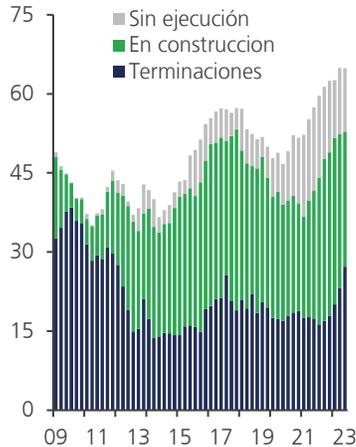
^{5/} Este ejercicio considera aumentos de la inflación que afectan directamente el pago de deudas denominadas en UF. No contempla todos los efectos adicionales de equilibrio general asociados a *shocks* inflacionarios

^{6/} Esta comparación debe ser considerada sólo 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.

^{7/} La venta de viviendas en 2022 presentó una caída de 33%, en número de unidades, respecto al promedio entre 2016 y 2019.

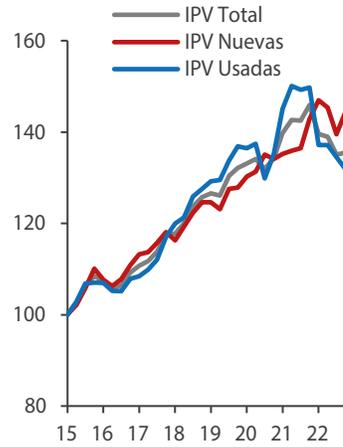


GRAFICO II.7 STOCK DE VIVIENDAS NUEVAS EN RM
(miles de unidades)



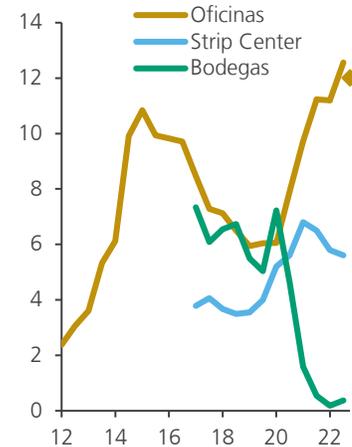
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CChC.

GRAFICO II.8 ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDAS
(índice base 100=1T.2015)



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

GRAFICO II.9 VACANCIA NO RESIDENCIAL (*)
(porcentaje)



(*) Datos semestrales, rombo indica 1T.23.
Fuente: Banco Central de Chile en base a la información de CBRE, Colliers y GPS.

El menor dinamismo se ha reflejado en menores precios, que se han ajustado de forma transversal, en línea con la evolución de ingresos y condiciones financieras. El índice de precios de vivienda nacional tuvo una caída de 7% real anual al cuarto trimestre de 2022, principalmente explicado por la reducción en los valores de las viviendas usadas^{8/} (gráfico II.8). Estos ajustes son coherentes con los movimientos en sus variables fundamentales, como ingresos de las personas y condiciones de financiamiento. El menor dinamismo también se ha visto reflejado en el mercado del arriendo, donde al primer trimestre de 2023 los precios presentaron una variación real anual de -10% en departamentos y -6% en casas, en un contexto de mayor disponibilidad de unidades para arrendar^{9/}.

En el mercado no residencial se mantuvo la tendencia observada desde el inicio de la pandemia, es decir, un mercado de oficinas con altas tasas de vacancia y una alta demanda por bodegas. Estos desarrollos responden al ajuste en curso en el mercado, con mayor preponderancia del trabajo remoto y el uso de bodegas para el comercio electrónico. Al primer trimestre de este año, la tasa de vacancia en el mercado de oficinas alcanzó entre 11% y 13% según el segmento (A/A+, B), lo que representa el doble de los valores observados antes de la pandemia, manteniendo la tendencia de los últimos tres años (gráfico II.9)^{10/}. Por su parte, la alta demanda por bodegas no ha cedido, reflejándose en niveles de vacancia cercanos a cero y con un crecimiento de 50% real anual en los precios de arriendo al cierre del 2022.

En síntesis, el sector inmobiliario ha enfrentado una menor demanda por varios trimestres, lo que se suma a un aumento de su carga financiera. Factores como la disminución en la demanda por viviendas con la correspondiente acumulación de existencias, alza en las tasas de los créditos hipotecarios, caídas en los precios de las viviendas, y un mayor costo de financiamiento, tienen presionada la situación financiera y holguras de las empresas del sector. El impago bancario de las inmobiliarias y constructoras ha registrado un alza, especialmente en las segundas, desde mediados de 2022 y en el ejercicio prospectivo de riesgo aparecen dentro de los principales sectores afectados. Una profundización del deterioro podría traer consecuencias al resto de la economía debido a sus múltiples interconexiones y canales de propagación, lo que constituye un riesgo en esta coyuntura.

^{8/} Los precios de venta listados al primer trimestre 2023 cayeron 2 y 3% real anual en departamentos y casas, respectivamente.

^{9/} En igual período de tiempo las tasas de avisaje de arriendo subieron 2pp en casas y 3pp en departamentos. Estos aumentos están en línea con las caídas en precios listados de arriendo.

^{10/} Las mayores tasas de vacancia no se han visto completamente reflejadas en los precios de arriendo, así, los precios de oficinas clase A/A+ se han mantenido estables desde mediados de 2021, mientras los de oficinas clase B han mostrado caídas en los últimos dos años.



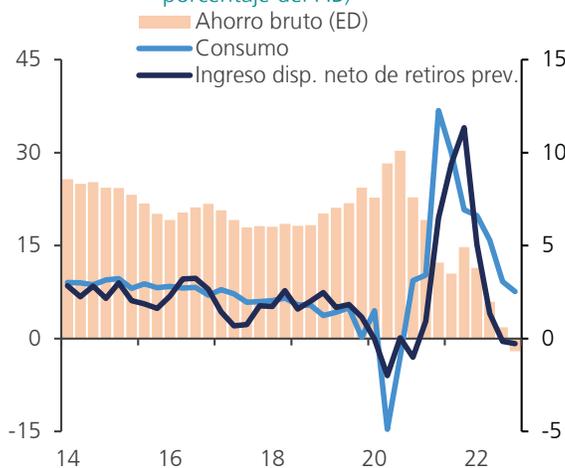
HOGARES

En los últimos dos años la posición financiera de los hogares se deterioró, con una significativa reducción del ahorro. Las políticas de apoyo económico implementadas por las autoridades durante la crisis sanitaria incrementaron de forma transitoria la liquidez e impulsaron el consumo de los hogares, deteriorando el ahorro hasta llevarlo a terreno negativo (Capítulo V, gráfico II.10). Así, después del máximo observado en 2020, la riqueza financiera neta de los hogares se redujo hasta 120% del PIB al cierre del 2022, situándose en niveles de una década atrás^{11/}.

En este contexto, el crédito a personas se ha reducido, profundizando la desaceleración reportada en el IEF anterior. A marzo de 2023, se observó una baja en las solicitudes de financiamiento en las carteras bancarias de consumo e hipotecario. Mientras, los estándares de otorgamiento de crédito fueron más restrictivos, siguiendo la tendencia iniciada a mediados de 2021 (ECB y Capítulo III). En financiamiento para la vivienda, este año registró un bajo crecimiento del *stock* en perspectiva histórica (6,8% real anual promedio entre 2019 y 2021 vs 1% real anual en abril de 2023). En este contexto, los flujos de crédito a tasa mixta y variable han estabilizado su participación en el *stock* de deuda desde mediados de 2022 (Capítulo V, gráfico V.14). Por su parte, en el segmento de consumo bancario la deuda agregada cayó 3% en abril. Este ajuste se ha dado con disparidad en términos de flujos entre productos, donde los créditos rotativos muestran una moderación reciente, mientras que los créditos en cuotas se han mantenido (gráfico II.11).

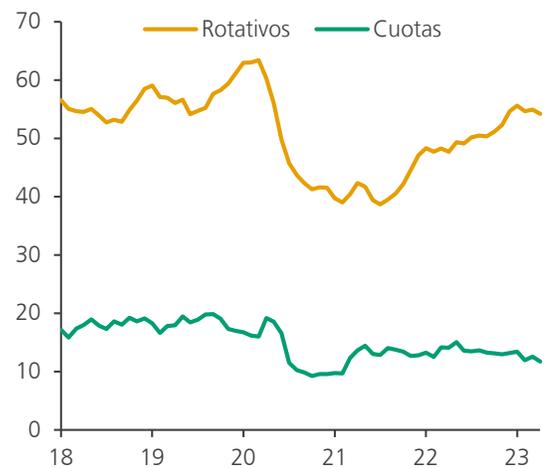
La situación financiera de los hogares de menores ingresos se ha vuelto más estrecha. Para los de mayores ingresos, el endeudamiento hipotecario aumentó de 12 a 16 veces el ingreso mensual en relación con el IEF anterior, situándose sobre el nivel prepandemia (gráfico II.12). El resto de los hogares mostró un endeudamiento en valores similares a los observados al inicio de la pandemia, y compuesto principalmente por deudas de consumo. En línea con la composición de la deuda, en la carga financiera de los hogares de mayores ingresos se observa una participación mayoritaria, y al alza, de su componente hipotecario desde inicios de 2021. Para los hogares de menores ingresos, en tanto, se mantuvo estable la composición de su carga por cartera (gráfico II.13).

GRAFICO II.10 INGRESO DISPONIBLE, CONSUMO Y AHORRO
(variación real anual, porcentaje, porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRAFICO II.11 FLUJO DE CRÉDITOS DE CONSUMO POR PRODUCTO
(millones de UF, promedio móvil trimestral)



Fuente: Banco Central de Chile.

^{11/} El detalle de la evolución de la riqueza financiera neta de los hogares se puede encontrar en el Informe de Cuentas Nacionales por Sector Institucional del año 2022, en el siguiente [vinculo](#).



GRAFICO II.12 ENDEUDAMIENTO BANCARIO (*)
(veces el ingreso mensual, mediana)

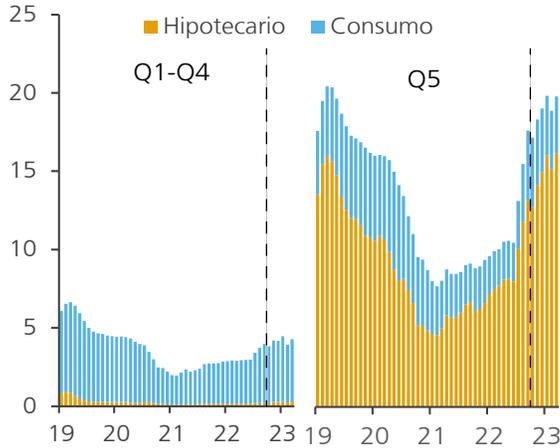
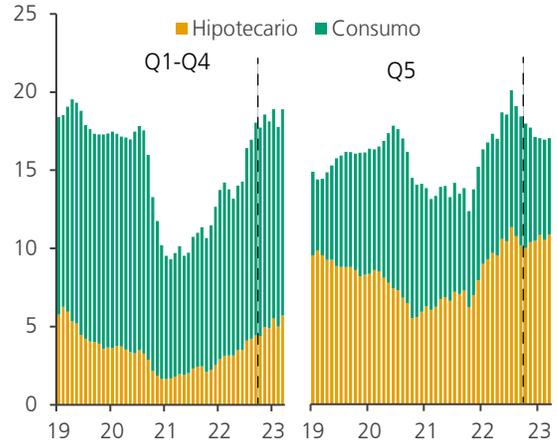


GRAFICO II.13 RAZÓN CARGA FINANCIERA-INGRESO (*)
(porcentaje del ingreso mensual, mediana)



(*) Promedio móvil de tres meses. Considera deuda bancaria de créditos de consumo e hipotecarios y renta de asalariados formales. Considera ingreso por retiro de fondos previsionales prorrateados individualmente a 6 meses. Q1-Q4 hasta 1.600.000, Q5 hasta 2.800.000. Quintil 5 truncado producto de tope imponible, lo que podría sesgar al alza los indicadores de dicho quintil.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF y SUSESO.

GRAFICO II.14 TASA DE IMPAGO (*)
(porcentaje de deudores por cartera)

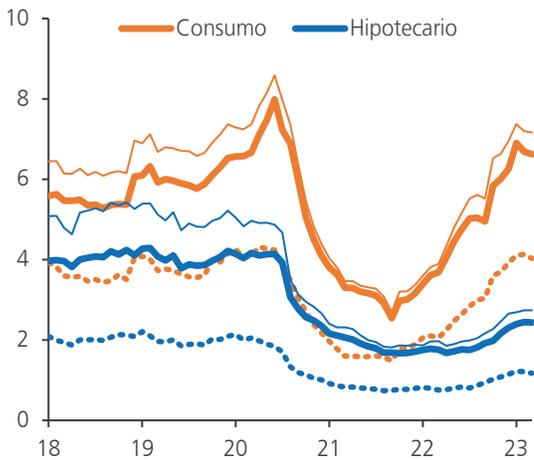
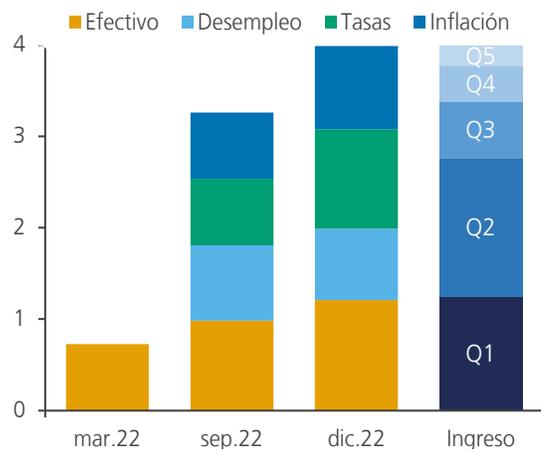


GRAFICO II.15 DEUDA EN RIESGO (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Línea punteada corresponde a Q5, línea delgada continua corresponde a Q1-Q4, línea gruesa corresponde al total. Q1-Q4 hasta 1.680.000, Q5 entre 1.680.001 y 2.800.000 (tope imponible). 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.

(*) Corresponde al monto adeudado por cada persona ponderado por su probabilidad individual de impago. 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 2.800.000 (tope imponible).
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF, Servel y SUSESO.



El impago aumentó principalmente en créditos de consumo —mayormente rotativos— y con mayor intensidad entre los deudores de menores ingresos. Desde mediados de 2021, el aumento del impago ha sido transversal por nivel de ingreso, aunque con mayor velocidad entre los deudores de menores ingresos para ambas carteras. En deudas de consumo, el incremento se ha dado con mayor intensidad. En particular, los créditos rotativos han ganado participación en el impago desde 2022 (anexo estadístico). Por su parte, en la cartera hipotecaria el impago permanece bajo su promedio histórico (gráfico II.14)

EJERCICIO DE TENSIÓN PARA HOGARES^{12/}

La mayor exposición de los hogares al riesgo de tasa de interés constituye una de sus principales vulnerabilidades. Desde el IEF anterior, la deuda en riesgo efectiva aumentó desde 1% a 1,2% del PIB, en línea con el mayor impago efectivo (gráfico II.15). En tanto, bajo el escenario de tensión, la deuda en riesgo total ascendería a 4% del PIB^{13/}. Por *shocks*, el riesgo de tasa es el que explica la mayor parte del aumento en relación con el ejercicio del Informe anterior (1,1% del PIB, +0,36pp respecto de septiembre). En este caso, el aumento se da por la mayor exposición a riesgo de tasas asociada al uso intensivo de créditos rotativos, los cuales se caracterizan por tener menores plazos y mayor costo. Por otro lado, el riesgo de desempleo y de inflación presentan menor impacto relativo en comparación a versiones anteriores del ejercicio. Por quintiles, se observa una mayor participación de los hogares de menores ingresos respecto a los resultados del ejercicio presentados en el Informe anterior.

GOBIERNO CENTRAL

En la última década, la mayor deuda soberana implicó un alza significativa en el pago de intereses. La deuda bruta del gobierno central pasó de representar un 12% del PIB en 2012, a un 38% del PIB a fines de 2022 (gráfico II.16). En los últimos años, los esfuerzos fiscales para mitigar los efectos de la pandemia se tradujeron en un aumento real del gasto público de 10% en 2020 y de 33% en 2021. Estos incrementos, en el contexto actual de mayores tasas de interés, implicaron un alza significativa en el pago de intereses. Así, los gastos por intereses en 2022 correspondieron a 1% del PIB lo que representa un aumento del 15% real respecto a 2021^{14/}.

La situación fiscal ha presentado mejoras en el último año, con superávits en los balances efectivo y estructural, y una estabilización de la deuda. En 2022, el balance fiscal efectivo presentó un superávit de 1,1% del PIB, explicado principalmente por una caída en los gastos de 23% respecto al año anterior. De igual manera, el balance estructural alcanzó un superávit de 0,2% del PIB, producto de un aumento de ingresos estructurales de 17,4% respecto a 2021 (gráfico II.17). Para fines de 2023, la deuda no mostraría variación respecto al año anterior, alcanzando un 38% del PIB, mientras que para 2027 se ubicaría en torno a 41,1% (IFP Primer Trimestre, 2023)^{15/}.

^{12/} Los ejercicios de tensión evalúan el efecto potencial de *shocks* en escenarios de estrés extremos, de baja probabilidad y alto impacto. Estos ejercicios son de naturaleza parcial, pues no modelan todas las reacciones de los agentes y no constituyen proyecciones. Mayor detalle en Recuadro V.1 y en [Córdova y Toledo \(2023\)](#).

^{13/} Se plantean tres *shocks*, en línea con el escenario severo considerado para el ejercicio de tensión de banca (Capítulo III). 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. 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.

^{14/} Entre 2012 y 2022 el gasto por intereses aumentó en cerca de 0,4% del PIB.

^{15/} No obstante la estabilización en el nivel de deuda, sí se observó un cambio en la estructura de vencimientos. Así, mientras en 2021 el porcentaje de la deuda que vencía antes de un año era un 3,5%, a fines de 2022 éste alcanzó un 6,0%.



GRAFICO II.16 DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL (*)
(porcentaje del PIB)

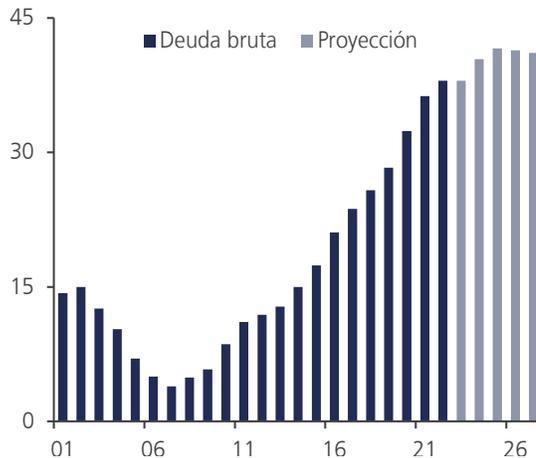
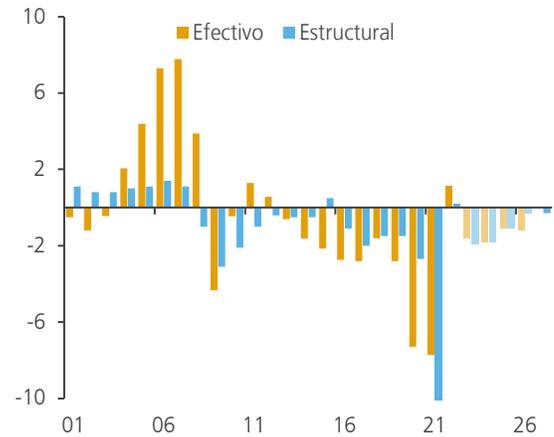


GRAFICO II.17 BALANCE EFECTIVO Y ESTRUCTURAL (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Barras claras corresponden a proyección de [Informe de las Finanzas Públicas Primer Trimestre 2023](#), DIPRES.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de DIPRES.

Mantener la consolidación fiscal es fundamental para mitigar futuros shocks sin superar el nivel prudente de deuda. Es crucial mantener los esfuerzos para disminuir el ritmo de expansión de la deuda. Cabe recordar que un aumento sostenido de la deuda pública afecta la percepción de riesgo de los inversionistas, y con ello incrementa el costo de financiamiento de hogares y empresas locales. A su vez, se vuelve relevante contar con espacio fiscal que posibilite la implementación de medidas para mitigar futuros shocks, sin superar el nivel prudente de las obligaciones^{16/}.

Existen elementos de riesgo que en los próximos años podrían generar un estrés adicional en las finanzas públicas. Si bien las proyecciones oficiales apuntan a que la deuda no superaría el nivel prudente en los próximos años, existen ciertos elementos a considerar^{17/}. Respecto del financiamiento de gastos permanentes comprometidos, sus aumentos a futuro son difíciles de anticipar, o bien podrían no contar con un aumento proporcional de los ingresos. Por su parte, otros requerimientos de capital podrían incidir en la trayectoria de la deuda pública, por ejemplo, la capitalización a empresas del Estado, pago de Bonos de Reconocimiento, compra de cartera del CAE y aportes al Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios ([CFA, abril 2023](#)).

^{16/} 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.

^{17/} El informe del [CFA de abril 2023](#) plantea diversos escenarios en que el nivel prudente de deuda podría ser superado: i) un balance estructural con déficit permanente y elevado, ii) compromisos de gastos permanentes pero con una recaudación permanente efectiva menor, iii) mayores presiones de gasto en pensiones (ajuste real de los beneficios y parámetros de la PGU), iv) compromiso de gastos permanentes con cargo a ingresos transitorios por litio, v) la ralentización del crecimiento tendencial de la economía y vi) activación de cláusula de escape (impulso fiscal) ante una situación exógena y transitoria de gran envergadura, sin que exista un adecuado mecanismo de corrección y de convergencia fiscal.



RECUADRO II.1:

Diferencias de género en el endeudamiento de las familias chilenas

Las brechas de género relativas al endeudamiento varían dependiendo del tipo de deuda que se considere y de si se miden a nivel individual o del hogar. A nivel del hogar, las mujeres tienen endeudamiento similar a los hombres, aun cuando tienen una fracción menor del ingreso del hogar. Según el Informe de Endeudamiento 2022, en base a datos administrativos de la banca, las mujeres tienen menos de la mitad de la deuda de los hombres y presentan una menor carga financiera y una menor tasa de impago (CMF, 2022a). Utilizando la información de la Encuesta Financiera de Hogares (EFH), se observa que, en promedio y a nivel de hogar, las mujeres son responsables de algo menos de la mitad de la deuda total (45% de la deuda total, 37% de la deuda hipotecaria y 46% de la deuda de consumo). Sin embargo, sus ingresos representan solamente un tercio del total del hogar (gráfico II.18). Las diferencias respecto a los datos bancarios se explican porque la fracción de la deuda no bancaria en manos de mujeres es relativamente mayor respecto de la deuda bancaria (50% y 36%, respectivamente). Así, una mirada completa del endeudamiento del hogar es especialmente relevante, toda vez que las mujeres utilizan más deuda no bancaria y constituyen dos tercios de los deudores de las casas comerciales (CMF, 2022b).

Por otro lado, en línea con lo observado en el endeudamiento bancario a nivel individual, las mujeres presentan una menor tasa de impago. El incumplimiento (morosidad de 3 meses o más) es menor que el de los hombres en todas las categorías (total, hipotecaria, consumo, bancaria o no) (gráfico II.19)^{1/}. La literatura define como solidaridad en el hogar a la existencia de transferencias implícitas entre los miembros de mayor y menor ingreso en la familia que permiten hacer frente a los compromisos financieros individuales (Browning et al., 2014). Así, en un hogar con solidaridad perfecta, el ingreso y el nivel de endeudamiento individual no son relevantes para la tasa de impago dado que las deudas se pagan en conjunto. Sin embargo, los resultados obtenidos a partir de un modelo empírico de impago a nivel de hogar muestran que la solidaridad es imperfecta en Chile, lo que sugiere que las mujeres son más responsables en el pago de sus deudas individuales. Esto confirma que es importante analizar el endeudamiento tanto a nivel de individuos como a nivel de la familia (Cortina y Madeira, 2023).

GRAFICO II.18 FRACCIÓN DEL INGRESO Y LA DEUDA A CARGO DE LAS MUJERES EN HOGARES CHILENOS (1) (porcentaje)

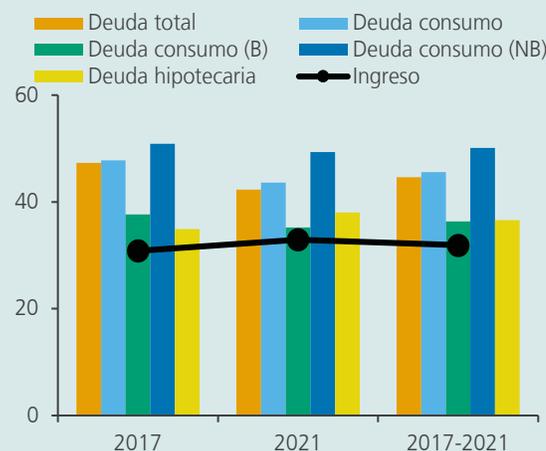
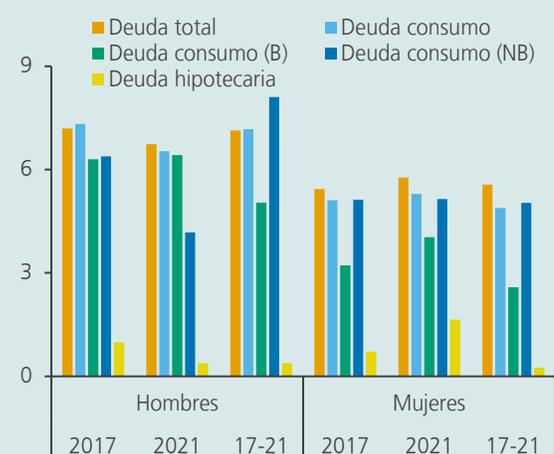


GRAFICO II.19 IMPAGO A 3 MESES O MÁS, POR GÉNERO (1)(2) (porcentaje)



(1) Valores representan el promedio obtenido en hogares con deudas y con miembros adultos de ambos géneros en la pareja. (2) Impago se define como la fracción de deudores con al menos una deuda en estado de mora por tres meses o más. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de EFH 2017-2021.

^{1/} Sin embargo, las mujeres tienen una mayor tasa de impago con retraso de 1 mes (o más) para la deuda de consumo, especialmente en la deuda de consumo no bancaria (Cortina y Madeira, 2023).



III. OFERENTES DE CRÉDITO

El crédito bancario ha profundizado su menor dinamismo en línea con el ajuste de la economía, principalmente por reducciones en la demanda y mayores restricciones en la oferta para la mayoría de los segmentos. Las carteras de crédito presentan aumentos de morosidad, especialmente las de consumo bancario y no bancario, que se ubican cercanas a niveles previos a la pandemia. La banca cuenta con una posición suficiente de liquidez y capital para enfrentar escenarios de tensión. El sistema bancario se caracteriza por un modelo de negocios tradicional y fuentes de financiamiento diversificadas, con foco en la gestión de riesgos y un marco de regulación y supervisión robustos. En lo próximo, la banca enfrenta el vencimiento de obligaciones y mayores requerimientos de capital, para lo cual debiese continuar fortaleciendo su liquidez y solvencia.

SITUACION DE LOS OFERENTES

Coherente con el ajuste de la economía, el crédito bancario ha profundizado su menor dinamismo, tanto por una demanda que se mantiene debilitada como por condiciones de oferta que se vuelven más restrictivas en algunos segmentos. Las colocaciones presentaron caídas anuales en todos los segmentos, excepto en la cartera hipotecaria (gráfico III.1). Según la Encuesta sobre Créditos Bancarios ([ECB](#)), en la cartera comercial la contracción persiste tanto para empresas grandes como pequeñas. Esta dinámica se explica en gran medida por menores necesidades de inversión. A su vez, para las empresas grandes se observó que las condiciones permanecen restrictivas debido a un entorno económico más adverso (gráfico III.2 y anexo estadístico). El crédito de consumo se contrae, pero con heterogeneidad entre los distintos productos. Desde finales de 2022, se observa una estabilización en el flujo de créditos en cuotas y una mayor utilización de créditos rotativos –en línea con un consumo agregado elevado y persistente de los hogares– que muestra una disminución en lo más reciente (gráfico II.11 y anexo estadístico). Por su parte, las colocaciones para la vivienda registran las tasas de crecimiento anual más bajas desde que existen registros, a pesar que las condiciones del crédito –como plazo promedio– han tendido a flexibilizarse tras un endurecimiento hacia fines de 2021. Sin embargo, la demanda se mantiene debilitada por un mayor costo y una percepción de entorno desfavorable de ingreso y empleo para los deudores ([ECB](#)).



El riesgo de crédito mantiene tendencia al alza en los segmentos de consumo y comercial, ante lo cual la banca ha acumulado y utilizado provisiones constituidas durante la pandemia para enfrentar una eventual profundización de este desarrollo. La morosidad de la cartera de consumo, pese a mostrar alguna moderación en abril, ha mantenido su tendencia creciente situándose algo por sobre los niveles previos a la pandemia, especialmente en deudas de tarjetas de crédito que presentan un deterioro relevante (anexo estadístico). Ante esto, la banca ha acumulado provisiones específicas –en niveles históricamente altos– y ha seguido incrementando el stock de provisiones adicionales, en preparación ante una potencial mayor materialización de impagos (anexo estadístico). Por su parte, la cartera comercial de evaluación individual mantiene una alta participación de créditos de menor clasificación de riesgo, mientras la cartera grupal en incumplimiento presenta un aumento desde agosto del año pasado. Esto ha elevado el stock de provisiones específicas a niveles altos respecto a sus promedios históricos, pese a que las provisiones adicionales muestran una estabilización desde fines del año pasado (anexo estadístico).

Las colocaciones de consumo de Oferentes de Crédito No Bancarios (OCNB) muestran una desaceleración, a excepción de las Cajas de Compensación (CCAF) y las Cooperativas de Ahorro y Crédito (CAC). Al cierre de 2022, los créditos de consumo de los OCNB mantenían una tendencia a la baja, especialmente entre las Sociedades de Apoyo al Giro y los créditos automotrices, en tanto que las CCAF y CAC mostraban una leve reversión al alza en el mismo período (anexo estadístico). En cuanto al riesgo de crédito, persiste el deterioro de la cartera del *retail* financiero y de financiamiento automotriz (anexo estadístico).

La banca ha seguido modificando su estructura de balance con un acortamiento en el plazo de sus activos y reducción menos pronunciada en la duración de sus pasivos. El cambio de composición desde depósitos a la vista hacia captaciones a plazo, dadas las tasas de interés más atractivas, ha contenido la reducción del plazo promedio de los pasivos (gráfico III.3). Asimismo, la disminución en la duración de los activos se ha dado como consecuencia de un menor plazo de las colocaciones y una mayor tenencia de instrumentos financieros que, en general, presentan una menor duración. Lo anterior, ha reducido la brecha de descalce de plazos y, por lo tanto, la exposición de los bancos a las variaciones de las tasas de interés.

La rentabilidad de la banca se mantiene elevada en perspectiva histórica y ha tendido a moderarse en lo más reciente debido a un menor margen de reajustes y mayores gastos de apoyo operacional. El margen de reajustes –vinculado a la inflación– contribuyó a incrementar la rentabilidad de la banca en el 2022, alcanzando su registro más alto de los últimos ocho años (gráfico III.4). Desde fines del año pasado dicho margen se ha reducido, en línea con las menores cifras de inflación^{1/}. Además, el aumento en gastos operacionales y en provisiones por riesgo de crédito han contribuido a reducir las ganancias de la banca. Éstas han sido parcialmente compensadas por un aumento en el margen de intereses en el mismo periodo^{2/}.

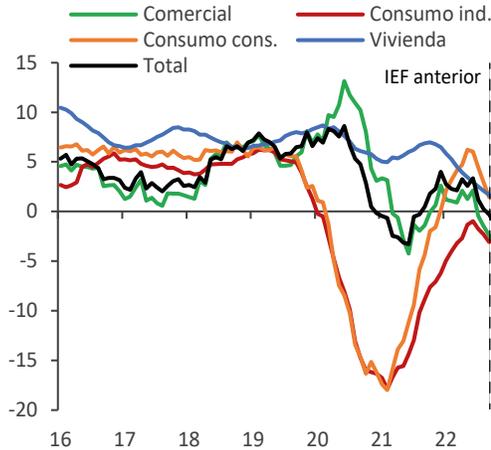
Si bien la banca cuenta con liquidez y holguras de capital, enfrenta en lo próximo la expiración de la FCIC y la entrada en vigor de nuevas exigencias regulatorias en la convergencia hacia Basilea III. En marzo y julio del 2024, la banca deberá enfrentar el vencimiento de la FCIC por montos que representan alrededor de 5,4 y 3,2% del total de sus pasivos, respectivamente. En este contexto, el índice de adecuación de capital permanece estable desde el Informe anterior, pese a que en diciembre de 2022 comenzó a imputarse una fracción de las deducciones de capital que incluyen, entre otros, impuestos diferidos e intangibles.

^{1/} La inflación ha tenido un efecto transitorio, pero dominante, en la mayor rentabilidad. 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. Así, esta recuperación de la rentabilidad de la banca se ha moderado con los registros recientes de inflación.

^{2/} El margen de interés se ha mantenido bajo su promedio previo a la pandemia, producto de un aumento en las tasas de depósitos a plazo por el ajuste en las tasas de referencia. Las tasas de colocaciones, en tanto, lo han hecho en menor magnitud, producto de la menor demanda por crédito.

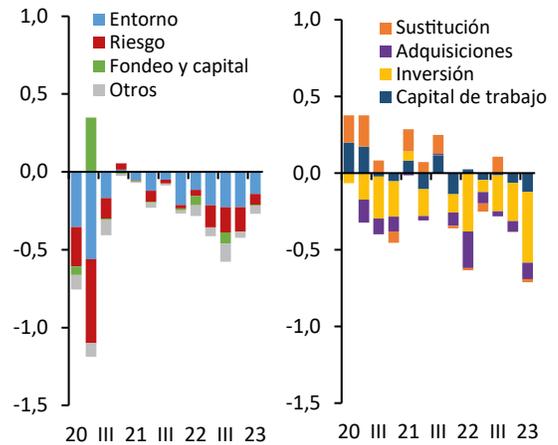


GRAFICO III.1 CRECIMIENTO DE LAS COLOCACIONES (*)
(variación real anual, porcentaje)



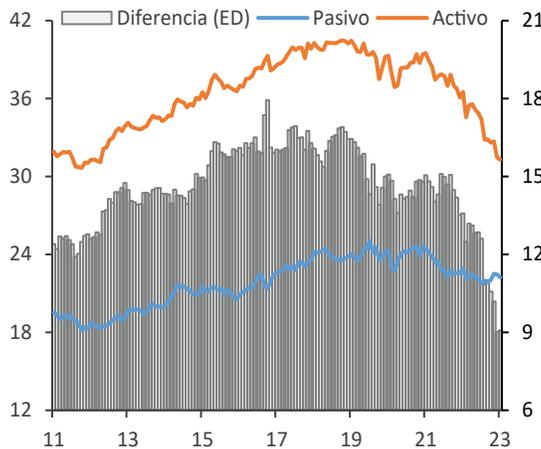
(*) Basado en estados financieros individuales. Cifras a abril en base archivos normativos. Consumo consolidado incluye colocaciones de Sociedades de Apoyo al Giro.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

GRAFICO III.2 FACTORES DE LAS CONDICIONES DE CRÉDITO DE GRANDES EMPRESAS (*)
(índice)



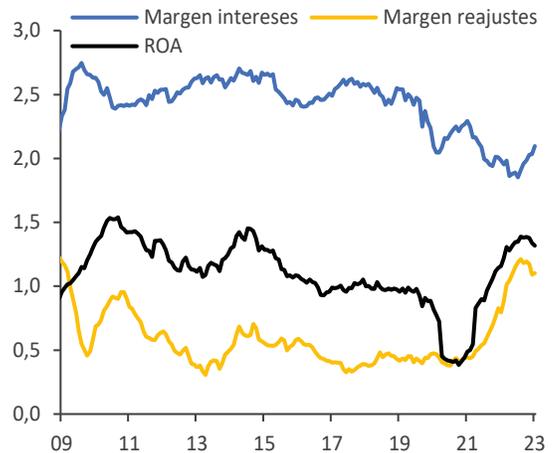
(*) El indicador corresponde al valor neto de las respuestas ponderadas por participación del banco en la cartera comercial. Valores negativos dan cuenta de mayores restricciones o debilidad. Otros incluye grado de competencia de otros bancos o instituciones no bancarias, cambios normativos y otros factores.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRAFICO III.3 DURACIÓN DEL BALANCE
(meses)



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

GRAFICO III.4 PRINCIPALES COMPONENTES DE LA RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS
(porcentaje de los activos)



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



EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS^{3/}

Los ejercicios de tensión aplicados a la banca indican que ella cuenta con una posición suficiente para enfrentar el impacto de riesgos de crédito y de mercado en escenarios de tensión. Esta herramienta utiliza datos contables del sistema bancario a diciembre de 2022 y considera un escenario de tensión adverso y uno severo (gráfico III.5 y anexo estadístico). El escenario adverso supone una desaceleración lenta y persistente^{4/}, mientras que 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 una disminución de la inversión. Además, en ambos escenarios, las caídas de la demanda externa y el deterioro de las condiciones financieras conllevan un aumento de las tasas de interés^{5/} y de la volatilidad del tipo de cambio^{6/}. Asimismo, debido a las políticas aplicadas durante el periodo de pandemia, y ante una materialización del riesgo de crédito subyacente, se incorpora el incremento de provisiones adicionales tratándolas como específicas^{7/} 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.

Los resultados muestran que el riesgo de crédito se mantiene como la principal fuente de vulnerabilidad de la banca. El ejercicio actual estima un riesgo de crédito equivalente al 19,5% del capital del sistema bajo el escenario severo, lo que corresponde a una disminución de 5pp en relación con el ejercicio previo (gráfico III.6). En tanto, el riesgo de crédito en el escenario adverso alcanzaría 16,3% del capital, lo cual es levemente menor a lo presentado en el IEF anterior. Esto se explica por la menor exposición a las carteras de consumo y comercial, producto de su bajo dinamismo. No obstante, una contracción persistente de las colocaciones podría afectar de forma negativa a la actividad económica y, por consecuencia, al sector bancario.

El riesgo de mercado se mantiene acotado, pese a las turbulencias externas. El menor descalce de plazos, producto de los cambios en la estructura de pasivos que afectó la duración de los activos (gráfico III.3), ha disminuido la exposición al riesgo de tasas de interés del libro de banca. Asimismo, el riesgo de valoración de los activos continúa en niveles bajos desde el Informe anterior (recuadro III.1). Adicionalmente, la banca contaría con niveles adecuados de liquidez, muy por sobre los requerimientos regulatorios, y una baja exposición al riesgo de tipo de cambio.

Bajo el escenario tensionado, la solvencia de la banca retorna a niveles similares a los vistos antes de la pandemia, con lo cual el sistema tiene holguras de capital adecuadas para enfrentar el escenario de estrés. La situación inicial del ejercicio mejora respecto a la versión anterior. El índice de adecuación de capital (IAC) aumenta de 14,6 a 15,5%^{8/}, mientras que el ROE llega a 19,6%, permitiendo a la banca absorber los riesgos considerados (gráfico III.7). La proporción de bancos con rentabilidad negativa en el escenario de estrés severo es algo menor al ejercicio previo, llegando a 51% del capital básico del sistema^{9/}. Finalmente, el impacto del escenario severo sobre la diferencia entre el capital inicial y final disminuiría de 3,7 a 2,7pp. Así, las holguras de capital se incrementan respecto al ejercicio previo (gráfico III.8). No obstante, la banca enfrenta el vencimiento de obligaciones financieras y la implementación de Basilea III para el capital, a través de un proceso de descuentos de capital e incremento de los límites regulatorios hacia la plena convergencia en 2025.

^{3/} Basado en la metodología descrita en el [IEF 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.

^{4/} El escenario adverso se basa en el percentil 5 de las proyecciones del [IPoM marzo 2023](#).

^{5/} Se asume un aumento de 300pb para la tasa de interés de corto plazo y de 100pb para la tasa de largo plazo en todas las denominaciones.

^{6/} Se calibra en base a las variaciones históricas del peso experimentadas desde el año 2000. Esto es, 20% para el cómputo de riesgo de crédito y 16% para los riesgos de mercado.

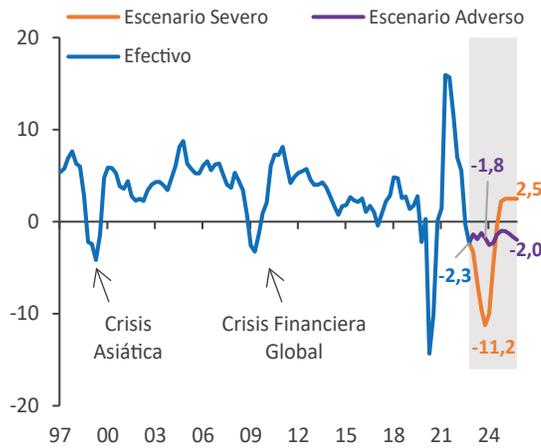
^{7/} Si bien la transformación de provisiones adicionales a específicas no tiene un efecto neto en el gasto, estas se deducen como parte del patrimonio efectivo de los bancos.

^{8/} Parte del incremento del IAC inicial está explicado por la desaceleración de las colocaciones, que tiene efecto en los activos ponderados por riesgo, la capitalización de Banco Estado por US\$500 millones, y la emisión de bonos subordinados de otras instituciones.

^{9/} En el escenario de estrés adverso, los bancos que exhibirían rentabilidades negativas representan cerca de 33% del capital básico total, porcentaje algo menor al 36% del ejercicio previo.

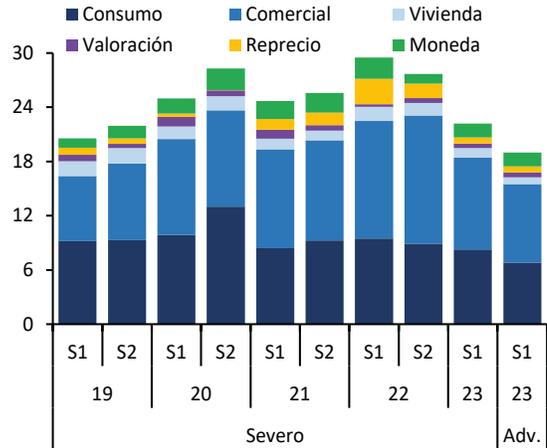


GRAFICO III.5 ESCENARIOS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB (*)
(datos trimestrales, porcentaje)



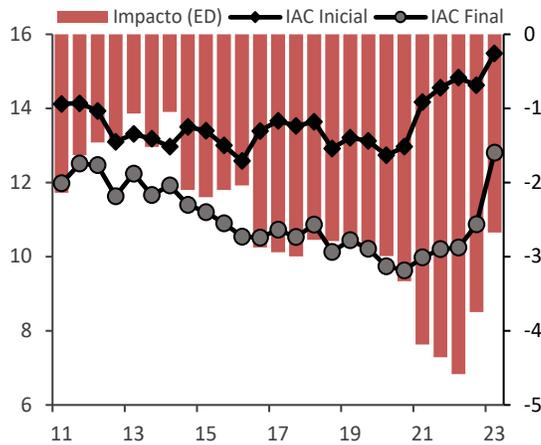
(*) Datos desestacionalizados. El área sombreada señala la ventana del ejercicio.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRAFICO III.6 RIESGOS DE CRÉDITO Y DE MERCADO DEL SISTEMA
(porcentaje del capital básico)



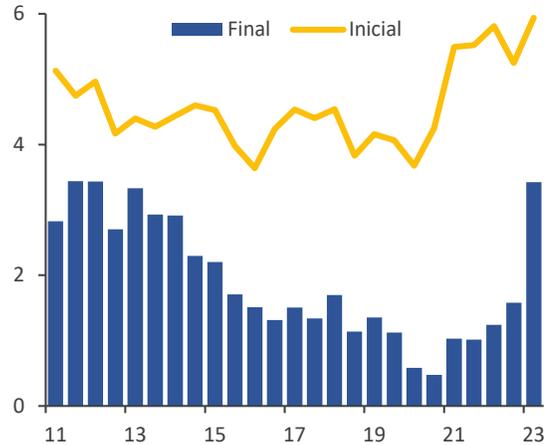
Fuente: Banco Central de Chile.

GRAFICO III.7 IMPACTO DEL ESCENARIO DE TENSIÓN SEVERO SOBRE EL ÍNDICE DE ADECUACIÓN CAPITAL (*)
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



(*) Considera reinversión de utilidades.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

GRAFICO III.8 HOLGURAS DE CAPITAL BAJO EL ESCENARIO DE TENSIÓN 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 Sociedades de Apoyo al Giro de consumo.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.



FACTORES DE RIESGO

El deterioro del escenario macroeconómico impactaría la capacidad de pago de hogares y empresas, profundizando el deterioro de la cartera de colocaciones. Las débiles cifras de inversión han reducido las necesidades de fondeo de las empresas y también su capacidad de generación de ingresos, lo que podría incidir en el cumplimiento sus obligaciones. En cuanto a los hogares, el aumento en su exposición al riesgo de tasas de interés por el mayor uso de créditos rotativos los hace más vulnerables ante condiciones de crédito más restrictivas. En tanto, un ajuste más lento que lo esperado del consumo, o un alza de la tasa de desempleo, estrecharían la situación financiera de los hogares.

Si bien la estructura de financiamiento diversificada de la banca mitiga el riesgo de mercado, un empeoramiento del escenario macroeconómico podría deteriorar aún más las condiciones financieras. Esto limitaría las opciones de la banca para acceder a fuentes de fondeo favorables. Los bancos han podido financiarse vía emisión de bonos en el mercado local, por lo que es fundamental que se eviten iniciativas que reduzcan el tamaño del mercado de capitales, de manera que esta fuente de financiamiento no se vea afectada (Recuadro I.1). Las holguras de capital y la gestión activa de liquidez de la banca mitigan el potencial impacto de escenarios estresados. No obstante, eventuales disrupciones financieras internacionales podrían comprometer la posición de liquidez en moneda extranjera, por lo que se requiere que la banca mantenga su activa gestión de liquidez –con indicadores muy por sobre los límites regulatorios– y la mantención de fuentes diversificadas de financiamiento.

Persisten riesgos de mayor incidencia de ciberataques en un contexto de fragmentación geopolítica y digitalización, así como eventos puntuales relacionados con la gestión de procesos. Entre los años 2019 y 2021, el monto involucrado en transferencias de fondos y otros pagos por internet por parte de personas naturales aumentó desde 49 a 61% del PIB ([Informe de Sistemas de Pagos, julio 2022](#)). Esta creciente tendencia enfatiza la importancia de realizar inversiones en ciberseguridad para fortalecer las distintas plataformas y así aminorar mayores eventos de riesgo operacional.

REQUERIMIENTO DE CAPITAL CONTRACÍCLICO

El Consejo ha activado el RCC como una medida precautoria ante la mayor incertidumbre externa. El RCC es un requerimiento de carácter macroprudencial cuyo objetivo es aumentar la resiliencia de la economía frente a escenarios de estrés severos, producto de riesgos de carácter sistémico. El Consejo estima que, considerando el actual nivel de capitalización, las holguras disponibles de la banca, el nivel de cargo de RCC y el plazo definido para enterarlo, su activación tendrá efectos acotados y transitorios en la evolución del crédito. Además, la implementación del RCC se enmarca en un contexto donde es necesario que todos los actores de la economía sigan recomponiendo sus capacidades para enfrentar posibles eventos adversos.



RECUADRO III.1:

Riesgo de Mercado en los Ejercicios de Tensión Bancarios

Los recientes problemas de la banca en EE. UU. resaltan la importancia de una permanente evaluación de los potenciales riesgos a los que están sujetos los bancos y del impacto de su materialización sobre el sistema. En varias economías desarrolladas, el ajuste monetario tras un largo periodo de tasas bajas redujo el valor de las inversiones en renta fija de la banca, lo cual generó pérdidas significativas para aquellos bancos con una exposición elevada a instrumentos financieros. Este cambio en la fase de ciclo económico gatilló retiros de depósitos mayores a los esperados. Ante este abrupto movimiento, la banca tuvo que liquidar activos sin cobertura de tasas y que no estaban valorizados a precio de mercado, profundizando sus pérdidas. La prevención de esta situación estuvo limitada por la aplicación parcial de los estándares de Basilea III en EE.UU. para estas instituciones, que además no estaban sujetas a requerimientos por riesgos de tasas de interés.

A nivel local, el BCCh y la CMF realizan seguimiento y análisis permanente y coordinado de la situación del sistema bancario. Los ejercicios de tensión constituyen una de las principales herramientas que el BCCh tiene para evaluar la capacidad del sector bancario para afrontar la materialización de *shocks* macroeconómicos extremos, pero plausibles ([Jara et al., 2007](#); [Alfaro y Sagner, 2011](#); [Martínez et al., 2017](#)). Los escenarios estresados que se utilizan en estos ejercicios se caracterizan por un aumento tanto del riesgo de crédito –por medio de un mayor gasto en provisiones–, como del riesgo de mercado debido a la volatilidad del tipo de cambio (riesgo de moneda) y a un incremento abrupto de las tasas de descuento (riesgo de tasas de interés), que afecta el valor del portafolio de la banca (Capítulo III). Estos resultados son comunicados y discutidos con el *staff* de la CMF, donde también se evalúan riesgos emergentes no capturados por la herramienta.

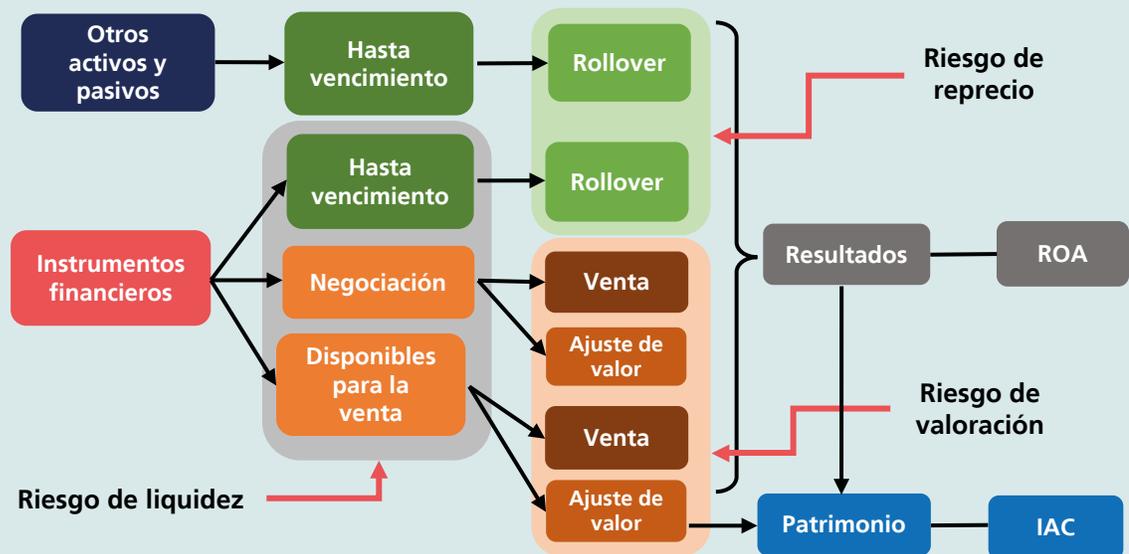
En dichos ejercicios, el riesgo de tasas de interés impacta el balance de la banca bajo los escenarios de tensión de acuerdo con la clasificación de los instrumentos financieros, basados en su objetivo funcional. Dependiendo del modelo de negocios de cada banco, los instrumentos financieros de sus portafolios se pueden clasificar como de negociación, disponibles para la venta o hasta el vencimiento (figura III.1). Los instrumentos de negociación y disponibles para la venta se registran en el Libro de Negociación donde están afectos a cambios en su valor de mercado, por lo tanto, un aumento de las tasas de interés disminuye el valor presente de dichos activos (riesgo de valoración). Esta pérdida genera una disminución del patrimonio, lo que afecta la solvencia de la banca^{1/}. Por su parte, los instrumentos a vencimiento, que incluyen la cartera de colocaciones, se registran en el Libro de Banca. Un aumento en la estructura temporal de las tasas *forward* impacta negativamente el margen de intermediación, toda vez que activos y pasivos deben ser renovados a tasas mayores. Dado que estos últimos poseen típicamente una duración más corta, se genera un aumento mayor de los costos (riesgo de reprecio), lo cual disminuye la rentabilidad. De acuerdo con datos a marzo 2023, la proporción de instrumentos financieros clasificados a vencimiento representa 3,4% del total de activos del sistema, por lo que el impacto del riesgo de reprecio sigue siendo acotado y de menor magnitud respecto del riesgo de crédito (Capítulo III). El ejercicio de tensión también considera el efecto de los riesgos de tasas de interés sobre la liquidez de los bancos. Específicamente, se analizan los cambios en la razón de cobertura de liquidez ante la pérdida de valor de los activos líquidos de alta calidad debido a un aumento de las tasas de interés, junto con un aumento de los egresos netos estimados en una situación de estrés durante los próximos 30 días. Los resultados no sugieren estrechez de liquidez en el sistema bancario.

^{1/} Esta disminución en el patrimonio puede ser directa, por medio de la venta de instrumentos clasificados para tales propósitos (disponibles para la venta), o indirecta por medio de las utilidades vía instrumentos de negociación.



Los ejercicios de tensión indican que la banca presenta niveles de solvencia y liquidez adecuados para enfrentar escenarios estresados de tasas de interés (Capítulo III). Los bancos poseen un modelo de negocio tradicional, focalizado en el otorgamiento de crédito sobre una base diversificada de financiamiento y una adecuada gestión de descalces de plazos, que reduce su exposición a la volatilidad de las tasas de interés. Además, el marco regulatorio vigente para el capital y liquidez considera estándares de Basilea III e incluye a todos los bancos (Capítulo IV). Así, durante el ciclo de alza de tasas, los bancos han reconocido y absorbido los efectos de cambios en valoración de instrumentos por diversos canales.

FIGURA III.1 RIESGO DE TASAS DE INTERÉS (*)



(*) Esquema de los efectos de shocks en las tasas de interés considerados en los ejercicios de tensión bancarios. El recuadro verde indica lo registrado en el libro de banca, mientras el recuadro naranja, el de negociación.
Fuente: Banco Central de Chile.



IV. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

En este capítulo se revisan los fundamentos y objetivos considerados por el Consejo del BCCh en su decisión de activar el Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC) en la Reunión de Política Financiera (RPF) del primer semestre. Respecto de las recientes disrupciones en la banca internacional, se da cuenta como éstas dejaron de manifiesto la relevancia de contar con herramientas de regulación y supervisión apropiadas. En este contexto, destacan los avances logrados para fortalecer el marco de regulación y supervisión disponible en Chile. Actualmente se encuentran plenamente vigentes los componentes más relevantes de los estándares de Basilea III en materia de solvencia, incorporados en la Ley General de Bancos, y de liquidez. Por su parte, el BCCh continúa con el desarrollo de sus iniciativas de política financiera, incorporando en la agenda, nuevos elementos tendientes a fortalecer el sistema financiero. Estos incluyen la actualización de la regulación de Emisores y Operadores de Tarjetas de Pagos, la implementación de la Ley Fintec recientemente aprobada y la habilitación de esquemas de autosecuritización. Se destacan también los avances en proyectos de ley legislativos relevantes para efectos de estabilidad financiera, como el Proyecto de Ley de Resiliencia y el de Registro de Deuda Consolidada.

DECISIÓN DE ACTIVACIÓN DEL REQUERIMIENTO DE CAPITAL CONTRACÍCLICO EN CHILE

En la Reunión de Política Financiera del primer semestre del 2023, el Consejo del Banco Central de Chile acordó activar el Requerimiento de Capital Contracíclico, estableciendo un cargo de capital de 0,5% de los activos ponderados por riesgo (APR) al sistema bancario, el cual será exigible en el plazo de un año.

El RCC es uno de los instrumentos de política macroprudencial en Chile, cuya implementación corresponde al BCCh. La política macroprudencial constituye uno de los pilares fundamentales que contribuyen al objetivo del BCCh de velar por la estabilidad financiera, para lo cual existen instrumentos que pueden categorizarse según el ámbito específico de su aplicación como requerimientos de base amplia, sectoriales, de liquidez, cambiarios, y de riesgo estructural ([IMF, 2018](#))^{1/}. En Chile, la reforma a la Ley General de Bancos (LGB) en 2019 y normativa posteriormente implementada permitió la adherencia a los estándares internacionales de Basilea III en materias de solvencia bancaria, a través de requerimientos de capital y cobertura de riesgos. De acuerdo con el marco legal vigente, las atribuciones en materias de requerimientos de estructura de capital (herramientas de base amplia), provisiones (sectorial), y cargo sistémico (riesgo estructural) son de competencia de la CMF; mientras que la aplicación de herramientas de liquidez y cambiarias, así como la definición respecto del RCC (herramienta de base amplia), son responsabilidad del BCCh, cuya aplicación se lleva a cabo conforme a lo dispuesto en el Documento sobre Implementación de Requerimiento de Capital Contracíclico ([BCCh, 2021](#)).

^{1/} Para más detalles, ver Capítulo IV. “Política macroprudencial: Experiencia internacional y desarrollo en Chile” ([IEF Primer Semestre 2020](#)).



Específicamente, el RCC es una de las herramientas con que cuenta el BCCh para conducir su Política Financiera, y que se aplica con el fin de fortalecer al sistema bancario. El objetivo del BCCh para orientar sus decisiones de RCC es prevenir que la banca amplifique los efectos de un evento adverso, restringiendo su oferta de crédito cuando el financiamiento se hace más necesario. La aplicación de este requerimiento sigue una estrategia preventiva que resulta de evaluar, en forma prospectiva, las vulnerabilidades y riesgos del sistema financiero ([BCCh, 2021](#)). Esto se encuentra alineado con el enfoque adoptado por otras jurisdicciones en el mundo (Recuadro IV.1). Para conseguir este objetivo, se definen aumentos de RCC cuando el ciclo económico se encuentra en una fase normal, o bien de acumulación de mayores riesgos, y la banca cuenta con capacidad suficiente para construirlo, en un contexto en el que la probabilidad de ocurrencia de disrupciones a futuro se vea incrementada. Una activación del RCC, coherente con este diagnóstico, permitirá contar con un requerimiento adicional de capital (establecido como *buffer* o colchón de capital) que, en el caso de presentarse eventos de tensión en el futuro, pueda liberarse total o parcialmente. Una adecuada gestión del RCC contribuye a estabilizar la oferta de servicios bancarios, incluyendo el crédito, a través del ciclo económico y ante eventos de tensión severos (Recuadro IV.1).

La decisión respecto del RCC es el resultado de un proceso que contempla varias etapas de análisis y discusión, y se lleva a cabo en coordinación con la CMF. Las Reuniones de Política Financiera se realizan al menos dos veces al año, en el mismo ciclo en el cual se publican los Informes de Estabilidad Financiera. Para asegurar la comunicación y colaboración continua con la CMF, durante el proceso de preparación se efectúan reuniones técnicas con el *staff* del supervisor. Además, una vez que el BCCh decide la activación del RCC, requiere un Informe Previo Favorable a la CMF respecto de su nivel y plazo de implementación. La CMF tiene la responsabilidad de monitorear y fiscalizar el cumplimiento de la exigencia de capital básico adicional en caso de activación del RCC.

El marco de análisis para la determinación de la activación del requerimiento de capital contracíclico en Chile incorpora elementos que también se encuentran en los marcos conceptuales de otras jurisdicciones. Para tomar la decisión, el BCCh analiza permanentemente un amplio set de antecedentes macro y micro financieros, los cuales sirven de insumo para el desarrollo de las RPFs. Se estudia el ciclo del crédito y sus determinantes; se analizan una serie de indicadores financieros que buscan identificar vulnerabilidades y riesgos, así como caracterizar las condiciones financieras y macroeconómicas; además de considerar el análisis de pruebas de tensión de la banca y aquel de modelos macrofinancieros. En aquellas jurisdicciones en que se ha empezado a adoptar el enfoque de RCC como medida precautoria, además de lo anterior se definen condiciones normales o estándar en las cuales resulte posible acumular este *buffer* de capital con el objetivo de aumentar la resiliencia del sistema financiero, tal que en condiciones de tensión financiera severas éste se puede liberar. Siguiendo esta lógica, el *buffer* puede acumularse en períodos donde se registren contracciones en el crédito.

El Consejo ha activado el RCC como una medida precautoria ante la mayor incertidumbre externa. El contexto global presenta condiciones financieras más restrictivas y un nivel de incertidumbre superior al habitual, por lo que los principales riesgos provienen del sector externo (Capítulo I). En el ámbito local, continúa el ajuste de los desequilibrios macroeconómicos. El consumo privado ha seguido ajustándose a la baja, el endeudamiento fiscal se ha estabilizado y el déficit de la cuenta corriente sigue moderándose. En los mercados de renta fija y cambiario, las primas por riesgo se han reducido. El análisis de los distintos indicadores financieros no sugiere vulnerabilidades que amplifiquen los riesgos sistémicos. Los focos de atención se mantienen en torno a los sectores de comercio, construcción e inmobiliario. En los hogares, el riesgo sigue concentrado en aquellos de menores ingresos, los cuales han incrementado su carga financiera a través de un mayor uso de tarjetas y líneas de crédito. En cuanto al impago de los créditos, destaca el aumento tanto en hogares como en empresas, retornando a niveles comparables a los prepandemia.



Si bien el sistema financiero local ha enfrentado apropiadamente el escenario internacional de mayor riesgo hasta ahora, el Consejo considera primordial aumentar su resiliencia. Un recrudescimiento del escenario internacional, además de elevar la volatilidad y premios por riesgo, podría gatillar salidas de capitales desde economías emergentes, reduciendo la disponibilidad de financiamiento externo ([IEF segundo semestre 2022](#)), lo que también podría afectar la demanda externa relevante para Chile ([IPoM marzo 2023](#)).

Las pruebas de tensión del sistema bancario dan cuenta de la solvencia de la banca (Capítulo III). Esta se encuentra con un nivel de provisiones y capital suficiente para enfrentar un escenario de tensión severo. Sin perjuicio de lo anterior, el sistema está en proceso de convergencia a Basilea III.

El Consejo estima que, considerando el actual nivel de capitalización, las holguras disponibles de la banca, el nivel de cargo de RCC y el plazo definido para enterarlo, su activación tendrá efectos acotados y transitorios en la evolución del crédito^{2/}. Además, la implementación del RCC se enmarca en un contexto donde es necesario que todos los actores de la economía sigan recomponiendo sus capacidades para enfrentar posibles eventos adversos.

Se estima que los beneficios de contar con el RCC activado más que compensan los costos que pudiera tener esta medida. Estos elementos se han ponderado en la toma de decisión respecto al momento y gradualidad con la cual se implemente la medida. La banca cuenta con niveles de capital que le permiten absorber el cargo de RCC, sin necesariamente constituir capital adicional en el corto plazo, lo cual en parte soporta la estimación de efectos acotados sobre la oferta de crédito. Adicionalmente, el efecto en crédito se atenúa por la anticipación del anuncio respecto del nuevo cargo, el cual se hace exigible dentro de un año y puede ser parcialmente acomodado por los bancos usando sus holguras de capital. La evidencia indica que los bancos enfrentan nuevos requerimientos de capital utilizando parcialmente sus holguras disponibles respecto a límites regulatorios, aunque en el mediano plazo los bancos tienden a volver a su holgura original ([Bridges et al., 2014](#)). Otros estudios indican que algunos bancos elevan sus índices de adecuación de capital para cumplir con el requerimiento reduciendo sus activos ponderados por riesgo ([Francis y Osborne, 2012](#); [Gropp et al., 2019](#)).

Finalmente, la decisión de activar el RCC en esta oportunidad no implica un pronunciamiento por parte del Consejo respecto de un nivel neutral o por defecto como en algunos países (Recuadro IV.1). En efecto, este concepto y su relación con otras políticas es aún materia de debate a nivel internacional; discusión que el BCCh sigue con atención con el objetivo de mantener el marco de política en línea con las mejores prácticas.

MEDIDAS DE CONTENCIÓN DE RIESGOS EN LA BANCA INTERNACIONAL

En los últimos meses, la atención se ha centrado en las turbulencias financieras que han afectado a algunos bancos en EE. UU. y Europa. Estos episodios se dan en medio del ciclo de alza de tasas de interés en EE. UU., posterior a un largo periodo de estímulo monetario, y que ha dejado en evidencia la situación de ciertas entidades con problemas de gestión de riesgos y otras vulnerabilidades latentes. Esto ha requerido la rápida adopción de medidas por parte de las autoridades monetarias y financieras para evitar una propagación mayor de los riesgos y un eventual contagio al resto de la industria bancaria. Lo anterior, pese a que la banca internacional en general presenta posiciones de solvencia y liquidez más robustas que en el pasado, como resultado de las reformas introducidas con posterioridad a la crisis financiera global, y con autoridades que han ampliado el conjunto de herramientas disponibles para enfrentar periodos de estrés financiero.

^{2/} Diversos estudios empíricos estiman que aumentos de 1pp en los requerimientos de capital bancarios producirían reducciones entre 0,6pp a 8pp en la oferta de crédito ([Malovaná et al., 2021](#); [Fang et al., 2022](#)). En general la posición en este rango de resultados depende de factores mitigadores como son el plazo de implementación, las holguras de capital de los bancos (distancia a requerimientos regulatorios) y la magnitud de los requerimientos.



En marzo pasado, a raíz de las disrupciones en el sector bancario de EE. UU., principalmente asociadas al caso de Silicon Valley Bank (SVB), se constataron debilidades en el marco de regulación y supervisión prudencial menos estricto aplicado a este tipo de instituciones, más allá de las deficiencias propias de la entidad. La Ley Dodd-Frank aprobada en 2010 en EE. UU. adoptó el marco de Basilea III, incorporó el concepto de banco sistémico, e implicó la aplicación de estándares prudenciales más exigentes a los bancos con activos por más de 50 mil millones de dólares. Posteriormente, a través de una modificación legal en 2018, se flexibilizó su aplicación aumentando dicho umbral a 250 mil millones de dólares. Entre las consecuencias de esa flexibilización, bancos de menor tamaño relativo, como SVB, quedaron sujetos a una aplicación parcial de Basilea III. Si bien la aplicación regulatoria de dicho marco legal y la supervisión por parte de la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) siguen una lógica de proporcionalidad en relación con el tamaño y complejidad de los bancos, el rápido crecimiento de SVB —que triplicó sus activos desde aproximadamente 70 mil millones de dólares en 2019 a más de 200 mil millones en 2021— implicó un rezago en la aplicación de estándares más exigentes. En efecto, [Fed \(2023\)](#) señala que, durante el período de fuerte crecimiento del banco, la correspondiente adopción de una regulación y supervisión más exigente no fue lo suficientemente rápida, e indica que las áreas críticas del caso se relacionan con la gobernanza y administración de riesgos.

En particular, se observa una regulación y supervisión menos estricta respecto de gestión de riesgos de mercado, relacionadas con la clasificación contable de instrumentos financieros en el libro de banca. El acelerado crecimiento de SVB se reflejó en una alta concentración de su balance en inversiones en activos financieros clasificados como a vencimiento, o *held to maturity*, posiciones no cubiertas que alcanzaron a ser cerca de la mitad de sus activos. El marco de Basilea III permite esta clasificación contable de instrumentos financieros, según lo cual no se exige directamente capital regulatorio por la exposición a riesgo de mercado correspondiente a los activos así clasificados, considerando que los cambios en el valor de mercado de los instrumentos de esa clasificación contable no se registran en resultados mientras se mantengan a vencimiento. Por ello, la pérdida de valor en estos instrumentos ante el aumento de tasas de interés en EE. UU. no se reflejó en una estimación adecuada de los riesgos de mercado a los cuales estaba expuesta esta entidad. Sin embargo, al reclasificar dichos instrumentos como “disponibles para la venta”, por ejemplo, en caso de necesitar liquidar esos activos para enfrentar obligaciones o rescates de depósitos, el banco debe reconocer esas pérdidas (o ganancias) no realizadas según valor de mercado de los instrumentos.

Si bien el marco de Basilea III admite el tratamiento diferenciado del libro de banca, existen herramientas que podrían haber mitigado los efectos negativos observados en el caso de SVB. Más allá de la clasificación contable de las inversiones, Basilea III exige al mismo tiempo un monitoreo y análisis permanente de la cartera de inversiones como parte integral del proceso de revisión supervisora, cuyos resultados podrían eventualmente implicar requerimientos de capital regulatorio adicional en caso de que el supervisor lo estime necesario, según los riesgos que detecte en cada institución supervisada (generalmente conocidos como requerimientos de Pilar 2). En ese sentido, el alto grado de concentración del balance de SVB, su rápido crecimiento y volumen de activos financieros clasificados en el libro de banca, además de otros aspectos del modelo de negocios de SVB, podrían haber constituido información suficiente para alertar al supervisor, revelando así cierta debilidad en dicho proceso de revisión.

Respecto de la gestión de riesgos de liquidez, la aplicación del estándar de cobertura de corto plazo sugerido por Basilea III en bancos regionales habría permitido alertar oportunamente de las debilidades de gestión, contribuyendo a una supervisión más robusta. De acuerdo con los estándares de Basilea III de gestión de liquidez, los bancos deben mantener un *stock* de Activos Líquidos de Alta Calidad (ALAC) para enfrentar un horizonte de 30 días de egresos netos estresados. Estos ALAC deben ser valorizados a mercado, independiente de su clasificación contable, por lo que una pérdida del valor de mercado de estos instrumentos necesariamente se refleja en una disminución del indicador de liquidez, *Liquidity Coverage Ratio* (LCR, por su sigla en inglés), pudiendo alertar tempranamente al supervisor. Sin embargo, dichos criterios solo se aplicaron parcial y tardíamente a SVB.



Por su parte, el manejo del caso de *Credit Suisse* —banco globalmente sistémico— por parte de las autoridades suizas realza la relevancia de la capacidad de absorción de pérdidas de los bonos AT1. El proceso para resolver la situación de *Credit Suisse*, dada su relevancia para el sistema financiero suizo, se basó en la fusión y adquisición por parte de UBS en una transacción por más de US\$3.000 millones, articulada por las autoridades suizas que, además de otras medidas, decidieron hacer un *wipe-out* de la deuda más riesgosa del banco en lugar de imponer pérdidas adicionales sobre el capital accionario. Así, los bonos AT1 de *Credit Suisse* fueron castigados en un 100%, lo que implicó que tenedores de esos bonos asumieran pérdidas antes que los accionistas de dicho banco, práctica que es inusual en un proceso de resolución bancaria. El “capital AT1” fue una innovación de Basilea III para efectos de absorción de pérdidas en *going concern*, es decir antes de la liquidación y por lo tanto antes que cualquier acreedor senior, y pueden castigarse o convertirse en acciones ante gatillos específicos de solvencia o instancias de intervención de las autoridades. La autoridad suiza que llevó a cabo el *wipe-out* de los bonos AT1 señaló que dicho castigo se efectuó ante la provisión excepcional de liquidez e intervención de las autoridades en el contexto de la administración de la crisis, de acuerdo con el marco regulatorio y los respectivos contratos.

Eventos del pasado reciente ilustran que el tratamiento de los instrumentos AT1 ha tenido resultados mixtos y revela su alto grado de complejidad. En el caso de *Deutsche Bank* en 2016, ante una pérdida de valor de 20% en este tipo de instrumentos, el banco gatilló una recompra de bonos AT1 para evitar que los tenedores incurrieran en pérdidas. Entre 2013 y 2017, instrumentos convertibles generaron pérdidas a inversionistas *retail* en algunos bancos italianos, lo que motivó restricciones regulatorias a su participación en dichas inversiones. En contraste, destaca el caso de Banco Popular en 2017 que en el debate internacional se cita como una experiencia positiva, en la cual el castigo a los bonos AT1 estuvo acompañado de la pérdida total para los accionistas. No obstante, a diciembre de 2019 todavía se registraban procedimientos judiciales activos por parte de inversionistas AT1 de dicho banco que buscaban ser compensados.

Estos eventos adversos en los sectores bancarios de EE. UU. y Europa se desencadenaron rápidamente, requiriendo la pronta y coordinada intervención de las autoridades pertinentes. Los episodios que afectaron algunos bancos en EE. UU. y Europa debido a las vulnerabilidades que estos venían incubando^{3/} requirieron la aplicación de medidas extraordinarias para el resguardo de la estabilidad financiera de dichas jurisdicciones. En EE. UU., las medidas adoptadas para la contención de riesgos implicaron la resolución de algunos bancos, que empezó a ejecutarse por la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), y la extensión de líneas de liquidez a todo el mercado por parte de la Fed. En tanto, en Suiza, el manejo de la situación de *Credit Suisse*, que solo durante el último trimestre del 2022 ya había perdido una fracción significativa de sus depósitos, se llevó a cabo por la autoridad de supervisión financiera, la *Financial Market Supervisory Authority* (FINMA). Ambas situaciones fueron abordadas en un plazo menor a una semana por las autoridades pertinentes.

^{3/} El aumento de tasas de interés en EE. UU. generó pérdidas significativas en bancos altamente expuestos a ciertos instrumentos financieros, que se amplificaron en entidades con debilidades en su gestión de riesgos. Tal fue el caso de Silicon Valley Bank (SVB) y otros bancos regionales, que enfrentaron retiros de depósitos mucho mayores a lo esperado, con una alta participación de depositantes provenientes del sector tecnológico, y casi la totalidad de sus depósitos no cubiertos por seguro del FDIC. En particular, solo el día 9 de marzo pasado SVB debió honrar rescates de depósitos por 40 mil millones de dólares (Fed, 2023). Por su parte, la situación de *Credit Suisse* tuvo su origen en diversos problemas que venían observándose en un periodo más prolongado en dicha institución, de gobernanza, control interno y efectos reputacionales, no relacionados con los casos vistos en EE. UU.



Contar con la institucionalidad y herramientas adecuadas para resolver de manera ordenada los problemas de las entidades bancarias afectadas es una pieza clave para la contención de riesgos.

La FDIC es una agencia de seguro de depósitos independiente, que cumple ciertas funciones de supervisión bancaria además del rol de “autoridad de resolución”. Para esto último, la FDIC asume la responsabilidad de vender los activos del banco en problemas y saldar sus deudas, incluyendo la devolución de los depósitos no asegurados, de la manera menos costosa, manteniendo la estabilidad y confianza del público, con un proceso confidencial, transparente y justo. Los requerimientos de minimización de costos se pueden relevar para el caso excepcional de instituciones que presentan riesgo sistémico, para lo cual se requiere de la aprobación de dos tercios del Consejo del FDIC, la Fed y el Tesoro Americano. En tanto, la red de seguridad financiera en Suiza está conformada el banco central (*Swiss National Bank* o SNB), FINMA, el *Federal Department of Finance* (FDF) y el seguro de depósitos (*esisuisse*). La autoridad principal en cuanto a resolución bancaria es FINMA, cuya intervención en dicho ámbito depende de la severidad del problema, pudiendo congelar temporalmente el pago de depósitos, definir la reestructuración y potencial venta del banco y, en caso de no existir posibilidad de una resolución exitosa, decretar su liquidación^{4/}.

Si bien estos eventos en la banca internacional ponen de relieve la importancia de la implementación de un marco regulatorio apropiado, quedan preguntas abiertas respecto de las implicancias de estos casos recientes para los marcos de regulación y supervisión financiera que incidirán en el futuro desarrollo de política.

Por ejemplo, la clasificación contable de instrumentos de inversión en libro de banca o negociación y su relación con el tratamiento de la exposición a riesgo mercado; la complejidad inherente en los instrumentos de capital AT1; y la efectividad de ciertas herramientas de regularización y resolución, y su uso rápido en conjunto con la imposición de límites al seguro de depósitos en la era de la banca digital; son aspectos del marco regulatorio que serán debatidos y revisados a la luz de los acontecimientos descritos en este capítulo.

PRINCIPALES DESARROLLOS DE REGULACIÓN BANCARIA LOCAL

La aplicación de los estándares de Basilea III a toda la industria es una de las fortalezas del marco regulatorio bancario chileno, que se suma a características propias de la banca local. En Chile, como se mencionó anteriormente, la implementación de los estándares internacionales de Basilea III en materias de solvencia bancaria, a través de requerimientos de capital y cobertura de riesgos fue posible tras la reforma a la LGB y subsecuente normativa. Por su parte, el BCCh regula directamente la gestión de liquidez de los bancos en función de estos estándares internacionales, que en particular se han incorporado gradualmente desde el 2015. Estos estándares se aplican sin distinciones a todas las entidades del sistema bancario, lo cual constituye una fortaleza del marco regulatorio chileno. Adicionalmente, el modelo de negocio bancario predominante en Chile es más bien tradicional, focalizado en otorgamiento de crédito sobre una base diversificada de financiamiento y una adecuada gestión de descalces de plazos. Una diferencia importante con lo observado en el caso de SVB y otros bancos afectados en la coyuntura financiera global es la menor presencia de instrumentos financieros en el libro de banca (gráficos IV.1 y IV.2).

^{4/} Para más detalles, ver [vínculo](#).



GRAFICO IV.1 DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS: SVB VS SISTEMA BANCARIO CHILENO, A DICIEMBRE DE 2022
(porcentaje de activos totales)

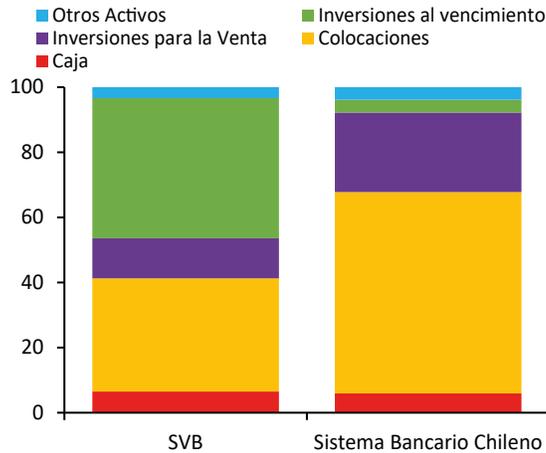
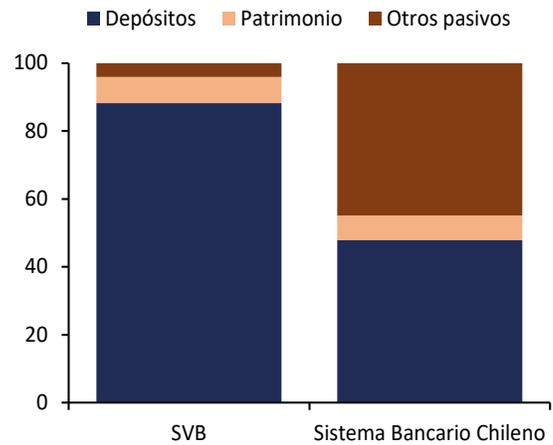


GRAFICO IV.2 DISTRIBUCIÓN DE PASIVOS: SVB VS SISTEMA BANCARIO CHILENO, A DICIEMBRE DE 2022
(porcentaje de pasivos totales)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y la SEC de EE. UU.

En particular, resulta relevante destacar que la regulación de la CMF y del BCCh contemplan la identificación y medición del riesgo de tasa y reajustabilidad para el libro de banca bajo condiciones de estrés. Hasta abril pasado, estos riesgos para la industria bancaria local eran medidos a través de las disposiciones del Capítulo III.B.2.2 del Compendio de Normas Financieras (CNF) del BCCh^{5/}. Desde entonces, entró en pleno vigor la regulación de la CMF sobre Activos Ponderados por Riesgo de Mercado acorde a Basilea III según lo dispuesto en los Capítulos 21-7 y 21-13 de su Recopilación Actualizada de Normas (RAN)^{6/}. En particular, este último implicó que las empresas bancarias entreguen su Informe de Autoevaluación del Patrimonio Efectivo (IAPE) en su versión completa en abril de este año, lo que permitirá contar con más información relevante para evaluar la solvencia de las entidades en base a los riesgos materiales de cada institución. Asimismo, de acuerdo con lo señalado por la LGB, contar con la información de IAPE completa permitirá a la CMF una evaluación más precisa de las instituciones según sus perfiles de riesgo específicos y, en función de ello, potencialmente definir cargos de capital adicionales asociados al llamado Pilar 2 de Basilea III.

En tanto, desde 2021 a la fecha se observan tres casos de procesos de emisión de instrumentos de capital AT1 por parte de bancos locales en la forma de bonos perpetuos. La LGB incorporó este nuevo componente del capital regulatorio de los bancos, posibilitando dos tipos de instrumentos que anteriormente los bancos locales no podían emitir: los bonos sin vencimiento (o “bonos perpetuos”) y las acciones preferentes. Las características fundamentales de los bonos AT1 en Chile están definidas en la legislación, e incluyen la posibilidad de conversión en acciones ordinarias, caducidad, o depreciación con posibilidad de reapreciación según se establezca en las condiciones de emisión. De acuerdo con lo dispuesto en el Capítulo 21-2 de la RAN de la CMF, la absorción de pérdidas por parte de estos instrumentos debe gatillarse si el nivel de capital CET1 cae por debajo de 5,125% APR o un nivel mayor establecido en las condiciones de emisión, o bien en las situaciones de insolvencia del artículo 130 de la LGB.

^{5/} Ver Anexo 1.1 del referido capítulo del CNF del BCCh. Ver también el Capítulo 1-13 de la RAN de la CMF, que establece la obligatoriedad para las instituciones bancarias de contar con una Política de Administración del Libro de Banca para asegurar su adecuada gestión, lo que conlleva una medición interna, control y pruebas de tensión.

^{6/} Esto implica la derogación del Capítulo 12-21 de la RAN y del Capítulo III.B.2.2 del CNF a partir de la misma fecha. También implica que cambios en la forma en como los bancos entregarán información respecto de los flujos asociados al riesgo de tasa de interés y de reajustabilidad del libro de banca, reemplazándose el archivo C40 del Manual de Sistema de Información de Bancos de la CMF por el archivo R13 del Sistema de Riesgos para la supervisión del Pilar 2.



Como resultado del proceso anual de definición de entidades sistémicas, los cargos adicionales de capital se mantuvieron, a excepción de un banco. En marzo pasado la CMF, previo informe favorable del BCCh, determinó cuáles entidades bancarias se califican como de importancia sistémica y sus respectivos cargos de capital. El proceso, que considera la interacción entre la CMF y el BCCh mediante la entrega de informe previo favorable por parte de este último, concluyó definiendo dichos cargos de capital, los cuales deberán hacerse efectivos a partir de diciembre de 2023, por un monto correspondiente al 50% del cargo establecido por la CMF según el calendario de implementación de Basilea III (tablas IV.1 y IV.2). La CMF incorporó dentro de su planificación normativa de 2023 una revisión al Capítulo 21-11 de la RAN, que define los factores y metodología para la definición de bancos calificados de importancia sistémica, con el objetivo de evaluar aspectos conceptuales y de medición de las variables involucradas. En el contexto actual, y en virtud de la evolución que ha tenido el sistema financiero local postpandemia, el BCCh considera relevante revisar permanentemente el funcionamiento de las metodologías utilizadas para la implementación de las herramientas macroprudenciales, a la luz de la experiencia observada en los últimos años.

Los nuevos hitos en la implementación de los estándares de liquidez de Basilea III tienen el objetivo de minimizar los riesgos que enfrentan los bancos en ese ámbito, cautelando así la estabilidad financiera del sistema. A principios de 2022, se publicó la modificación a la regulación de liquidez establecida en el Capítulo III.B.2.1 del CNF, que adelantó la entrada en régimen de la razón de cobertura de liquidez (LCR) y estableció la entrada paulatina del requerimiento de financiamiento estable neto (NSFR), según el cual en enero pasado se aumentó el límite normativo para el NSFR a un 70%. Adicionalmente, en abril de este año las entidades bancarias entregaron el primer Informe de Autoevaluación de Liquidez (IAL), que corresponde a uno de los elementos del Proceso de Evaluación de la Adecuación de Liquidez Interna (ILAAP) cuya normativa asociada fue publicada reciente por la CMF. El principal objetivo de este nuevo proceso e informe es contribuir a minimizar los riesgos de liquidez a los que se ven enfrentadas las empresas bancarias, cautelando así la estabilidad financiera del sistema. En esta primera versión, el IAL se presentó en un formato simplificado y enfocado a los desafíos más atingentes del periodo, particularmente el vencimiento en 2024 de las Facilidades de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) que otorgó el BCCh durante la crisis sanitaria, así como los cambios en el mercado y sus consecuencias en el financiamiento mayorista.

TABLA IV.1 CALENDARIO DE IMPLEMENTACIÓN DE BASILEA III (1)

Componentes Marco Basilea III		2023		2024		2025		2026	
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2
Marco APR	Riesgo de Crédito								
	Riesgo Operacional								
	Riesgo de Mercado	Derogación III.B.2.2							
Buffer de Conservación			1,875%		2,5%				
AT1			1,0%		1,5%				
Bancos Sistémicos (2)			50%		75%		100%		
Deducciones del Capital Básico			30%		65%		100%		
Pilar II			1er IAPE						
Requerimiento de Capital Contracíclico									
Regulación Liquidez	LCR								
	NSFR		70%		80%		90%		100%
	IAL (3)		1er Informe parcial		1er Informe completo		ALAC		

(1) Celdas verde claro indican implementación completa.

(2) Porcentaje del cargo definido a aplicar para cada banco, según tramo de importancia sistémica. (3) Requerimiento de ALAC adicional depende de evaluación de CMF respecto del IAL.

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

TABLA IV.2 CARGO DE CAPITAL BÁSICO ADICIONAL (porcentaje de los APR)

	Cargo asignado (1)		Cargo exigido (2)	
	2022	2023	2022	2023
BCI	1,500	1,750	0,375	0,875
Santander	1,500	1,500	0,375	0,750
Estado	1,250	1,250	0,313	0,625
Chile	1,250	1,250	0,313	0,625
Scotiabank	1,250	1,250	0,313	0,625
Itaú	1,000	1,000	0,250	0,500

(1) Corresponde al cargo asignado según puntaje de importancia sistémica, publicado en marzo de cada año. (2) Corresponde al cargo efectivamente exigido, de acuerdo con la implementación gradual de los estándares de Basilea III para este requerimiento (tabla IV.1).

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



En el marco de colaboración interinstitucional, el BCCh junto a la CMF incorporan nuevos proyectos a sus agendas para el continuo desarrollo del mercado financiero y bancario local. El BCCh está preparando la pronta puesta en consulta para habilitar esquemas de securitización retenida, o autosecuritización, que se explica más adelante en este capítulo. En esa misma línea, la CMF ha avanzado en la modificación normativa de su Capítulo 18-5 de la RAN que requiere informar las colocaciones vendidas o cedidas a empresas securitizadoras o fondos de créditos securitizados. Entre los desarrollos pendientes de implementación de Basilea III, otro elemento incorporado en la planificación normativa de la CMF se refiere a la medición del riesgo de crédito (*Standardised Approach for Counterparty Credit Risk*) de las operaciones de derivados.

Mantener la convergencia a estándares regulatorios internacionales es particularmente relevante en el contexto actual en que algunas herramientas de manejo de situaciones críticas a nivel local se encuentran en desarrollo. El BCCh, en línea con las recomendaciones para Chile del FMI a través del último FSAP y en estrecha colaboración con CMF, han avanzado en el desarrollo de un acuerdo de entendimiento (MoU, por su sigla en inglés) enfocado particularmente en la gestión de situaciones críticas que pudieran darse en la banca y el sistema financiero local. El objetivo de este acuerdo es permitir un actuar más oportuno, eficiente e informado por parte de las autoridades para resguardar la estabilidad financiera ante este tipo de situaciones. Con el mismo propósito, la CMF, el BCCh y el Ministerio de Hacienda se encuentran trabajando en una propuesta para un esquema de Resolución Bancaria que, ante situaciones críticas en la banca, permita a la autoridad contar con un conjunto más amplio de herramientas para la protección de los depositantes, de la estabilidad financiera y de la fe pública en el mercado financiero, salvaguardando intereses públicos al mantener en funcionamiento los servicios críticos de la entidad y minimizando el costo para depositantes y contribuyentes. Este es un desarrollo relevante para la modernización de la legislación chilena, y levantado como una de las recomendaciones habituales del FSAP para Chile, siendo a nivel internacional un elemento importante en la red de seguridad del sistema financiero^{7/}. Típicamente, situaciones críticas como las observadas en los sistemas bancarios de EE. UU. y Europa en lo más reciente se desencadenan rápidamente, por lo que la disponibilidad de un conjunto de herramientas y los marcos de coordinación interinstitucional cumplen un rol fundamental.

AGENDA DE REGULACIÓN DEL BCCH Y DESARROLLOS LEGISLATIVOS

La agenda de regulación del Banco incorpora nuevas iniciativas para 2023: una actualización de sus normas para Emisores y Operadores de Tarjetas de Pagos, y la habilitación de esquemas de autosecuritización. Respecto de las normas de tarjetas de pagos, prontamente el BCCh publicará para consulta un conjunto de ajustes que incorporan nuevas exigencias a los proveedores de servicios de procesamiento de pagos que liquidan pagos a los comercios (PSP o sub-adquirientes), dictan normas para permitir el funcionamiento en el país de la denominada adquirencia transfronteriza, y regulan a los emisores no bancarios de medios de pago con provisión de fondos que, según lo establecido en la Ley Fintec, pueden recibir dinero del público exclusivamente para efectuar los pagos correspondientes o las transferencias de fondos instruidas por el titular. Estos ajustes favorecerán el desarrollo de nuevos modelos de negocio con los resguardos adecuados para mitigar riesgos para el funcionamiento del sistema de pagos.

^{7/} Una de las prioridades del G20 tras la crisis financiera global ha sido la implementación de regímenes de resolución orientados por los principios desarrollados para tal efecto por el *Financial Stability Board* (FSB). Para más detalles, ver [FSB \(2014\)](#).



Los esquemas de securitización retenida o autosecuritización tienen como objetivo facilitar la gestión de colaterales en operaciones de liquidez con el BCCh y ampliar el espectro de instrumentos financieros de alta calidad. Como se mencionó anteriormente, el Banco está preparando la pronta puesta en consulta para habilitar esquemas de autosecuritización. Este mecanismo consiste en la securitización de una cartera de créditos originados por un banco y, simultáneamente, la compra por parte de éste del bono securitizado resultante. Una de las principales diferencias con una securitización usual es que en una securitización retenida el bono es recomprado por el mismo banco que originó los créditos subyacentes, para su eventual uso como colateral en lugar de colocar el bono securitizado en el mercado. Entre las ventajas de este tipo de instrumentos como alternativa de colateral, en comparación a otros instrumentos habitualmente aceptados por el BCCh en situaciones de estrés financiero (como, por ejemplo, créditos individuales), se encuentran su mayor facilidad de liquidación en el mercado secundario y la protección que entrega la estructura de “patrimonio separado” respecto de la entidad originadora de los créditos.

En paralelo, las iniciativas en curso en materia de Cámaras de Compensación de Pagos de Bajo Valor (CPBV) y de la primera Cámara de Pagos de Alto Valor en Moneda Extranjera (CCAV FX) continúan su avance. La regulación para CPBV continúa su proceso de implementación, encontrándose actualmente en la fase de aprobación de los reglamentos operativos presentados por cada una de las entidades que conformarán estas cámaras. Estas normas internas deben definir los principales aspectos de conformación, funcionamiento y mitigación de riesgos de la respectiva CPBV, debiendo ser aprobadas por el BCCh. Adicionalmente, se encuentra en desarrollo la segunda etapa de esta regulación, que definirá próximos pasos tomando en consideración la experiencia de funcionamiento de estas cámaras, que se espera comiencen a operar durante el segundo semestre de este año. En materia de pagos en moneda extranjera, continúa el avance de implementación de la primera CCAV FX, operada por la sociedad ComBanc S.A., que incluye la aprobación de sus normas internas por parte del BCCh. Se estima su entrada en funcionamiento el último trimestre de este año (ver [IEF segundo semestre 2022](#)).

La fase final del proceso de modernización de la regulación cambiaria se realizará durante este año. En los próximos meses se publicará para consulta la nueva estructura del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, así como avanzar en el desarrollo de un nuevo sistema informático para recibir la información cambiaria. De esta manera, al término de este proceso se habrá avanzado en varios aspectos: reducción de carga regulatoria al eliminar algunos de los requisitos de entrega de información; contribución para la internacionalización del peso chileno a través de la autorización amplia para la realización de operaciones transfronterizas con la moneda local; y un sistema más seguro y eficiente para el cumplimiento de las obligaciones de entrega de información que subsisten. El avance de estas y otras iniciativas recientes del BCCh se muestran esquemáticamente en la Tabla IV.3.

En cuanto a avances legislativos, destaca el Proyecto de Ley de Resiliencia recientemente ingresado al Congreso, que abre oportunidades de desarrollo de mercado y fortalece la capacidad del Banco para gestionar situaciones de stress de liquidez. Entre las propuestas de este proyecto de ley, destacan la posibilidad de ampliación de los servicios financieros^{8/} del BCCh a Infraestructuras del Mercado Financiero e Intermediarios Financieros no Bancarios ([IEF segundo semestre 2022](#)); y el fortalecimiento del marco legal aplicable a las operaciones de venta con pacto de retrocompra o repo, ya que permitiría conferir certeza jurídica a la compensación de dichas operaciones en caso de incumplimientos, mediante el reconocimiento de Convenios Marco para su contratación (Recuadro IV.2). La implementación de estas iniciativas constituirá un avance para la solidez del sistema financiero, facilitando que en situaciones de estrés se realice una intermediación financiera de manera óptima, en conjunto con contribuir en la efectividad del BCCh en su función esencial de velar por la continuidad de los pagos internos y externos.

^{8/} Los servicios financieros de la banca central al mercado financiero en Chile son de tres tipos: (i) liquidación en dinero del Banco Central a empresas bancarias y otras instituciones que la Ley Orgánica constitucional del BCCh autoriza expresamente, que se traduce en la apertura de cuentas corrientes y acceso a la liquidación de pagos en el Sistema LBTR; (ii) facilidades de liquidez y depósito a las empresas bancarias; y (iii) Asistencia de Liquidez de Emergencia a empresas bancarias solventes que presenten una falta transitoria de liquidez.



TABLA IV.3 INICIATIVAS DE POLÍTICA FINANCIERA DEL BCCH



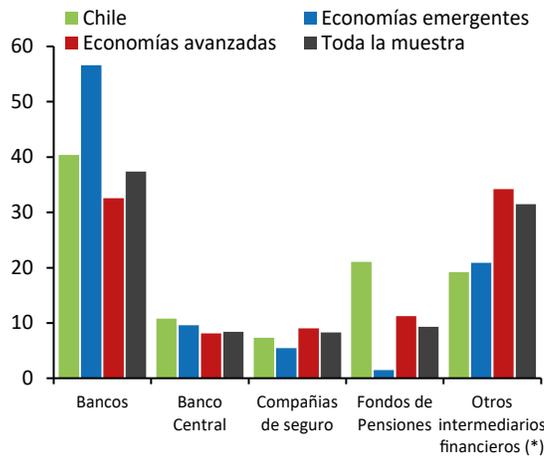
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

Estas iniciativas resultan consistentes con análisis internacionales recientes y con la relevancia de la intermediación no bancaria en Chile. Tal como se señala en el Capítulo I, una menor profundidad en los mercados financieros locales tiene repercusiones en el acceso a financiamiento de largo plazo y en la capacidad de respuesta ante *shocks* externos por parte de la economía. En este sentido, recientes análisis a nivel internacional muestran un interés renovado por el rol de los intermediarios financieros no bancarios para la estabilidad financiera y la importancia del soporte de liquidez de la banca central para el sector ([GFSR, 2023](#); [GMR, 2022](#)). Este análisis es particularmente relevante para Chile, considerando la importancia del sector no bancario en el sistema financiero local. Si bien el sistema bancario local aparece como más desarrollado que aquel de otras economías emergentes, son los fondos de pensiones los que destacan como un sector muy desarrollado en Chile en comparación incluso con economías avanzadas. Adicionalmente, cabe señalar que los otros intermediarios financieros (incluyendo fondos mutuos, compañías de seguros, entre otros) muestran un nivel de desarrollo comparable al de otras economías emergentes y crecieron sostenidamente hasta el 2019 (gráficos IV.3 y IV.4).

Otros avances legislativos relevantes son la entrada en vigor en febrero de la Ley Fintec, cuya implementación normativa tiene un plazo de hasta 18 meses, y la reciente aprobación en primer trámite del proyecto de deuda consolidada. La Ley Fintec promueve la competencia e inclusión financiera a través la innovación y tecnología en la prestación de servicios financieros, y para ello modifica diversas leyes que regulan el mercado financiero. La mayoría de esas reformas entrarán a regir una vez que la CMF dicte la normativa pertinente, como es el caso del Sistema de Finanzas Abiertas y los nuevos productos y servicios que ingresan al marco regulatorio. La CMF estima que este proceso involucra cerca de 70 normativas y ha contemplado distintas instancias para la participación de interesados. En lo que concierne al BCCh, este deberá regular a los iniciadores de pago cuando en su actividad mantengan en forma transitoria el dinero de sus clientes, y podrá también regular a las denominadas monedas estables o *stablecoins*, en la medida en que sean utilizados como medios de pago. Asimismo, recientemente se aprobó en primer trámite constitucional el proyecto de ley de deuda consolidada que, como ha señalado reiteradamente el BCCh en informes anteriores, permitirá mejorar la gestión de riesgo de crédito que realizan diferentes intermediarios financieros y mejorar la capacidad de monitoreo del endeudamiento y estabilidad financiera por parte de las autoridades financieras.

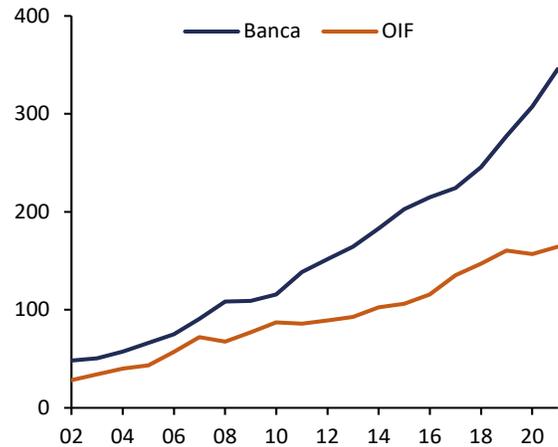


GRAFICO IV.3 PARTICIPACIÓN DE SECTORES DEL SISTEMA FINANCIERO, POR JURISDICCIÓN (porcentaje de activos financieros totales)



(*) Datos a diciembre del 2021. Incluye fondos mutuos y de inversión, oferentes de crédito no bancarios, agentes de valores, corredores de bolsa, y otros según criterios de cada jurisdicción en base a estándares de cuentas nacionales. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de [FSB \(2022\)](#).

GRAFICO IV.4 ACTIVOS TOTALES SECTOR BANCARIO Y OIF (*) (miles de millones de dólares)



(*) Último dato: 2021. Categoría OIF incluye fondos mutuos y de inversión, oferentes de crédito no bancarios, agentes de valores, corredores de bolsa, y otros según criterios de cada jurisdicción en base a estándares de cuentas nacionales. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de [FSB \(2022\)](#).

Por último, se espera que en el corto plazo se reactive la discusión sobre la adopción de un esquema de exigencias de capital y supervisión basado en riesgos para la industria de seguros, sector que juega un rol clave en la economía local. La experiencia internacional muestra una clara tendencia hacia sistemas de supervisión centrados en el análisis de los riesgos y su gestión por parte del supervisado, denominados como modelos de supervisión basados en riesgos. Siguiendo los avances en las mejores prácticas internacionales, la CMF en conjunto con la industria de seguros han avanzado durante un largo tiempo en el desarrollo de este esquema dentro de las posibilidades que ofrece la legislación vigente. Sin embargo, la plena adopción de este modelo requiere modificar los actuales requerimientos básicos de solvencia para que incorporen el concepto de capital basado en riesgo, alineado a los focos de la supervisión y administración de las compañías en la gestión de riesgos. Tanto el BCCh como la CMF han señalado la importancia de avanzar en esta iniciativa, tomando en cuenta la relevancia de las compañías de seguros para el sistema financiero local, su importante participación en conglomerados financieros, y su rol en el sistema de pensiones asociado a la provisión de rentas vitalicias y coberturas mediante los seguros de invalidez y sobrevivencia.



RECUADRO IV.1:

Implementación del Requerimiento de Capital Contracíclico en el mundo

La conducción de política financiera a través de medidas macroprudenciales ha adquirido mayor relevancia en los últimos quince años, tanto respecto de la cantidad de herramientas disponibles, como del número de países que hacen uso de ellas. Desde la Crisis Financiera Global, se observa que la mayoría de los países han implementado y activado distintas herramientas macroprudenciales, aplicando requerimientos progresivamente más exigentes —en parte debido a la implementación gradual de Basilea III— para aumentar la resiliencia de sus sistemas financieros. Durante ese período, el *shock* de la pandemia del Covid-19 motivó una relajación generalizada de un amplio set de medidas macroprudenciales en diversas jurisdicciones, con el fin de otorgar espacio para que los agentes financieros pudieran acomodar el *shock* minimizando la amplificación de este, ilustrando así la lógica contracíclica o precautoria de este marco de política (gráfico IV.5)^{1/}. En particular, las herramientas cuyo uso se ha incrementado de manera más pronunciada desde su incorporación a los estándares de Basilea III han sido el colchón de capital de conservación, el cargo de capital adicional a instituciones financieras de importancia sistémica, la restricción al apalancamiento total (no basado en riesgo), y el Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC).

La experiencia internacional sugiere que un espectro cada vez más amplio de fundamentos de política estaría guiando la implementación del RCC. El objetivo central de esta herramienta macroprudencial es acumular un requerimiento de capital adicional que pueda ser liberado en situaciones de disrupción financiera relevante, buscando de esta forma mantener una provisión de crédito y otros servicios bancarios a través del ciclo financiero. Este objetivo central se ha mantenido invariable a través del tiempo, no obstante, ha ido evolucionado el entendimiento respecto al período apropiado para acumular este requerimiento adicional de capital. Originalmente, se consideraba que la herramienta debía ser activada durante “períodos de crecimiento excesivo del crédito”, buscando un segundo efecto de atenuación de acumulaciones de riesgo sistémico (BCBS, 2010)^{2/}.

Sin embargo, en la práctica se ha optado por acumular este *buffer* en cuanto sea posible, aumentando la resiliencia de la banca sin que necesariamente se observen aumentos excesivos en el ciclo del crédito (BCBS, 2017). Posteriormente, aumentó la ponderación de un enfoque precautorio en el uso de esta herramienta al mantener activado el RCC en un nivel considerado adecuado para generar holguras de capital regulatorio en un ambiente de riesgo estándar o normal (BCBS, 2021 y 2022); el *Bank of England* (BoE) fue pionero en este concepto al declarar en 2016 su intención de mantener el requerimiento en torno a 1% en un ambiente de riesgo estándar, aumentando este nivel neutral a 2% en 2019. Según el BoE, esta estrategia facilitaría liberar el requerimiento en caso de materialización de riesgos, y reduciría el costo económico del RCC y sus ajustes con relación al nivel de riesgo (BoE, 2016 y 2019).

^{1/} En el contexto de este recuadro, se entiende por política contractiva una activación de alguna herramienta o aumento de algún requerimiento, mientras que una política se considera expansiva cuando se observa su relajación (liberación o disminución).

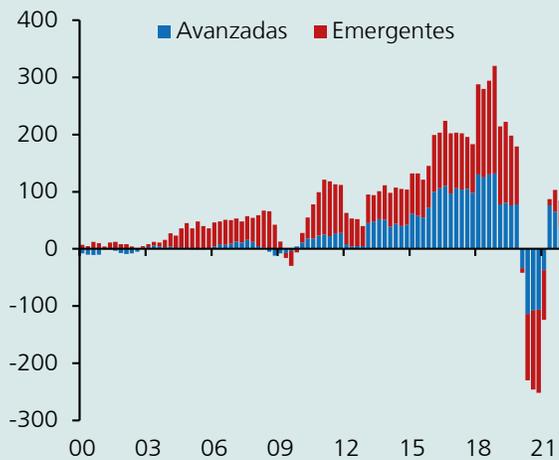
^{2/} Dado su potencial de “gestionar” el ciclo del crédito agregado, permitiría mitigar o contener la fase expansiva del ciclo de crédito o bien reducir el riesgo de que la oferta de crédito se vea limitada por los requisitos de capital regulatorio al desactivarse el RCC en la fase contractiva del ciclo de crédito.



Al inicio de la pandemia, los países que habían optado por usar el RCC con un enfoque precautorio lo desactivaron o redujeron progresivamente, evitando la amplificación del *shock* y manteniendo la provisión de crédito. La gran mayoría de los países que tenían activado su RCC en un nivel positivo a inicios de 2020 lo desactivaron en forma prácticamente simultánea al principio de la pandemia, lo cual resultó en una primera prueba a gran escala de la herramienta. Empíricamente se encuentra que en aquellas jurisdicciones donde se liberó el RCC, y otros requerimientos de capital, tiende a observarse un crecimiento del crédito algo mayor, aunque otras medidas de apoyo contemporáneas pueden haber influido. En aquellas jurisdicciones en que se ha empezado a adoptar el enfoque de RCC como medida precautoria, en un número importante de casos se definen condiciones normales o estándar en las cuales resulte posible acumular este *buffer* de capital con el objetivo de aumentar la resiliencia del sistema financiero, tal que en condiciones de tensión financiera severas este *buffer* se puede liberar. Siguiendo esta lógica, las condiciones apropiadas para acumular el *buffer* pueden incluir escenarios contractivos del crédito (BCBS, 2021 y 2022).

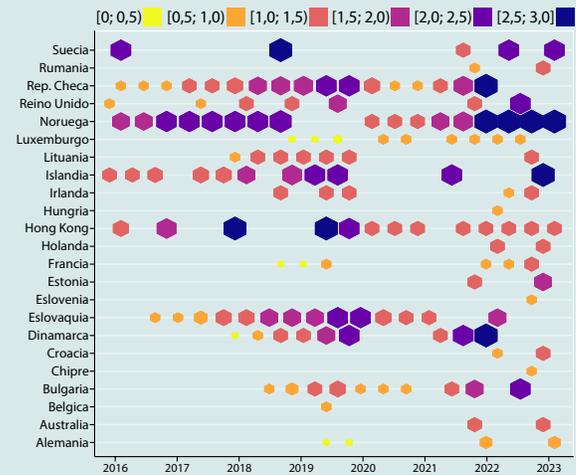
Dado que la liberación del *buffer* aplica a todo el sistema bancario, se evita el efecto de señalización respecto de la situación de bancos individuales. La evidencia muestra que la banca es reacia a reducir su capital en momentos de tensión, puesto que daría señales de vulnerabilidad, lo que redundaría en un comportamiento procíclico que puede amplificar un ciclo negativo de crédito gatillado por escenarios de estrés. Que la autoridad defina su desactivación para el sistema como un todo contribuye a mitigar ese efecto en caso de utilizar la holgura de capital generada (Celedón et al., 2023). Cabe destacar que países que no tenían activado este *buffer* optaron por otras medidas macroprudenciales, como retrasar la implementación de los estándares de Basilea III —como ocurrió en Chile— o flexibilizar otros requerimientos de capital —como el colchón de conservación o el cargo sistémico (BCBS, 2021 y 2022).

GRAFICO IV.5 DIRECCIÓN DE POLÍTICA MACROPRUDENCIAL (*)
(número neto de decisiones, suma móvil anual)



(*) Política macroprudencial contractiva (expansiva) corresponde a variable dicotómica que toma valor igual a 1 (-1) cuando se toma la decisión respectiva, y 0 en caso contrario. Barras indican el valor neto entre el total de decisiones observadas para todos los países de la muestra en ambas direcciones, tal que valores positivos indican que se observaron más medidas contractivas que expansivas y viceversa. Para más detalles, ver Alam et al. (2019). Fuente: Banco Central de Chile en base a información de iMaPP-IMF.

GRAFICO IV.6 NIVEL ANUNCIADO PARA EL RCC (*)
(porcentaje)



(*) Corchetes en intervalos de leyenda indican qué valores se incluyen en cada rango. Por ejemplo, marcadores en amarillo indican anuncios por niveles del RCC menores a 0,5%; naranja indica anuncios para nivel del RCC mayor o igual a 0,5% y menor a 1%; y así sucesivamente. Tamaño de marcadores asociados a valores del RCC anunciado.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de BIS y ESRB.



Desde el IEF anterior, algunas jurisdicciones anunciaron o hicieron efectivas activaciones del RCC. Según el BIS y ESRB, en los últimos seis meses, 22 de los 49 países para los que hay información han decidido activar por primera vez, mantener una activación realizada con anterioridad, o continuar con un proceso gradual de incremento del cargo de capital contracíclico (gráfico IV.6). Las motivaciones han sido variadas y se relacionan con incubación de riesgos en el sector inmobiliario, actividad de crédito, al mayor grado de incertidumbre local o global, entre otros. De estos países, mayoritariamente europeos dada la naturaleza de la muestra, 15 corresponden a economías avanzadas y 7 a emergentes; esto contrasta con la mayor heterogeneidad de las jurisdicciones restantes que nunca han anunciado una activación de esta herramienta^{3/}. Asimismo, destaca el uso de requerimientos contracíclicos no convencionales o alternativos al RCC de Basilea III —como el *domestic stability buffer* en Canadá, o los colchones contracíclicos sectoriales de Alemania, Bélgica y Suiza enfocados particularmente en el sector hipotecario residencial—, con el fin de dirigir el mayor costo de capital al segmento de mercado donde se concentran los mayores riesgos^{4/}. También destacan jurisdicciones que recientemente han anunciado que mantendrán un RCC positivo de forma permanente durante tiempos normales, como Australia, Holanda y Suecia^{5/}.

Con todo, la experiencia internacional acumulada desde la incorporación de esta herramienta en el marco de Basilea III apunta hacia una consolidación de su aplicación con una lógica precautoria. La vinculación estrecha entre el ciclo del crédito y el RCC contenida en el enfoque inicial del BIS ha ido perdiendo relevancia en la práctica. La idea original ha cedido terreno a una aplicación con enfoque preventivo, donde se busca aumentar la resiliencia del sistema cuando las condiciones lo permiten y en consideración al entorno de riesgo, lo que propicia una gestión más flexible y eficiente de este *buffer*.

^{3/} Notar que el gráfico incluye a Bélgica, que solo anunció la activación del RCC previo a la pandemia del Covid-19, que no se hizo efectiva dada la retracción de dicho anuncio el 2020.

^{4/} Canadá ha utilizado activamente su *Domestic Stability Buffer* (DSB), requerimiento similar al RCC que aplica a los bancos canadienses de importancia sistémica local y es adicional al cargo sistémico de Basilea III. Actualmente, a los bancos sistémicos se les aplica un cargo sistémico y un DSB de 1 y 3% de los APR, respectivamente ([OSFI, 2022](#)). Alemania, Bélgica y Suiza aplican colchones contracíclicos sectoriales, enfocados particularmente en el sector hipotecario residencial, con el fin de. En Suiza, el “RCC sectorial” dirigido a préstamos hipotecarios residenciales nacionales alcanzó 2,5% de dicha exposición en enero del 2022; en marzo del 2022, en Alemania se aumentó el “colchón de riesgo sistémico sectorial” a 2% de las hipotecas residenciales como instrumento complementario al RCC convencional; y en mayo de 2022, en Bélgica se introdujeron requisitos de capital adicionales sobre las exposiciones al mercado inmobiliario residencial de los bancos que aplican modelos internos para la determinación de sus activos ponderados por riesgo ([BIS, 2022](#)).

^{5/} En Australia, a fines del 2021 la autoridad de supervisión considera en el nuevo marco de capital regulatorio un nivel del RCC de 1% por defecto, que se hizo efectivo en enero de este año y puede variar entre 0 y 350 pb; esto, con el objetivo de mejorar la flexibilidad del marco regulatorio y las respuestas macroprudenciales. En Europa, el Banco Central de Holanda apunta a un RCC de 2% en un entorno de riesgo estándar para tener más en cuenta la incertidumbre inherente a la medición del riesgo sistémico cíclico, pudiendo superar el 2,5% si las condiciones de riesgo lo justifican. Asimismo, en Suecia, para garantizar la posibilidad de liberar capital para los bancos suecos durante una crisis, Finansinspektionen aplicará una tasa neutral positiva para el RCC del 2%, pudiendo aumentarla por sobre 2,5% si los riesgos sistémicos son altos o crecen significativamente más rápido de lo que es sostenible a largo plazo.



RECUADRO IV.2:

Fortalecimiento del mercado de repos

El mercado de repos es un pilar importante en el funcionamiento de los mercados desarrollados. Los repos son operaciones financieras en que las partes acuerdan simultáneamente la venta *spot* de algún instrumento financiero, junto con un compromiso de compra futuro, a un precio predefinido. Financieramente, el repo funciona como un crédito colateralizado, en el cual el título en cuestión constituye la garantía de la operación. Estas transacciones son de amplia utilización en los mercados monetarios desarrollados, destacándose por ejemplo su profundidad en la Eurozona (US\$10,3 billones), el Reino Unido (US\$9,3 billones) y Estados Unidos (US\$4,4 billones), que contrastan con los US\$3.000 millones en Chile (tabla IV.4). Estas operaciones son de interés de diversos agentes, como bancos, inversionistas institucionales y otras entidades financieras y del sector real, quienes recurren al mercado monetario para administrar su liquidez de corto plazo, o bien para rentabilizar activos de bajo riesgo que se encuentran inmovilizados en sus balances.

Un mercado de repos desarrollado presenta diversos beneficios para el correcto funcionamiento de los mercados financieros en general. Se reconocen al menos cuatro elementos relevantes: (i) actúan como alternativa de financiamiento de corto plazo a bajo costo, facilitando el acceso mediante el uso de títulos de bajo riesgo como colateral; (ii) permiten diversificar las fuentes de financiamiento de los participantes; (iii) contribuyen a reducir la volatilidad en el mercado financiero, y (iv) permiten a los agentes ser menos dependientes de las herramientas de liquidez provistas por los bancos centrales ([BIS 2017](#), [IMF 2022a](#))^{1/}. Un mercado de repos activo, funcional y con diversidad de participantes, permite fortalecer el mercado financiero frente a *shocks* de liquidez – permitiendo a las instituciones obtener financiamiento adicional.

Si bien estas operaciones no están exentas de riesgos, los avances regulatorios que derivaron de la crisis financiera de 2008 son un mitigador importante para un desarrollo adecuado de este mercado en Chile. Parte de las lecciones fue que una excesiva dependencia en operaciones de financiamiento de corto plazo (por ejemplo vía repos), sin los adecuados resguardos, podían generar problemas para la estabilidad financiera por dos canales: (i) al amplificar el riesgo de liquidez para la parte deudora en caso de no poder renovar sus líneas de financiamiento, y (ii) amplificar los riesgos de mercado para la parte acreedora en la eventualidad de pérdidas de valor del colateral ([BIS 2017](#)). Así, uno de los pilares del fortalecimiento postcrisis del marco regulatorio fue precisamente la limitación y administración de riesgos de liquidez, transformación de madurez y apalancamiento. En esta línea, en el caso de Chile destaca la adopción de Basilea III, incluyendo sus componentes de riesgo de liquidez (LCR y NSFR) por parte del BCCh.

El Fondo Monetario Internacional, en el marco de su evaluación del sector financiero local el 2021, recomendó avanzar en medidas para desarrollar este mercado en Chile. En particular, [IMF \(2022a\)](#) sugirió establecer un grupo de trabajo interinstitucional para el desarrollo del mercado, junto con definir una estrategia para el desarrollo de este mercado, considerando incentivos y mejoras posibles en las infraestructuras de mercado relevantes. Estas recomendaciones se suman al interés de participantes locales, quienes han manifestado, en el marco del Comité de Mercados Nacionales del BCCh, la necesidad de potenciar este mercado.

^{1/} La posibilidad de realizar repos entre instituciones financieras reduce la necesidad de intervención de los bancos centrales como proveedores de liquidez al mercado en eventos de *stress* financiero, resguardando la capacidad del banco central para intervenir en situaciones extremas.



A pesar de que ha estado presente en los objetivos de las autoridades, este mercado aún no tiene una profundidad como la observada en otros países comparables con Chile. Reconociendo la importancia del mercado de repos, el 2012 el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) creó un grupo de trabajo para elaborar un diagnóstico y generar propuestas de mejora. Conforme a ello, la “Ley de Productividad” el 2016 (Ley 20.956) explicitó la obligación de transferencia de dominio de los títulos comprometidos en una transacción de repo a través de una empresa de depósito de valores, ajustando para tal propósito la ley N°18.876. Con todo, los repos en Chile aún están relativamente acotados al sector de intermediarios de valores, mientras que en el mercado interbancario (tabla IV.5), dominan las operaciones de certificados de depósito.

Una consideración importante para el correcto funcionamiento de este mercado es el tratamiento de las operaciones en caso de incumplimiento de alguna de las partes. En un mercado de repos activo, las contrapartes pueden tener muchos contratos vigentes en un momento dado, con flujos de efectivo y de papeles cruzados, diferentes horizontes de madurez, entre otras condiciones de los contratos específicos. Por ello, para los participantes de este mercado, especialmente intermediarios que potencialmente tendrían múltiples contrapartes -tanto bancarias como no bancarias- resulta clave tener plena certeza de cuáles son los saldos netos respecto del conjunto de operaciones, incluyendo la ejecución de los títulos entregados como colateral, y poder proceder de forma ordenada frente a un eventual incumplimiento de la contraparte. Dicha certeza y orden en la ejecución de los contratos es necesaria, además, para no inhibir el accionar de las autoridades, por ejemplo, en caso de requerirse una intervención de alguna entidad financiera.

En vista de lo anterior, el proyecto de ley de Resiliencia otorga claridad respecto de qué operaciones repo pueden acogerse a mecanismos de compensación especiales en caso de incumplimiento de una de las partes. Para estos efectos, el Proyecto califica aquellos repos realizados al amparo de un Convenio Marco reconocido por el BCCCh como una obligación conexa^{2/}. En consecuencia, quedan protegidos los saldos brutos o posiciones cruzadas entre las partes, así como la ejecución de garantías, con lo cual se otorga plena certeza a la determinación del saldo neto adeudado, y se extienden los mecanismos de protección para la parte no fallida del repo y los resguardos de estabilidad financiera contemplados en la legislación.

TABLA IV.4 TAMAÑO DE MERCADOS DE REPOS SELECCIONADOS
(cifras en miles de millones de dólares)

Jurisdicción	Tamaño (*)	% PIB
Eurozona	10.374	71%
Reino Unido	9.328	298%
EEUU	4.300	18%
Japón	1.495	30%
Brasil	316	20%
Canadá	211	12%
México	132	10%
Chile	3	0,9%

(*) Tamaño corresponde al monto vigente en repos a fines de diciembre 2021, salvo en caso de Canadá, que corresponde a fines de junio de 2018.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y del [Banco Central de Brasil \(2021\)](#), [BIS \(2017\)](#), [IMF \(2022b\)](#), [ICMA \(2022a, 2022b\)](#), [SIFMA \(2022\)](#).

TABLA IV.5 MERCADO INTERBANCARIO LOCAL SE BASA EN LA TRANSACCIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITOS
(cifras en millones de dólares y porcentaje)

Operaciones Interbancarias	2019	2020	2021	2022
Monto (MM USD)				
Cta. Corriente y depósitos	2.345	2.435	4.432	5.662
Cert. de Depósito	5.706	4.220	4.849	5.441
Bonos	1.864	1.750	2.675	3.559
Crédito	189	344	161	30
Total	10.104	8.749	12.117	14.692
Porcentaje (%)				
Cta. Corriente y depósitos	23%	28%	37%	39%
Cert. de Depósito	56%	48%	40%	37%
Bonos	18%	20%	22%	24%
Crédito	2%	4%	1%	0%

Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/} Las obligaciones conexas están definidas en el Art. 140 de la Ley de Reorganización y Liquidación de Empresas y Personas (Ley 20.720). Los Convenios Marco son contratos estandarizados que establecen las condiciones generales a las que se sujetan las operaciones de repo entre las partes, además de regular aspectos relacionados con la administración de riesgos inherentes a este tipo de operaciones, como la definición de eventos de incumplimiento y la manera de enterar garantías adicionales en caso de que los títulos perdieran valor de mercado durante la vigencia de la operación.



V. LA RESPUESTA FINANCIERA DE LOS HOGARES A LA PANDEMIA Y SUS VULNERABILIDADES EN EL CONTEXTO ACTUAL

Gran parte de las vulnerabilidades que enfrentan los hogares en la actualidad tienen su origen en la pandemia, y más específicamente en la reacción de política a la misma. Las medidas de apoyo económico, tanto por su naturaleza como por su magnitud, generaron un aumento transitorio sin precedentes de la liquidez de los hogares. Esta mayor liquidez generó holguras transitorias, lo que disminuyó temporalmente su riesgo de crédito. Sin embargo, los desequilibrios macroeconómicos y financieros generados por el aumento abrupto de la liquidez han sido significativos y persistentes, lo que ha afectado a los propios hogares. Adicionalmente, los retiros previsionales –que representaron aproximadamente dos tercios del aumento de liquidez– tienen efectos adversos no sólo para los hogares, sino que para la economía en general. En el contexto actual, los riesgos que enfrentan los hogares, en particular aquellos de menor ingreso, están asociados a una prolongación más allá de lo esperado del proceso de ajuste de los desequilibrios macroeconómicos y financieros.

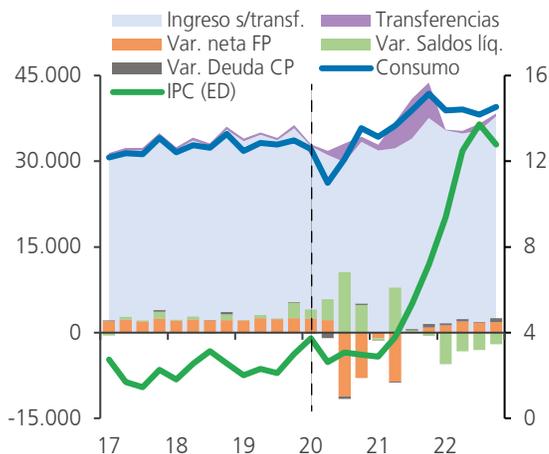
LA PANDEMIA, LA RESPUESTA DE POLÍTICA Y LA LIQUIDEZ DE LOS HOGARES

Antes del estallido social y la pandemia, los hogares chilenos en su conjunto no presentaban desequilibrios financieros relevantes. La versión de mayo de 2019 de este Informe dedicó un capítulo al análisis de riesgos y vulnerabilidades financieras de los hogares. Su principal conclusión fue que en ese momento no se detectaban desajustes significativos en el sector. Hasta ese momento, los hogares enfrentaban un entorno macroeconómico estable, sin mayor volatilidad en sus niveles de ingreso y consumo (gráfico V.1), y la hoja de balance del sector había experimentado cambios graduales en el tiempo (Cortina y Martínez, 2023). Sin embargo, producto del estallido social y en mayor grado de la pandemia, el entorno macrofinanciero que enfrentaban los hogares cambió radicalmente.

Las restricciones de movilidad producto de la pandemia se tradujeron en un menor consumo y en un *shock* de ingreso para los hogares, lo que en varios países motivó una respuesta de política asociada a la protección del empleo y provisión de liquidez. En sus inicios, el *shock* económico fue similar entre países y tuvo dos componentes principales. Por un lado, el temor al contagio y las restricciones a la movilidad redujeron el consumo en sectores económicos en los que la interacción entre personas era inevitable (Chetty et al., 2022; Madeira, 2022a). Por otro lado, la contracción de la actividad de estos sectores se tradujo en un *shock* de empleo e ingreso que se propagó hacia toda la economía y que afectó con mayor fuerza a los hogares de menores ingresos (Barrero et al., 2020; Madeira, 2022a; Crossley et al., 2021). La expectativa de que se trataba de un *shock* de carácter transitorio (FSB 2022) motivó una respuesta de política que tenía como objetivo sostener la capacidad productiva y apoyar a los hogares. A nivel internacional, la combinación de políticas económicas tuvo como elementos principales la protección al empleo y transferencias directas a los hogares (FMI 2021). La importancia relativa de cada uno de estos elementos varió entre países.

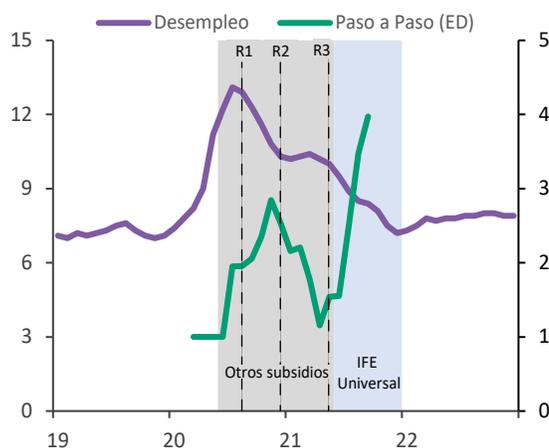


GRAFICO V.1 PRINCIPALES AGREGADOS DEL SECTOR HOGARES E INFLACIÓN (*)
(miles de millones de pesos constante a diciembre de 2021, porcentaje)



(*) Línea punteada indica inicio de la pandemia. Ingreso s/ transf.: ingreso de los hogares neto de transferencias corrientes. Transferencias: transferencias corrientes netas a los hogares. Saldo líq.: efectivo y depósitos a la vista. Deuda CP: deuda de corto plazo. FP: fondos previsionales. Fuente: Banco Central de Chile.

GRAFICO V.2 DESEMPLEO, ÍNDICE DE APERTURA Y POLÍTICAS DE LIQUIDEZ A LOS HOGARES (*)
(porcentaje, índice)



(*) Índice Paso a Paso refleja promedio ponderado por población de la fase en que se encontraba cada comuna en cada momento del tiempo, siendo 1 el confinamiento más estricto y 5 la máxima apertura. Se imputa 1 a los meses entre el primer confinamiento y el lanzamiento del plan Paso a Paso. R1, R2 y R3, indican fechas de inicio de los retiros de fondos previsionales. Fuente: Banco Central de Chile en base a información del INE y Centro de Modelamiento Matemático de la Universidad de Chile.

En Chile, la reacción de política, en términos de ayudas a los hogares, fue sustancialmente superior a la observada en otras economías e implicó un aumento sin precedentes en la liquidez de los hogares. Adicionalmente, una parte importante de este aumento se produjo hacia el término de las medidas de confinamiento. Considerando los retiros previsionales, las medidas de apoyo directo a los hogares fueron equivalentes a 28,9% del PIB de 2019, una cifra casi diez veces superior a la de países como Reino Unido o Bélgica (Cerletti *et al.*, 2023a). Adicionalmente, la forma y momento de las medidas de apoyo tuvieron características particulares en Chile. Por un lado, un 96% del apoyo se hizo a través de la provisión directa de recursos a los hogares, lo que significó un aumento en la liquidez del sector de aproximadamente US\$78 mil millones en un plazo de 18 meses. Del aumento de liquidez, aproximadamente dos tercios provino de los tres retiros de fondos previsionales. El resto provino de programas gubernamentales de transferencias directas, de los cuales el de mayor importancia fue el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) en sus distintas versiones. Por otro lado, casi 60% del gasto en transferencias directas y aproximadamente 30% de los retiros previsionales se realizaron a partir del último semestre de 2021, cuando las medidas de confinamiento se empezaban a relajar en forma definitiva y el desempleo había disminuido considerablemente desde su máximo al inicio de la pandemia (gráfico V.2).

Los programas de transferencias directas aumentaron transitoriamente el ingreso de la mayoría de los hogares, con mayor fuerza en aquellos de menor ingreso. Según información de la EFH 2021, respecto de 2017, el ingreso en términos reales del hogar mediano —que no considera la liquidez proveniente de retiros previsionales— aumentó 37,1%, 27,2%, 12,8% y 2,2% para los quintiles del uno al cuatro respectivamente, y disminuyó 5,6% para el quintil de mayor ingreso (gráfico V.3). Los aumentos de ingreso se explican en gran medida por las transferencias directas a los hogares y en particular por el IFE (Informe de resultados EFH 2021). Así, el componente de subsidios durante la pandemia fue mayor para los quintiles de menor ingreso (gráfico V.4), más afectados por el shock adverso de empleo. El tamaño y alcance de estos programas implicaron que para un gran número de hogares las transferencias directas más que compensaron la caída en ingresos asociada a la pandemia, mientras estuvieron activas.



GRAFICO V.3 INGRESO EFECTIVO DEL HOGAR (1)
(mediana, miles de pesos a dic.21)

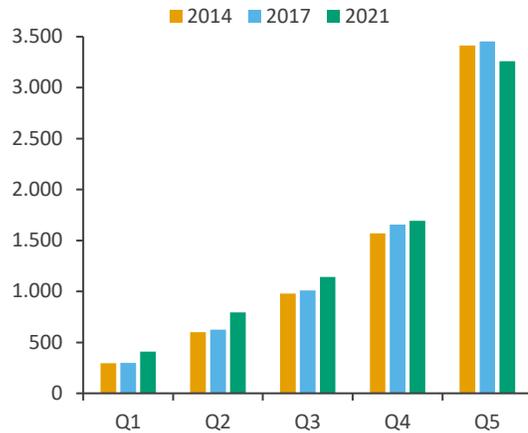
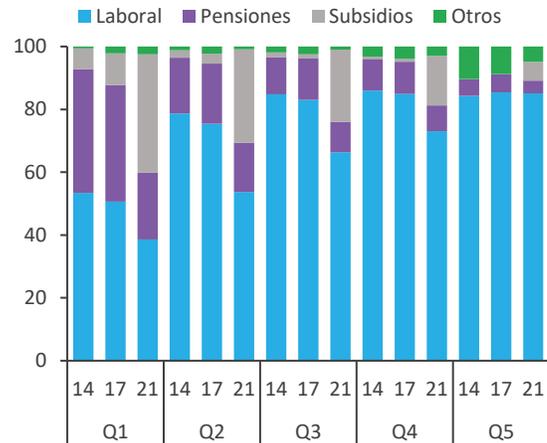


GRAFICO V.4 COMPOSICIÓN DEL INGRESO (1)(2)
(porcentaje del ingreso efectivo por quintil)



(1) Quintiles según ingreso del hogar EFH. Laboral: ingreso por actividades remuneradas por cuenta ajena o propia. (2) Pensiones: ingresos por pensiones autofinanciadas y solidarias (no incluye retiros previsionales). Subsidios: transferencias directas monetarias recibidas por el hogar. Otros: rentas del capital, arriendos, finiquitos, devoluciones de impuestos, autoconsumo y otros ingresos no vinculados a la actividad laboral. Fuente: Banco Central de Chile en base a la Encuesta Financiera de Hogares.

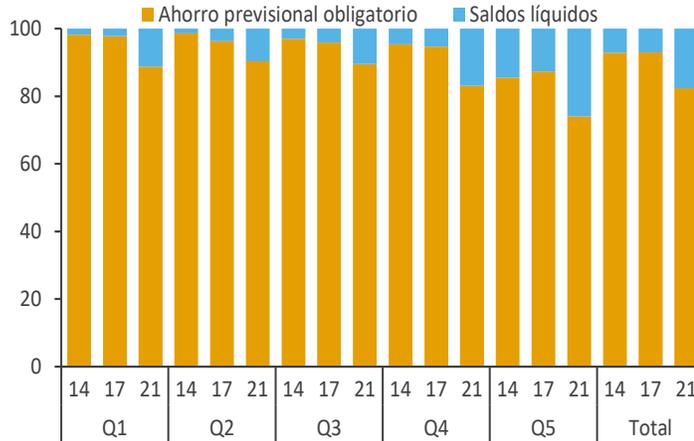
La liquidación de los ahorros previsionales implicó un cambio abrupto en la composición de la hoja de balance de los hogares hacia una mayor proporción de activos líquidos. Al retirar su ahorro previsional, los hogares sustituyeron ahorro ilíquido de largo plazo por instrumentos líquidos no indexados, como saldos en cuentas bancarias, lo que aumentó su importancia relativa en el balance de los hogares (gráfico V.5). Esto se tradujo en aumento de la fracción de hogares que mantenía ahorro en cuentas corrientes y cuentas vista, así como en el monto de éste, con mayor fuerza para los hogares de mayor ingreso. Durante la pandemia, la acumulación de saldos líquidos se explica en parte por motivos de ahorro precautorio y posteriormente por la necesidad del financiamiento de consumo futuro (Cerletti et al., 2023a).

A su vez, la liquidez proveniente de los retiros previsionales no estuvo focalizada en los hogares más afectados por el shock económico provocado por la pandemia y significó una caída mayor en los saldos previsionales de los hogares de menor ingreso. Por un lado, la mayor parte de lo retirado desde los fondos previsionales corresponde a retiros de hogares de mayor ingreso. De hecho, el monto total de lo retirado por los hogares fue creciente según su nivel de ingreso (gráfico V.6). Por otro lado, los hogares de menor ingreso retiraron una mayor proporción de sus saldos previsionales, lo que tendrá como consecuencia una disminución de las pensiones contributivas para estos hogares (Inzunza y Madeira, 2023). Por último, los hogares de menor ingreso pudieron retirar cada vez menos en relación a los hogares de mayor ingreso (gráfico V.7).

Adicionalmente, los retiros previsionales conllevan costos para la economía en general en el corto y largo plazo. Parte de los retiros previsionales han sido utilizados para financiar un mayor consumo de bienes y servicios tanto locales como extranjeros, lo que tiene como consecuencia una disminución del stock de ahorro de los hogares y de la economía. A su vez, los retiros significaron un traspaso masivo de recursos desde el mercado de capitales hacia el sistema bancario. Un menor ahorro agregado de la economía y profundidad del mercado de capitales disminuyen su capacidad de respuesta ante shocks externos adversos (Berstein y Marcel, 2019) y contribuye a aumentar ineficiencias en la distribución de riesgos (Carrière-Swallow y Céspedes, 2013; Madeira, 2023b) y en la asignación de recursos (Bau y Matray, 2023). Por otro lado, los retiros previsionales implican que, en el contexto del sistema de pensiones vigente, un mayor número de hogares dependerá del pilar solidario para financiar sus pensiones (Inzunza y Madeira, 2023). Esta situación podría desincentivar el ahorro voluntario de los hogares debido a un menor motivo precautorio, afectando el ahorro agregado de largo plazo (Madeira, 2022b; Storesletten et al., 1999).

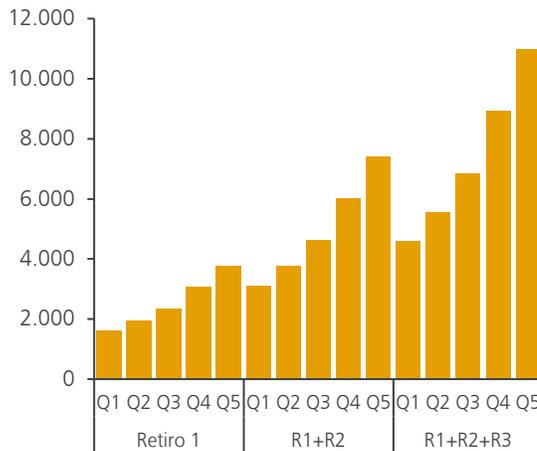


GRAFICO V.5 AHORRO PREVISIONAL OBLIGATORIO Y SALDO EN CUENTAS CORRIENTES/VISTA, POR QUINTIL DE INGRESO (*) (porcentaje)



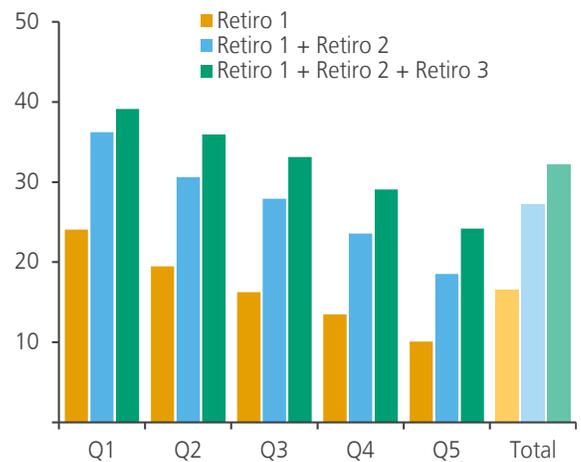
(*) Quintiles según ingreso del hogar EFH. Saldos líquidos corresponden a tenencia y saldos en cuenta corriente/vista con motivo de ahorro.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Superintendencia de Pensiones.

GRAFICO V.6 MONTOS RETIRADOS, ACUMULADOS (*) (miles de millones de pesos, total por quintil)



(*) Quintiles según ingreso del hogar EFH.
Fuente: Inzunza y Madeira (2023).

GRAFICO V.7 PORCENTAJE SOLICITADO DEL SALDO, ACUMULADO (*) (promedio, por quintil)





LA RESPUESTA FINANCIERA DE LOS HOGARES AL *SHOCK* DE LIQUIDEZ Y LOS DESEQUILIBRIOS EN EL ENTORNO MACROFINANCIERO

Los *shocks* sucesivos de liquidez a los hogares impulsaron el gasto, lo que contribuyó al aumento y mayor persistencia de la inflación. Después de haber caído al inicio de la pandemia producto de las restricciones de movilidad, el gasto de los hogares aumentó significativamente por sobre su nivel pre pandemia junto con el incremento de las transferencias directas, con mayor fuerza hacia el segundo semestre de 2021, con la implementación del IFE universal. Este elevado nivel de gasto persistió más allá del término de los programas de transferencias y fue financiado con los saldos líquidos de los hogares, acumulados tras los retiros previsionales y las transferencias fiscales (gráfico V.1). A su vez, el aumento en el consumo de los hogares incentivó la demanda interna, lo que generó un aumento persistente de la inflación ([IPoM diciembre 2022, Recuadro I.1](#)). Aumentos transitorios del ingreso y cambios en la composición de la hoja de balance de los hogares hacia activos líquidos pueden generar aumentos persistentes en el gasto de los hogares, con mayor fuerza en aquellos que enfrentan restricciones de crédito ([Kaplan et al., 2018](#)). Adicionalmente, es posible que una parte de la liquidez obtenida producto de los retiros previsionales haya sido considerada como un *shock* de riqueza por algunos hogares. De hecho, aproximadamente un 21% adicional de afiliados dependerá del pilar solidario para financiar sus pensiones, con un costo fiscal aproximado de 70% del monto total de los retiros ([Inzunza y Madeira, 2023](#)). En la medida que estos hogares no esperen financiar directa o indirectamente el mayor gasto del pilar solidario en el futuro, una parte relevante de los recursos retirados constituyeron un *shock* positivo de ingreso para ellos, lo que puede haber reforzado el efecto de las transferencias en el consumo.

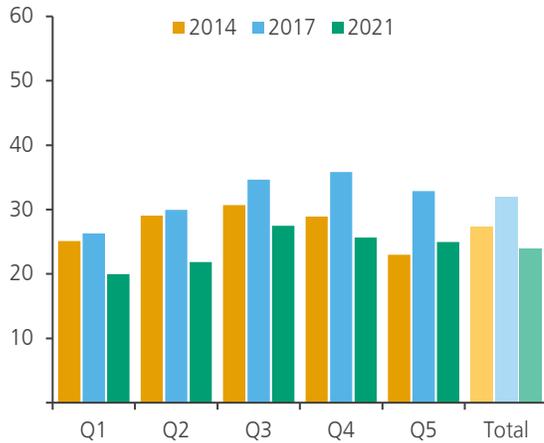
El cambio en la hoja de balance generó una acumulación transitoria de holguras que relajó las restricciones de crédito de los hogares, lo que puede haber afectado la efectividad de la política monetaria. El aumento en el porcentaje de activos líquidos en la hoja de balance de los hogares se tradujo en que, al término de las medidas de apoyo, la fracción de hogares que enfrentaban restricciones financieras había disminuido respecto de 2017 en todos los quintiles de ingreso (gráfico V.8). Este resultado es robusto a distintas medidas de restricciones financieras basadas en la posesión de activos líquidos de los hogares ([Inzunza y Romero, 2023a](#)). La disminución de las restricciones financieras que enfrentaban los hogares hacia fines de 2021 puede haber atenuado transitoriamente la efectividad de la política monetaria, toda vez que el consumo de los hogares era menos sensible a cambios en la actividad económica, lo que constituye un canal relevante para su transmisión ([Kaplan et al., 2018](#); [Slacalek et al., 2020](#)).

Por otro lado, la mayor liquidez disponible redujo la demanda de crédito de los hogares y éstos disminuyeron transitoriamente su endeudamiento. Como se ha documentado en versiones anteriores de este Informe, la caída en el consumo que se produjo al inicio de la pandemia estuvo acompañada por una disminución de la deuda de consumo de los hogares. Posteriormente, el *shock* de liquidez que experimentaron los hogares redujo su demanda por créditos de corto plazo ([IEF segundo semestre 2022, Recuadro II.1](#)) e indujo el repago de este tipo de deuda ([Cerletti et al., 2023b](#)). Así, se redujo significativamente la fracción de hogares con deuda de consumo y el monto de ésta durante la pandemia. Esta reducción fue más fuerte en hogares de menor ingreso y se concentró en deudas más caras, con mayor fuerza en oferentes no bancarios. En el caso particular de la liquidez proveniente de los retiros previsionales, se observa que los deudores bancarios utilizaron una parte de ésta para el repago de créditos rotativos y deuda morosa, sin embargo, su efecto fue transitorio ([Cerletti et al., 2023b](#)). Por su parte, el *shock* de liquidez no parece haber tenido un efecto relevante en el endeudamiento hipotecario de los hogares, que siguió aumentando en los hogares de mayor ingreso ([Informe de resultados EFH 2021](#) y Capítulo II).

El menor número de hogares con deuda y la caída en la carga financiera implicaron una reducción transitoria en los indicadores de riesgo de crédito del sector. El menor endeudamiento de corto plazo de los hogares durante la pandemia supuso una caída en su carga financiera, lo que redujo la fracción de hogares con un alto RCI en todos los quintiles de ingreso (gráfico V.9) y la deuda en riesgo de los hogares ([Cerletti et al., 2023a](#); [Madeira, 2022a](#)). A su vez, la tasa de impago de la deuda de consumo bancario cayó a mínimos históricos para todos los quintiles de ingreso de los deudores (gráfico II.14), resultado que se explica en parte por la mayor liquidez de los hogares ([Cerletti et al., 2023b](#)).

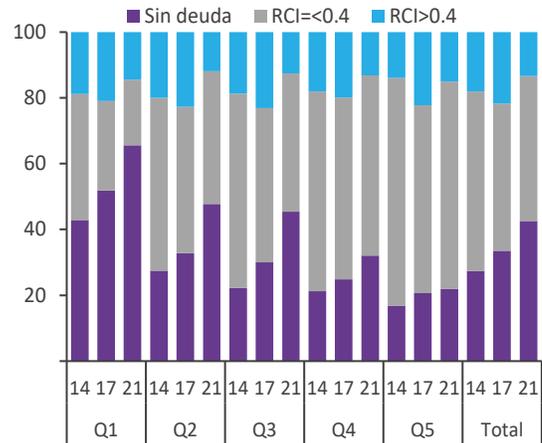


GRAFICO V.8 HOGARES RESTRINGIDOS POR RIQUEZA LÍQUIDA (*)
(porcentaje del total de hogares por quintil)



(*) Quintiles según ingreso del hogar EFH. Un hogar se considera restringido si su riqueza líquida (ingreso efectivo y activos líquidos, neto de deuda no hipotecaria) está por debajo del 30% de su ingreso mensual total.
Fuente: Inzunza y Romero (2023a).

GRAFICO V.9 DESCOMPOSICIÓN ENDEUDAMIENTO (*)
(porcentaje del total de hogares por quintil)



(*) Quintiles según ingreso del hogar EFH. RCI: razón de carga financiera sobre ingreso del hogar.
Fuente: Banco Central de Chile en base a la Encuesta Financiera de Hogares.

FUENTES DE RIESGOS Y VULNERABILIDADES FINANCIERAS EN EL CONTEXTO ACTUAL

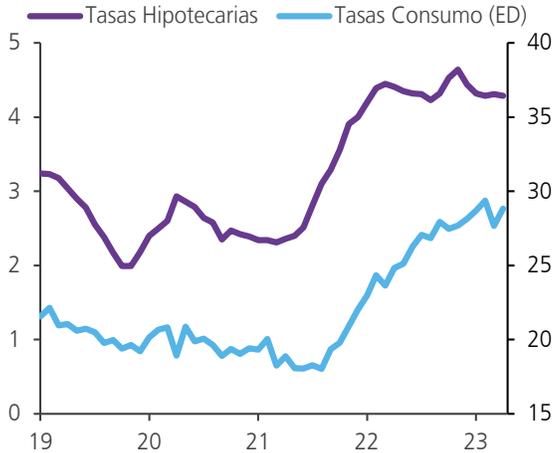
Los desequilibrios impulsados por el *shock* de liquidez a los hogares contribuyeron a que desde fines de 2021 los hogares enfrentaran un entorno macrofinanciero cada vez más deteriorado. Al término de las medidas de apoyo, la demanda agregada mostraba una recuperación importante que, sin embargo, no era sostenible (IPoM diciembre 2021). Los hogares enfrentaban una inflación creciente y las expectativas de un mercado laboral menos dinámico (IPoM marzo 2022). A esto se sumó un aumento en los costos de financiamiento de la deuda de consumo y la deuda hipotecaria de los hogares (gráfico V.10), y una oferta de crédito que rápidamente se volvió más restrictiva, con mayor fuerza en los créditos de consumo (gráfico V.11).

El deterioro del entorno macrofinanciero implicó que la liquidez extraordinaria acumulada por los hogares comenzara a reducirse, particularmente entre aquellos de menor ingreso. El aumento persistente del gasto de los hogares por sobre su nivel de ingresos (gráfico V.1) significó que la liquidez disponible comenzara a disminuir (gráfico V.12) y aumentarían las necesidades de financiamiento (gráfico V.13). En algunos de ellos, principalmente entre los de menor ingreso, la liquidez se agotó antes, lo que impulsó el uso de créditos rotativos y el aumento de la tasa de impago de la deuda de consumo (IEF segundo semestre 2022).

Al mismo tiempo, la inflación contrajo el ingreso discrecional de los hogares. La inflación afecta la capacidad de pago de los hogares al disminuir su ingreso discrecional, es decir, aquél disponible después del pago de necesidades básicas e impuestos, y que puede servir como colchón ante *shocks* adversos inesperados. Para el hogar representativo, los niveles de inflación actuales han aumentado la proporción de gasto respecto del ingreso en todos de todos los quintiles de ingreso, lo que tiene consecuencias negativas para su bienestar y aumenta su probabilidad de impago. Este efecto es mayor en hogares de menor ingreso que, debido a su alto nivel de gasto básico, cuentan con un margen financiero estrecho o nulo (Inzunza y Romero, 2023b).

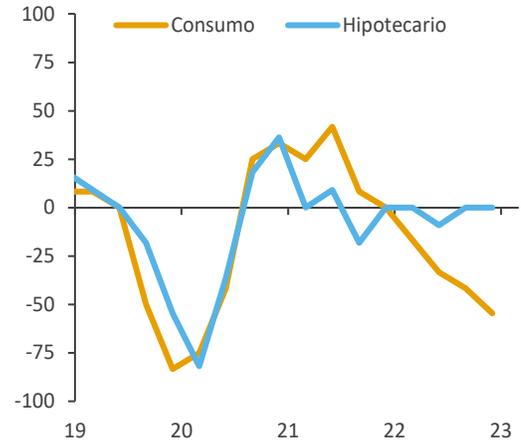


GRAFICO V.10 COSTOS DE FINANCIAMIENTO (*)
(porcentaje)



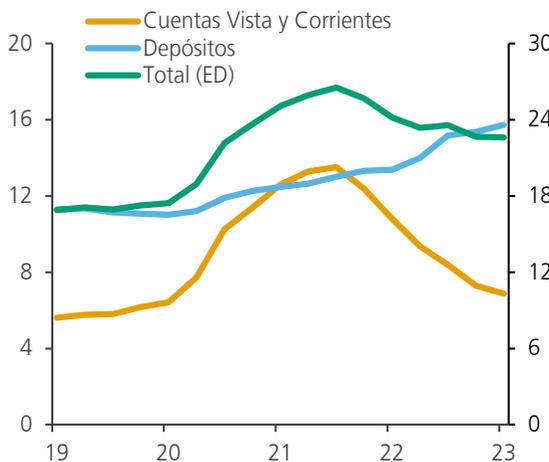
(*) Corresponde a las tasas de colocación promedio del sistema financiero, por tipo de producto (hipotecario y consumo).
Fuente: Banco Central de Chile.

GRAFICO V.11 CONDICIONES DE OFERTA DE CRÉDITO BANCARIO A HOGARES (ECB) (*)
(porcentaje)



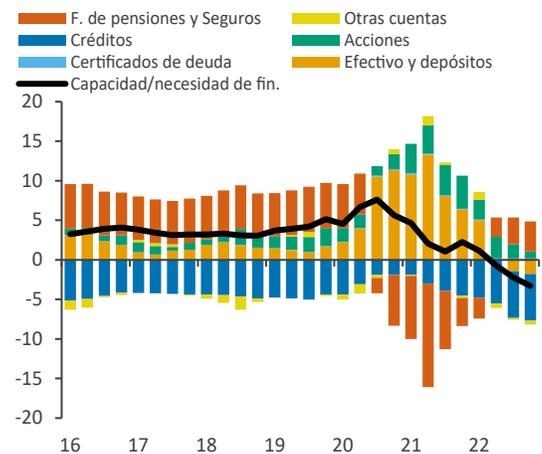
(*) Corresponde a la diferencia entre el número de bancos que respondieron en la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) que los estándares de aprobación de crédito eran menos restrictivos, en algún grado, y el número de quienes consideraron que dichos estándares eran más restrictivos, en algún grado, como porcentaje del total de respuestas.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRAFICO V.12 SALDOS LÍQUIDOS DE HOGARES
(porcentaje PIB anual (*))



(*) Como porcentaje del PIB promedio anual con trimestre móvil.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRAFICO V.13 NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DE HOGARES
(suma móvil anual, porcentaje PIB (*))



(*) Como porcentaje del PIB trimestral.
Fuente: Banco Central de Chile.



La inflación también ha incrementado la carga financiera de quienes tienen deuda hipotecaria, presionando la probabilidad de impago. La inflación eleva la carga financiera en hogares con deuda indexada, la que corresponde principalmente a deuda hipotecaria. Aunque la deuda hipotecaria es la más importante para los hogares de todos los quintiles de ingreso, la mayor parte de ésta se concentra en los hogares de mayor ingreso ([Cortina y Martínez, 2023](#)), que cuentan con un mayor margen financiero, lo que constituye un mitigador de este desarrollo. Sin embargo, inversionistas minoristas apalancados —revisados en el Capítulo II de Informes previos— podrían exhibir alguna mayor vulnerabilidad.

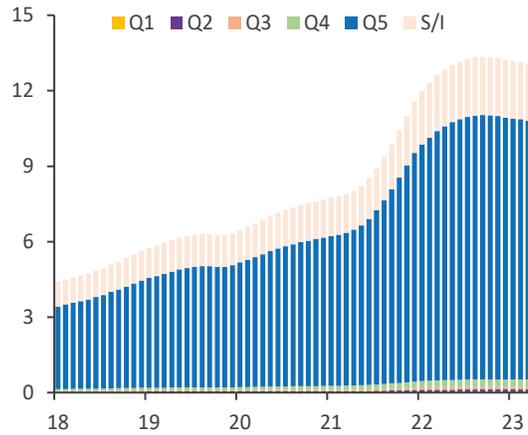
En forma adicional a los efectos de la inflación en la deuda indexada, el alza en las tasas de interés ha aumentado la carga financiera de aquellos hogares que tienen créditos rotativos y deuda hipotecaria a tasa variable. El aumento en el costo de financiamiento de los hogares afecta a aquellos dependientes de créditos rotativos y a aquellos que tienen deuda hipotecaria a tasa variable. Los primeros corresponden mayormente a hogares de menor ingreso ([Cortina y Martínez, 2023](#)), en tanto que los segundos se concentran entre los deudores de mayor ingreso. Alrededor de un 10% del stock de deuda hipotecaria se encuentra indexado a una tasa mixta, mientras solo un 3% lo hace a tasa variable (gráfico V.14). Se estima que el deudor representativo de créditos hipotecarios a tasa mixta experimentará un aumento de 4 puntos porcentuales en su carga financiera en 2024 (gráfico V.15), lo que constituye un aumento cercano a 20%.

Estos desarrollos han influido en el aumento del impago en la cartera de consumo de los hogares, particularmente en los créditos rotativos y en los hogares de menor ingreso. Aunque la deuda de consumo bancaria todavía se mantiene bajo los niveles de 2019 en términos reales (gráfico III.1) y la carga financiera para el deudor mediano se ha mantenido estable desde el último IEF (gráfico II.13), el impago de la deuda de consumo ha aumentado en lo más reciente (gráfico II.14). Este fenómeno es transversal a todos los quintiles de ingreso, aunque se da con mayor fuerza en los hogares de menor ingreso y en la cartera de créditos rotativos. No obstante, la exposición de la banca a este segmento es acotada (gráfico V.17).

En el contexto actual, los riesgos que enfrentan los hogares están asociados a una prolongación, más allá de lo esperado, del proceso de ajuste de desequilibrios macroeconómicos. En dicho escenario, una mayor cantidad de hogares aumentará su endeudamiento de corto plazo, en un contexto de altos costos de financiamiento y una oferta de crédito restringida. Una cuantificación del riesgo de crédito de los hogares ante distintos escenarios se encuentra recogida en el stress test de hogares (Recuadro V.I), cuyos resultados actualizados se muestran en el Capítulo II de este Informe.

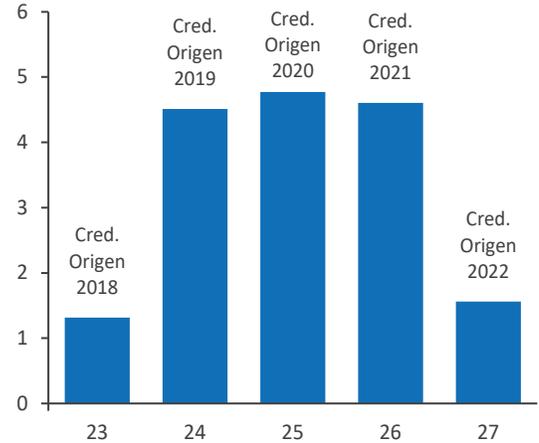


GRAFICO V.14 STOCK DE DEUDA HIPOTECARIA INDEXADA A TASA NO-FIJA POR QUINTILES DE INGRESO (*)
(porcentaje del stock)



(*) Tasa no fija considera tasas variables y mixtas. 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 2.800.000 (tope imponible), de acuerdo a datos SUSESO.
Fuente Banco Central de Chile en base a información de CMF y SUSESO.

GRAFICO V.15 CAMBIO EN CARGA FINANCIERA DE DEUDORES HIPOTECARIOS POR REAJUSTE DE TASA MIXTA (*)
(puntos porcentuales, deudor mediano)



(*) Cada barra presenta el cambio en la carga financiera para los deudores que cursaron créditos a tasa mixta entre 2018 y 2022, en el momento en que su tasa pasa a ser variable (cinco años después de adquirir el crédito). Es decir, para créditos a tasa mixta cursados el 2018 se espera un cambio de 1.3pp en su carga financiera en 2023.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF y SUSESO.



RECUADRO V.1:

Ejercicio de tensión a los hogares: un enfoque basado en microdatos.

La experiencia internacional sugiere que la probabilidad de impago de los individuos aumenta frente a un mayor riesgo de desempleo y/o frente a altos niveles de endeudamiento o carga financiera (Goodman et al., 2010). Estas dos situaciones afectan en el impago por al menos dos canales: 1) por impactos adversos en la liquidez ya sea a través de un menor ingreso o un mayor gasto y/o 2) por reducciones de precio en el activo subyacente, por ejemplo, cuando el valor de una vivienda cae por debajo del monto adeudado. En Chile, el primero de estos canales es el más relevante dado el esquema de responsabilidad, en donde el deudor responde con la totalidad de su patrimonio hasta la extinción total de la deuda en caso de impago, también conocido como *full recourse* (Avanzini et al., 2020; Madeira, 2018).

Usando información granular, es posible estimar el efecto de *shocks* en la tasa de impago de los hogares sobre el riesgo de crédito del sistema bancario utilizando características individuales de los deudores. El ejercicio de tensión a los hogares^{1/} cuantifica el efecto de *shocks* de ingreso, tasas de interés e indexación en la ocurrencia de impago bancario. El uso de microdatos es fundamental para incorporar la heterogeneidad de los hogares. La evidencia sugiere que el impago es más frecuente entre deudores de menores ingresos laborales y en deuda de consumo (gráfico V.16). Lo anterior, es internalizado en la estrategia de los bancos, los que muestran menor exposición en estos segmentos (gráfico V.17). La ventaja de utilizar información individual para modelar riesgo de crédito es que permite incorporar las interacciones entre estas tendencias generales y las características de cada deudor.

El modelo empírico de impago considera tanto las dinámicas del mercado laboral como la situación financiera del individuo y su resultado es sintetizado en una métrica agregada: deuda en riesgo. La primera etapa es un modelo de destrucción de empleo que busca medir la probabilidad individual de perder el empleo. Para ello se considera ingreso laboral, largo de relación con el empleador, género, sector económico del empleador, además de efectos fijos de tiempo y región. La segunda etapa consiste en dos modelos de impago, uno para consumo y otro para deudas de vivienda. Se modela la decisión de impago en función de la probabilidad de pérdida del empleo –predicha en la etapa anterior—, ingreso laboral, carga financiera, edad, género, sector económico del empleador, y efectos fijos de tiempo y región. Posteriormente se plantean tres *shocks* agregados simultáneos, el primero consiste en un aumento de la tasa de desempleo en un año. En el segundo, se supone un aumento en las tasas de interés de los créditos de consumo e hipotecarios. Finalmente, se incluye un *shock* de indexación de deudas en UF. El modelo permite asignar una probabilidad de impago a cada persona por cada tipo de deuda en base a sus características individuales y se asocian sus determinantes a los *shocks* propuestos. Finalmente, con el resultado del impago estimado se puede computar la deuda en riesgo (DeR^{2/}) (figura 1).

Los resultados indican que los *shocks* de ingreso son fundamentales en la determinación del impago, por sobre los de indexación y tasas de interés. A su vez, se observa que, ante un *shock* de ingreso similar, el impago en consumo responde en mayor magnitud, y más rápido, en comparación al impago hipotecario. Los resultados más recientes de este ejercicio se muestran en el Capítulo II de este Informe.

^{1/}Ver Córdova y Toledo (2023).

^{2/} La deuda en riesgo (DeR) se calcula como la suma de la deuda total individual por la probabilidad de impago estimada para cada individuo.



GRAFICO V.16 PROBABILIDAD DE IMPAGO POR QUINTIL DE INGRESO (*) (porcentaje)

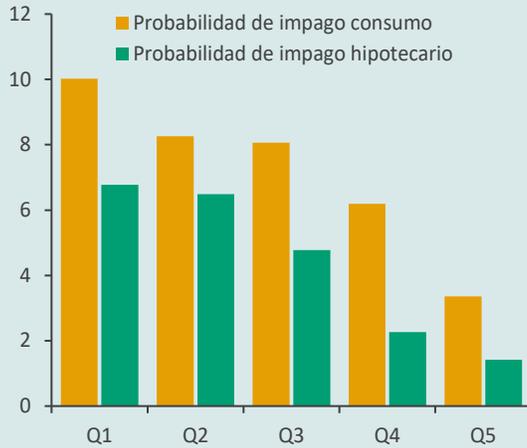
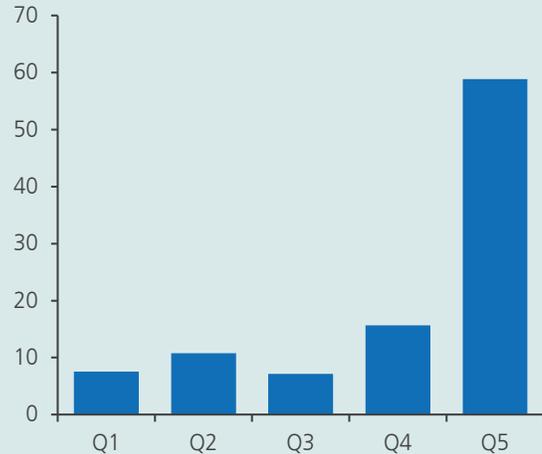


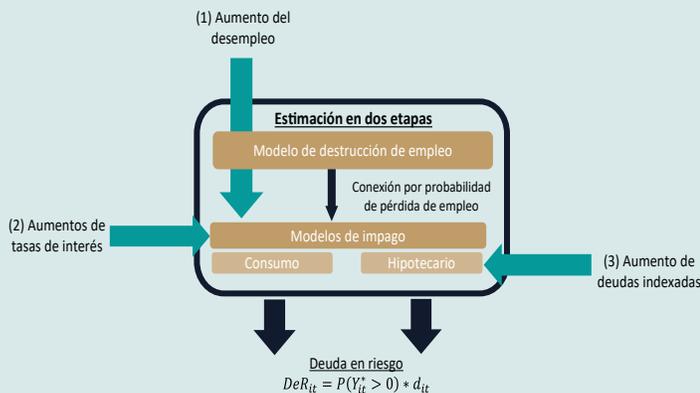
GRAFICO V.17 PARTICIPACIÓN EN DEUDA BANCARIA (*) (porcentaje de colocaciones de consumo e hipotecarias)



(*) 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 2.800.000 (tope imponible).

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

FIGURA V.1 ESTRATEGIA DE ESTIMACIÓN (*)



(*) Flechas verdes señalan los tres shocks implementados. Las predicciones de ingreso y estado ocupacional de la primera etapa alimentan los modelos de impago, mediante los cuales se obtiene la probabilidad predicha de impago individual por tipo de deuda. A partir de esto es posible computar la masa de deudores vulnerables (con alta carga y/o endeudamiento), y al ponderar la probabilidad de impago por el monto adeudado se obtiene el indicador de deuda en riesgo (flechas oscuras).

Fuente: Banco Central de Chile.

