

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

PRIMER SEMESTRE 2025





100 pesos, Banco Central de Chile, 1926.

A través del Decreto de Ley 606, del 14 de octubre de 1925, se estableció el tipo de moneda que tendría nuestro país: el "peso", el cual debía estar compuesto de 0,1830057 gramos de oro fino. A su vez, diez unidades de peso constituirían un "cóndor". Es por esta ley que en la moneda de la imagen vemos la leyenda "Cien Pesos" en el margen superior y, luego, en el inferior aparece escrito "Diez Cóndores".

Esta moneda circular presenta en su anverso un rostro femenino ilustrado por Louis-Oscar Roty, destacado grabador francés de monedas y medallas. En el reverso nos encontramos con el escudo de Chile con el cóndor y huemul rampantes y una estrella al centro.

Al lado de la representación del cóndor se distingue la ceca (marca de acuñación) de la Casa de Moneda de Chile. La marca de la S con aureola en las monedas y medallas fabricadas en dicha institución, es la más antigua del país. El símbolo representa al Apóstol Santiago, quien era el patrono de la capital.





Informe de Estabilidad Financiera

PRIMER SEMESTRE 2025

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 macrofinanciera. 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.



Luis Oscar Herrera Barriga / 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 | 4 |
| I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS | 9 |
| II. USUARIOS DE CRÉDITO | 19 |
| III. OFERENTES DE CRÉDITO | 30 |
| IV. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA | 38 |

RECUADROS

| | |
|---|----|
| Situación de pago en la cartera hipotecaria bancaria. | 28 |
| Exposición de la banca local al comercio exterior. | 36 |
| Asistencia Técnica del Fondo Monetario Internacional para el Fortalecimiento de la Gestión de Liquidez Sistémica. | 50 |

*/ El cierre estadístico del Informe de Estabilidad Financiera fue el 5 de mayo. Para los datos financieros se considera el valor del promedio móvil de los últimos 10 días.





RESUMEN

Los anuncios arancelarios realizados por Estados Unidos a inicios de abril —y sus desarrollos posteriores— han aumentado considerablemente la incertidumbre a nivel global. La inesperada magnitud de los anuncios provocó movimientos importantes en los precios de los activos financieros y un aumento relevante de la volatilidad. Los mercados financieros globales han funcionado sin mayores disrupciones, no obstante, los riesgos para la estabilidad financiera se han incrementado de forma relevante. A nivel local, los activos financieros también han mostrado mayor volatilidad, con tendencias similares a las de otras economías emergentes. La economía chilena ha corregido los desbalances de años previos y la situación financiera de los usuarios de crédito —hogares y empresas— mejora respecto del Informe anterior. A su vez, la banca presenta niveles de liquidez y capital que le permitirían enfrentar eventos adversos. Así, el deterioro del escenario global encuentra a la economía chilena en mejor pie. Un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y comerciales representa el principal riesgo para la estabilidad financiera local, por su impacto en el crecimiento económico y deterioro de las condiciones de financiamiento globales. Si bien la economía chilena no es inmune a estos desafíos, cuenta con solidez macroeconómica y estándares de regulación y supervisión financiera robustos, lo cual permite disponer de mecanismos de ajuste, y holguras para mitigar los efectos de *shocks* adversos.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La incertidumbre económica global ha aumentado de forma considerable en los últimos meses. Desde la publicación del IEF anterior —noviembre 2024—, han sucedido una serie de desarrollos en el ámbito político y comercial. Su punto más álgido ocurrió a inicios de abril, cuando el gobierno de Estados Unidos anunció aranceles largamente superiores a lo esperado, a un grupo amplio de países. A ello se sumó la respuesta de algunos de éstos. Como resultado, el índice que mide la incertidumbre comercial (TPU) prácticamente se duplicó, alcanzando en abril el máximo valor desde que la serie está disponible, mientras la volatilidad financiera (medida por el VIX) subió a niveles comparables con los del inicio de la pandemia. Además, la sucesión de anuncios y contra anuncios han elevado las dudas en torno a la magnitud y duración de las medidas. En lo más reciente, se han registrado acercamientos que han provocado un mejor ánimo en los mercados financieros, pero el escenario se mantiene altamente incierto.

Hasta el momento, los mercados financieros han logrado absorber estos eventos sin mayores disrupciones, no obstante, los riesgos para la estabilidad financiera global se han incrementado de forma relevante. El aumento de la incertidumbre provocó movimientos importantes en los precios de los activos financieros y un aumento de la volatilidad a nivel global. Resalta que la evolución de los activos financieros estadounidenses —tasas de largo plazo y dólar— no ha sido la habitual ante eventos de incertidumbre global, en los que éstos suelen actuar como refugio. El aumento de las tensiones comerciales, se da en un contexto donde otras vulnerabilidades globales siguen presentes. Entre éstas se cuentan, un elevado nivel de deuda pública y privada en el mundo, las dudas sobre el desempeño de sectores de la economía china y el desarrollo de diversos conflictos geopolíticos. Este escenario ha llevado a correcciones a la baja de las proyecciones de actividad para diversas economías.



En las economías emergentes, incluido Chile, los mercados financieros han tenido una evolución favorable respecto de episodios de tensión previos. Si bien los *spreads* soberanos aumentaron en abril, dichas alzas fueron de menor magnitud en comparación a episodios de tensión pasados, mientras, las tasas de interés soberanas se han reducido levemente, las monedas se han apreciado frente al dólar y las bolsas muestran rendimientos positivos. El incremento de la volatilidad de las tasas de largo plazo y del mercado accionario chileno ha sido menor que el promedio de las emergentes. La paridad peso/dólar, en cambio, ha presentado una mayor volatilidad, comportamiento que es el esperado dado su rol como variable de ajuste ante episodios de tensión.

SITUACIÓN DE USUARIOS Y OFERENTES DE CRÉDITO

La economía chilena ha corregido los desbalances macroeconómicos de años previos. En los últimos trimestres, el déficit en la cuenta corriente continuó reduciéndose, en línea con una recuperación del ahorro nacional. Este mayor ahorro se debe, principalmente, a una mejora en los ingresos de hogares y empresas, producto del mejor desempeño de la actividad local. Respecto de la inflación, si bien continúa en niveles elevados, su evolución reciente y la de sus principales determinantes reafirman las perspectivas de convergencia contenidas en el IPoM de marzo.

El deterioro del escenario global encuentra a personas y empresas con una posición financiera que ha ido mejorando en los últimos trimestres, lo que disminuye los riesgos para el sistema. Esta evaluación se da en un contexto donde el aumento de los ingresos y del ahorro, junto con la reducción de las tasas de corto y largo plazo, han mejorado los indicadores de endeudamiento y carga financiera. El impago de los créditos de consumo se ha reducido, mientras que el hipotecario se ha estabilizado. A su vez, la morosidad comercial sigue elevada en perspectiva histórica, aun cuando se viene registrando una disminución transversal en los distintos sectores económicos. En las empresas de mayor tamaño —que reportan a la Comisión para el Mercado Financiero ([CMF](#))— se observa un aumento del flujo operacional y una liquidez cerca de su promedio histórico. A nivel agregado, el endeudamiento de las firmas se ubicó en 112% del PIB al cierre de 2024. Esta cifra es algo menor a la reportada a mediados del año pasado. Ese resultado provino de un mayor nivel de producto que más que compensó el aumento de la deuda externa en términos nominales, dado el aumento de las emisiones de instrumentos en el extranjero y la depreciación del tipo de cambio.

Pese a la favorable evolución de la situación financiera a nivel general, persisten vulnerabilidades en grupos específicos. Las empresas de mayor tamaño muestran una mayor recuperación de los indicadores financieros —endeudamiento, márgenes y carga financiera—, contrastando con el persistente rezago en las empresas de menor tamaño, las que recibieron créditos Fogape durante la pandemia, y las de los sectores construcción e inmobiliario.

Se ha prolongado la debilidad del sector inmobiliario residencial. Los principales factores que han afectado a este sector se han mantenido, incluyendo el nivel de las tasas hipotecarias, la baja demanda y el elevado stock de viviendas terminadas. De esta forma, la holgura que entregaba un stock de viviendas sin terminar, y que contribuyó a que las empresas enfrentaran la caída de las ventas, se ha ido agotando. Los precios de las viviendas han mostrado un leve aumento. Como se ha destacado en Informes anteriores, un ajuste significativo a la baja continúa siendo un factor de riesgo. No obstante, frente a un escenario de tensión, como una corrección abrupta en el valor de los colaterales, la banca cuenta con mitigadores suficientes en términos de relación deuda-garantía y criterios conservadores de valorización de colaterales ([Recuadro II.1, IEF Segundo Semestre 2024](#)). De todos modos, en el margen, se han observado incipientes señales positivas en este sector: un buen desempeño en la valoración bursátil de empresas del sector; menores tasas de créditos comerciales; y tasas de impago entre estas empresas que se han estabilizado, aunque en niveles altos.



La persistencia de déficits estructurales por varios años ha ido mermando las holguras fiscales y ha aumentado la deuda pública. Las proyecciones oficiales indican que en el corto plazo la deuda pública se ubicaría algo por debajo del límite de 45% del PIB definido como prudente por la autoridad. Pero, tal como ha sido señalado en informes anteriores, existen riesgos que podrían llevar a que la deuda supere este nivel en los próximos años. Sostener la deuda bajo el umbral definido requiere de un exigente conjunto de medidas y acuerdos. Este es un desafío relevante en el que deben concursar todos los actores. Mantener la prudencia en las cuentas fiscales, a través de un endeudamiento soberano sostenible, resulta fundamental para la capacidad de la economía de mitigar el impacto de futuros *shocks* y mejora las condiciones de financiamiento para hogares y empresas.

El sistema bancario continúa adaptándose para la implementación plena de Basilea III y aparece bien preparado para enfrentar un escenario más negativo. Los bancos disponen de provisiones y garantías suficientes para cubrir el nivel de incumplimiento de sus carteras y muestran holguras en sus indicadores de liquidez. La banca ha seguido fortaleciendo su base de capital y sus indicadores de solvencia han aumentado acorde con el proceso de convergencia a los estándares de Basilea III. Desde el último Informe esto se ha realizado principalmente a través de nuevas emisiones de bonos perpetuos. Su rentabilidad se ha mantenido sobre sus promedios históricos.

Desde el Informe anterior, la actividad crediticia no presenta mayores cambios, asociada a una demanda aún debilitada y condiciones de oferta que se mantienen estables, acorde con lo que muestra la Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre. Coherente con lo anterior, las empresas consultadas en la Encuesta de Percepciones de Negocios de mayo reportan condiciones crediticias más laxas, pero con perspectivas que todavía son bajas para su propia demanda por financiamiento. Por su lado, las tasas de interés de los créditos han continuado evolucionando en línea con sus *benchmarks*.

PRINCIPALES RIESGOS

El principal riesgo para la estabilidad financiera local proviene del escenario externo, en particular de un nuevo recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y comerciales. En un contexto donde la valorización de los activos financieros externos continúa elevada, el riesgo de nuevos ajustes de precios sigue presente. Un ajuste abrupto en el apetito por riesgo global podría generar una corrección en los precios de los activos, deteriorando las condiciones financieras para las economías emergentes. En ese escenario, podría observarse un aumento significativo de los *spreads* soberanos y salidas abruptas de capitales, con consecuencias en la liquidez, capacidad de endeudamiento y solvencia de los agentes. Esto es particularmente relevante en las economías emergentes con colchones fiscales y externos más débiles ([GFSR, abril 2025](#)). A nivel local, la menor profundidad del mercado financiero respecto de episodios previos podría reducir la capacidad para amortiguar los efectos de cambios abruptos en los portafolios sobre las variables financieras.



Las tensiones en el escenario externo pueden impactar de forma negativa tanto la actividad económica local como la capacidad de pago de hogares y empresas. Si bien en las últimas semanas se observaron ciertos desarrollos positivos, aún es incierta la magnitud del impacto que tendrán las tensiones comerciales y el aumento de la incertidumbre sobre la economía chilena. De esta forma, no pueden descartarse escenarios donde estos efectos sean relevantes, impactando negativamente la actividad, el mercado laboral y la riqueza, afectando la capacidad de pago de hogares y empresas. Estas repercusiones podrían ser mayores si las tensiones comerciales y geopolíticas se intensifican.

La economía chilena ha corregido los desbalances de años previos, lo que permite a hogares y empresas enfrentar en mejor pie un deterioro del escenario económico. Comparado con el IEF previo, bajo escenarios de tensión, la deuda en riesgo disminuye en las empresas, principalmente por la mejor situación inicial de impago del sector Comercio. En personas, la deuda en riesgo no tiene mayores cambios respecto del ejercicio anterior. La información más reciente sugiere que la deuda en riesgo de los usuarios de crédito siguió disminuyendo en lo que va de este año.

Los ejercicios de tensión dan cuenta que la banca local se mantiene solvente ante un *shock* severo. En un escenario de ese tipo, en que la actividad se contrae abruptamente, aumentan los costos de fondeo y se deterioran las condiciones financieras, el nivel de capital del sistema bancario permitiría absorber las potenciales pérdidas. La disponibilidad de holguras de capital adicionales, a las que han contribuido las emisiones de bonos perpetuos y la construcción de colchones regulatorios, ha mejorado su capacidad de amortiguación de *shocks* en momentos de tensión financiera. En dichos escenarios, considerando la métrica más exigente de capital (CET1), la banca también se mantiene solvente, con algunos bancos de diverso tamaño que harían uso parcial del colchón regulatorio contemplado para estos propósitos.

Si bien el sistema financiero local cuenta con mitigadores, no está inmune a los efectos de un *shock* global. Un mercado de capitales profundo permite mitigar los efectos de la exposición a los mercados globales, sobre todo ante reversiones abruptas en los precios financieros. Por esta razón, es necesario mantener los esfuerzos orientados a profundizar el mercado financiero local. La reforma previsional contribuirá a incrementar el ahorro de los hogares. No obstante, se requerirá de un período prolongado para que sus efectos se reflejen en un mercado de capitales más profundo. En la misma línea, recomponer las holguras fiscales contribuye a generar espacio fiscal para enfrentar *shocks* y fortalece la posición financiera de los agentes locales, a través de acceso a un financiamiento interno y externo a menor costo.

El marco institucional que rige la economía chilena, que incluye solidez macroeconómica y estándares de regulación y supervisión financiera robustos, permite contar con holguras y herramientas para mitigar los efectos de *shocks* adversos. Destaca un marco de regulación y supervisión bancaria robustos, en línea con estándares internacionales. Esto posibilita contar una banca en una sólida posición de liquidez y capital, con mecanismos de ajuste y holguras para enfrentar *shocks* adversos. Adicionalmente, el marco institucional contempla una serie de herramientas para ser usadas en situaciones excepcionales —que se han complementado con nuevas atribuciones incorporadas en la Ley de Resiliencia— e instancias de coordinación entre los poderes del Estado, reguladores y supervisores.



DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

La implementación de políticas macro prudenciales, como el Requerimiento de Capital Contracíclico activado en mayo de 2023 refuerzan la resiliencia del sistema bancario y ayuda a preservar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto apoyando la provisión de crédito. El Consejo ha decidido mantener el RCC en su nivel actual de 0,5% de los activos ponderados por riesgo (APR) coherente con las condiciones macrofinancieras y de riesgo que enfrenta el sistema financiero, según el escenario descrito en este Informe. Este entorno de riesgos releva la importancia de contar con un colchón de capital previamente constituido por parte de la banca, que aumente su capacidad para enfrentar *shocks* y que pueda ser liberado en caso de concretarse un evento de estrés financiero, lo que ayudaría a mitigar sus impactos en la provisión del crédito a hogares y empresas. Tal como se comunicó en noviembre de 2024, en la primera Reunión de Política Financiera del año 2026 se evaluará el inicio de la convergencia hacia el nivel neutral de 1% de los APR, en la medida que las condiciones macrofinancieras lo permitan, y considerando un plazo de al menos un año para su construcción.

Respecto de la agenda de regulación financiera del Banco Central, en este Informe se exponen las iniciativas prioritarias para 2025, las cuales se focalizan en la implementación de la Ley de Resiliencia. Durante el primer semestre de este año se publicará para consulta la nueva regulación que permitirá reconocer convenios marco y condiciones especiales de contratación de operaciones repo. Esta iniciativa debiera contribuir al desarrollo de este mercado y, por esta vía, apoyar la provisión y gestión de liquidez de las instituciones financieras. Para el segundo semestre, son prioritarias las iniciativas relacionadas con la gestión de liquidez de Entidades de Contraparte Central, y con el acceso de determinadas entidades no bancarias al sistema LBTR.

En relación con otros desarrollos de política financiera, destacan los cambios asociados a la implementación de la reforma de pensiones. Considerando el volumen de los fondos de pensiones (aprox. 60% del PIB), un desafío importante es implementar el nuevo marco de regulación evitando efectos no deseados sobre la valoración y volatilidad de los activos financieros. En este sentido, es relevante el proceso de implementación de las siguientes innovaciones: licitaciones bianuales de afiliados; entrada de nuevos actores a la industria; y la sustitución de los actuales Multifondos por Fondos Generacionales. Con todo, el marco legal aprobado contempla una transición gradual para permitir las adaptaciones necesarias.



I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS

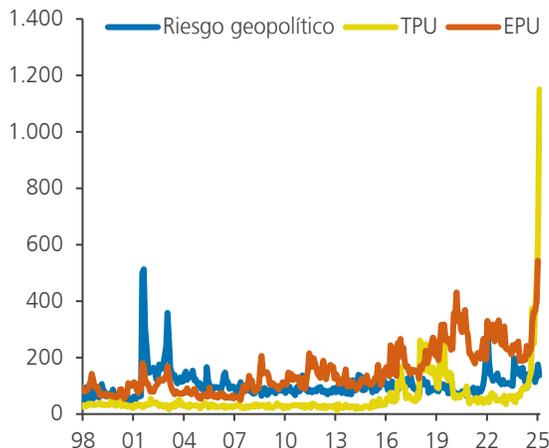
Desde el Informe anterior, luego de los anuncios de aranceles impuestos por Estados Unidos y la respuesta de las principales economías involucradas, la incertidumbre ha aumentado significativamente. Los mercados financieros han logrado absorber estos eventos sin mayores disrupciones, no obstante, se han elevado los riesgos para la estabilidad financiera. La inesperada magnitud de los anuncios incrementó la volatilidad de los activos financieros e impactó sus valoraciones, registrándose ajustes en los precios de activos. Estos ajustes han sido particularmente intensos en Estados Unidos, mientras que los mercados financieros de economías emergentes han mostrado una evolución favorable en comparación a otros episodios de tensión. Adicionalmente, existen focos de riesgo externo identificados en Informes anteriores que se mantienen, como la persistencia de las tasas de interés de largo plazo en niveles altos, el elevado endeudamiento a nivel global y las vulnerabilidades de la economía china. Además, las preocupaciones en torno a las elevadas valoraciones de activos financieros externos se mantienen, por lo que el riesgo de correcciones abruptas en estos activos continúa vigente. La evolución de los mercados financieros locales se ha acoplado a sus pares emergentes. Con todo, un deterioro en las condiciones financieras debido a un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y comerciales representa el principal riesgo para la estabilidad financiera local. En este escenario, es necesario mantener los esfuerzos orientados a profundizar el mercado financiero local.

SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

La implementación de políticas comerciales de carácter proteccionista ha incrementado la incertidumbre y volatilidad financiera en los últimos meses. Pese a ello, no se han observado disrupciones relevantes en el funcionamiento de los mercados financieros. Desde el último Informe, en particular, luego de los anuncios arancelarios por parte de EE. UU. a inicios de abril y sus desarrollos posteriores, ha aumentado la incertidumbre global y ha disminuido el apetito por riesgo. Así, los índices de incertidumbre política económica y comercial alcanzaron valores máximos para su historia (gráfico I.1), y los indicadores de volatilidad en mercados de renta variable y renta fija aumentaron considerablemente (gráfico I.2). En este entorno, los sistemas financieros han operado normalmente, sin registrarse restricciones de liquidez relevantes a nivel global ([Bank of Canada, mayo 2025](#)). Cabe destacar que, en lo más reciente, se han registrado acercamientos que han provocado un mejor ánimo en los mercados financieros.

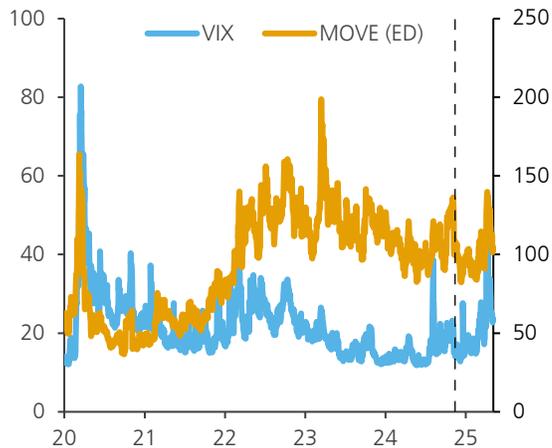
Las repercusiones macrofinancieras de las tensiones comerciales han generado un escenario de *risk-off* poco habitual desde Estados Unidos hacia el resto del mundo, lo que ha motivado la búsqueda de otros activos de refugio. Desde los anuncios arancelarios, el S&P500 acumula una caída cercana a un 2,6%, descenso superior al registrado en otros mercados bursátiles (gráfico I.3), mientras que las tasas de largo plazo y el dólar han mostrado movimientos contrarios a los observados en otros episodios de tensión. En particular, las tasas de largo plazo han aumentado y el dólar se ha depreciado un 4,6% desde el 2 de abril. En todo caso, el riesgo de mayor corrección en el precio de estos activos es considerable, dado que sus valoraciones siguen siendo altas en comparación a su historia y a otros países. Ante este escenario, ha destacado el incremento de flujos hacia fondos de mercado monetario en búsqueda de activos de mayor liquidez y, la preferencia por otros activos de refugio, tales como el oro, que ha incrementado su valoración en 27% desde finales del año pasado.

GRÁFICO I.1 INDICADORES DE INCERTIDUMBRE POLÍTICA ECONÓMICA, POLÍTICA COMERCIAL Y RIESGO GEOPOLÍTICO (*) (índice)



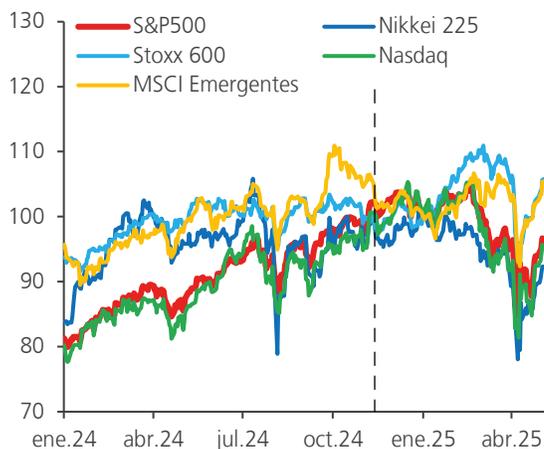
(*) Datos mensuales.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de [Davis \(2016\)](#), [Caldara et al \(2020\)](#), [Caldara y Iacovello \(2022\)](#).

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



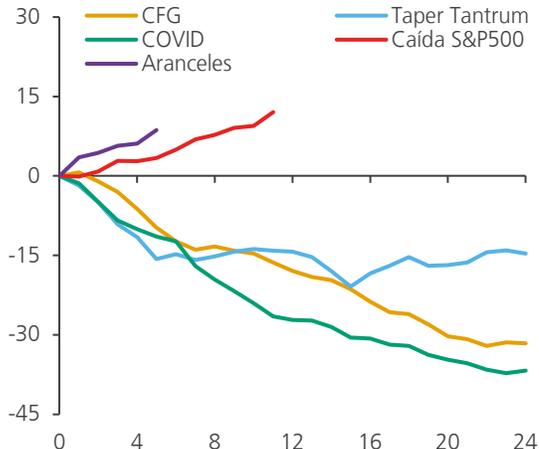
(*) La línea vertical corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. VIX: volatilidad implícita en opciones a un mes sobre el S&P500. MOVE: índice de volatilidad implícitas en opciones a un mes sobre bonos del Tesoro de EE. UU. a 2, 5, 10 y 30 años. Fuente: Banco Central de Chile en base a información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

GRÁFICO I.3 EVOLUCIÓN MERCADOS BURSÁTILES (*) (índice, 31 diciembre 2024=100)



(*) La línea vertical corresponde al cierre estadístico del IEF anterior
Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

GRÁFICO I.4 FLUJOS DE RENTA VARIABLE DE NO RESIDENTES EN ECONOMÍAS EMERGENTES (EXC. CHINA) (*) (miles de millones de dólares, semanas)



(*) Flujos semanales acumulados desde el inicio de cada evento: CFG (Crisis Financiera Global, 06/2008), Taper Tantrum (05/2013), Covid (03/2020), Caída S&P500 (máximos históricos del índice bursátil el 19 de febrero de 2025) y Aranceles (2 de abril de 2025, día de anuncio de aranceles por parte de EE. UU.). Fuente: Banco Central de Chile en base a información de EPFR.

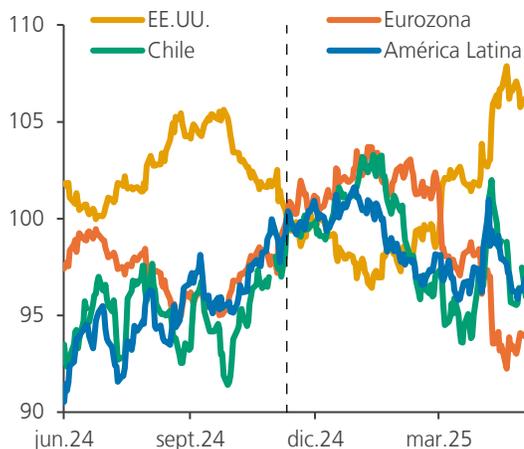
En este contexto de alta incertidumbre, persiste el riesgo de un deterioro relevante de las condiciones financieras de economías emergentes. En los últimos meses, como consecuencia del escenario de mayor riesgo de la economía estadounidense, se ha registrado un aumento de flujos de inversión de renta variable a países emergentes, lo que contrasta con otros episodios de tensión financiera (gráfico I.4). Por su parte, las monedas se han apreciado frente al dólar (gráfico I.5). De todas formas, una reversión de estas tendencias no es descartable, dado los altos niveles de incertidumbre política y volatilidad de activos financieros, mientras que el conflicto comercial afectaría las perspectivas de crecimiento económico y los precios de las acciones ([GFSR, abril 2025](#)), lo que en su conjunto podría empeorar las condiciones financieras de las economías emergentes.

Los altos niveles de deuda pública y privada (gráfico I.6), junto con la compleja situación fiscal a nivel global contribuye a que las tasas de interés de largo plazo permanezcan en niveles elevados (gráfico I.7). El resurgimiento del proteccionismo comercial y las crecientes tensiones geopolíticas han llevado a que la Unión Europea y Alemania anuncien paquetes fiscales de gran magnitud con foco en defensa e infraestructura. Sumado a lo anterior, persiste la presión asociada al stock de deuda vigente que deberá renovarse en el futuro a tasas de interés más altas, así como mayores gastos relacionados al cambio climático y desarrollo sostenible ([IEF primer semestre de 2024](#)). Por su parte, los déficits fiscales de las principales economías siguen siendo relevantes, lo que requeriría ajustes históricamente altos para poder estabilizar el endeudamiento ([Fiscal Monitor, abril 2025](#)).

Las vulnerabilidades estructurales en la economía china se mantienen, lo que sumado a la imposición de aranceles por parte de EE. UU. supondría riesgos adicionales para las economías emergentes. Si bien las cifras de actividad económica de China del primer trimestre fueron superiores a las expectativas de mercado, aún existen vulnerabilidades estructurales. Por un lado, el lento ajuste en el sector inmobiliario en China, además de la deuda de los gobiernos locales continúan afectando la demanda y manteniendo tanto la confianza del consumidor como el mercado accionario deprimidos, situación que podría verse perjudicada debido al empeoramiento de condiciones financieras externas como consecuencia del conflicto comercial. Asimismo, en el largo plazo, la economía china enfrenta desafíos demográficos relevantes asociados al rápido envejecimiento de la población, lo que podría tener consecuencias negativas en la productividad y demanda de bienes ([WEO, abril 2025](#)). En esta línea, las medidas impulsadas por el gobierno chino desde septiembre del año anterior se han enfocado en apoyar al sector de bienes raíces residenciales y a los gobiernos locales, pero aún es incierto si serán necesarios esfuerzos adicionales para apuntalar la actividad económica, en un contexto de acotado espacio fiscal ([Fiscal Monitor, abril 2025](#)). Con todo, la incierta situación económica de China constituye un riesgo adicional para economías emergentes, especialmente para sus socios comerciales y economías exportadoras de *commodities*.

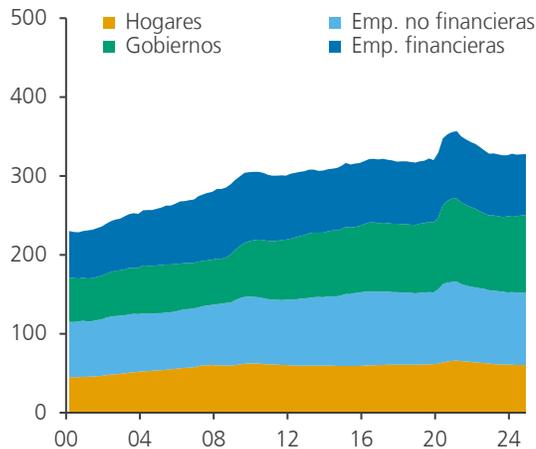
Si bien, el mercado de bonos soberanos de EE. UU. ha operado sin mayores disrupciones, las condiciones de liquidez permanecen estrechas en este mercado, lo que debe ser monitoreado por sus implicancias en las tasas de largo plazo. Aunque la liquidez en el mercado de deuda soberana norteamericana ha mejorado durante el último año, se encuentra por debajo de los niveles promedio de la última década (gráfico I.8). Lo anterior ha coincidido con un aumento en la volatilidad implícita en el mercado de bonos del Tesoro estadounidense de mediano y largo plazo (gráfico I.2) y del *swap spread* en las últimas semanas, registrándose un leve aumento del costo de fondeo de repos en el mercado estadounidense. En este contexto, el aumento en tamaño que ha tenido el mercado de bonos del Tesoro en los últimos años ha hecho compleja la absorción de grandes movimientos, donde en determinados momentos los intermediarios primarios se han visto presionados para proveer liquidez ([GFSR, abril 2025](#)). A pesar de esto, no se han registrado disrupciones relevantes en el funcionamiento de este mercado. Sin embargo, la baja liquidez observada sumada a la alta volatilidad podría llevar a un incremento en los premios por riesgo, lo cual debe seguir siendo monitoreado.

GRÁFICO I.5 MONEDAS (*)
(índice, 100=cierre estadístico IEF anterior)



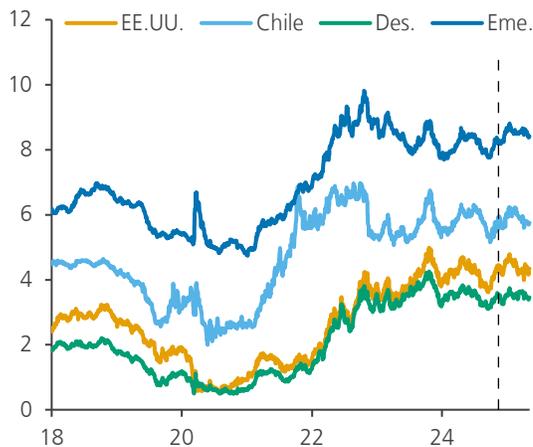
(*) Línea vertical segmentada marca el cierre estadístico del IEF anterior. Para América Latina se considera el promedio simple de los índices de Brasil, Colombia, México, y Perú. Un aumento del índice corresponde a depreciación de la moneda y viceversa. Para EE. UU. se utiliza el inverso del tipo de cambio multilateral, para hacerlo comparable con el resto de las monedas. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRÁFICO I.6 DEUDA GLOBAL (*)
(porcentaje del PIB global)



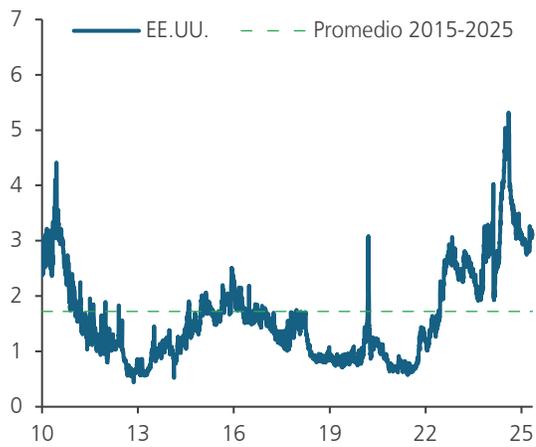
(*) Incluye bonos y préstamos transfronterizos (no incluye depósitos). Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Global Debt Monitor.

GRÁFICO I.7 TASAS SOBERANAS A 10 AÑOS (*)
(porcentaje)



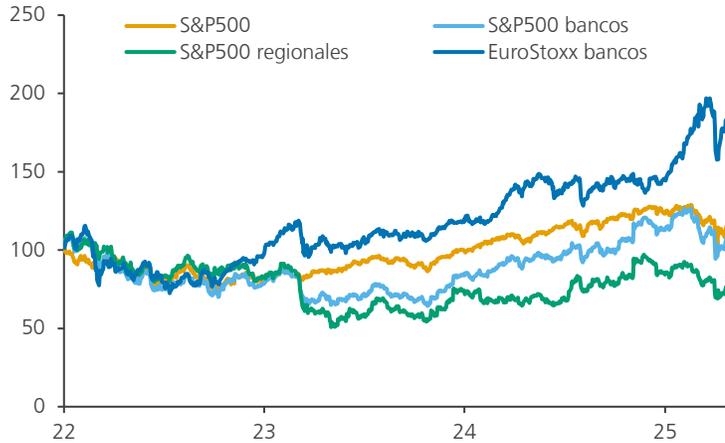
(*) Línea vertical corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. Des. (Desarrollados) considera a: Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Singapur, Suecia, Zona Euro (no incluye a Portugal ni Grecia), y Estados Unidos. Eme. (Emergentes) incluye a: Brasil, Chile, Colombia, Hungría, India, Indonesia, México, Perú, Polonia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRÁFICO I.8 CONDICIONES DE LIQUIDEZ EN EL MERCADO DE DEUDA SOBERANA EN EE. UU. (*)
(puntos base)



(*) Corresponde al error de proyección promedio de la curva de rendimiento para vencimientos iguales o mayores que 1 año. Así, cuando las condiciones de liquidez son favorables (estrechas), el error de proyección promedio es menor (mayor). Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRÁFICO I.9 ÍNDICES ACCIONARIOS DE BANCOS INTERNACIONALES
(índice; 31 diciembre 2021=100)



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

El panorama de la banca regional en EE. UU. continúa siendo un foco atención. Asimismo, el crecimiento de los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) en el mercado del crédito en esta economía podría aumentar las vulnerabilidades financieras existentes. Los precios accionarios de los bancos en EE. UU. y Europa han mostrado un declive desde inicios de este año (gráfico I.9), en donde la banca regional de EE. UU. continúa mostrando niveles bajos en comparación a lo registrado a inicios del año 2023. Por su parte, el sector de IFNB de EE. UU. sigue mostrando dinamismo y ha aumentado de tamaño consistentemente en los últimos años. Al mismo tiempo, se constata un creciente grado de conexión con el sector bancario, por ejemplo, a través de la entrega de financiamiento por parte de estas instituciones a fondos de inversión ([GFSR, abril 2025](#)). Cabe destacar que, los fondos de crédito privado tienden a tener una alta concentración en pocos sectores económicos en su cartera, mientras que otros IFNB han incrementado su apalancamiento ([BIS quarterly review, marzo 2025](#)). Esto hace que episodios de alta volatilidad puedan afectar el funcionamiento del sector, por lo que el monitoreo de su relación con la banca cobra especial relevancia.

SITUACIÓN FINANCIERA LOCAL

Las condiciones financieras locales han mejorado desde el último Informe, a pesar de un incremento en la volatilidad de precios de activos asociada a la evolución reciente del escenario externo. El peso chileno ha sido la variable de ajuste frente a los altos niveles de incertidumbre externa, fluctuando más que otras monedas (gráfico I.10), aunque sin alterar el funcionamiento de este mercado. Con todo, desde el Informe anterior la moneda local registra una apreciación de 2,0%, ubicándose en torno a \$940. En tanto, la bolsa local registra rendimientos positivos en lo que va del año (gráfico I.11), con un incremento en su volatilidad en línea con sus pares desde el IEF anterior (gráfico I.12). Por su parte, los *spreads* soberanos han registrado aumentos generalizados entre las economías emergentes, especialmente en los últimos meses. En particular, el CDS a 5 años de Chile presenta un incremento de 24pb desde el IEF anterior, alza que es inferior a la registrada en otros episodios de tensión, e inferior a la observada en otras economías latinoamericanas, situándose bajo el promedio de los últimos 20 años.

Las tasas de largo plazo locales han seguido la dinámica de sus pares externas, mostrando descensos desde el último Informe. Las tasas soberanas de largo plazo acumulan una caída en torno a los 7pb desde el último IEF (gráfico I.13), en un escenario en que la volatilidad de las tasas también ha aumentado en lo reciente (gráfico I.14). Cabe señalar que, el *spread* de la tasa soberana chilena a 10 años con su par estadounidense se ubica en torno a 140pb, nivel bajo en perspectiva histórica, aunque en línea con lo registrado en otras economías emergentes. Por su parte, las tasas de bonos bancarios y corporativos de largo plazo en UF continúan en niveles elevados para su historia, dando cuenta de condiciones financieras de largo plazo aún restrictivas (gráfico I.15).

GRÁFICO I.10 VOLATILIDAD DE TIPO DE CAMBIO NOMINAL EN ECONOMÍAS EMERGENTES (1) (porcentaje)

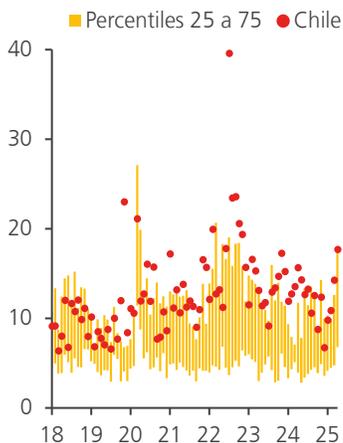


GRÁFICO I.11 BOLSAS LOCALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES (2) (índice; 100=cierre estadístico IEF anterior)

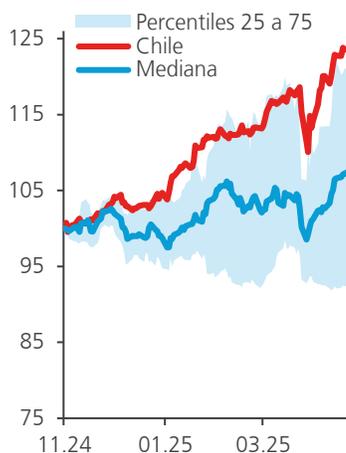


GRÁFICO I.12 VOLATILIDAD DE BOLSAS LOCALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES (1) (porcentaje)

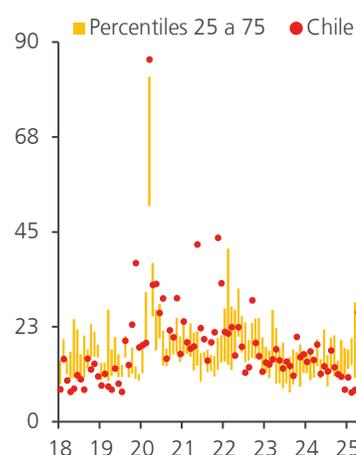


GRÁFICO I.13 TASAS SOBERANAS NOMINALES A 10 AÑOS EN ECONOMÍAS EMERGENTES (2) (puntos base, variación acumulada desde el IEF anterior)

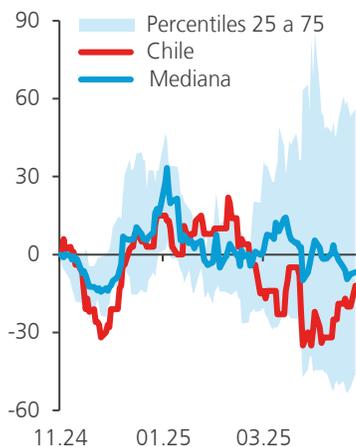


GRÁFICO I.14 VOLATILIDAD DE TASAS DE INTERÉS SOBERANAS A 10 AÑOS EN ECONOMÍAS EMERGENTES (1) (puntos base)

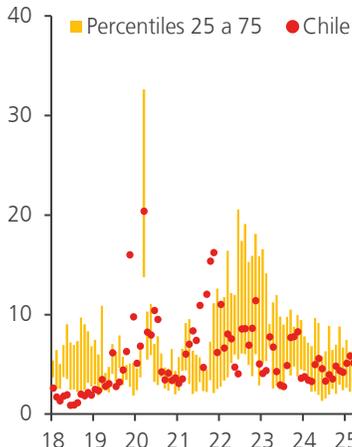
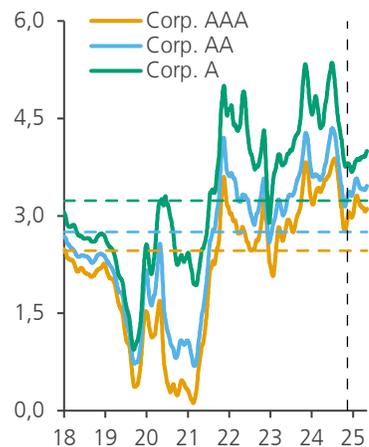


GRÁFICO I.15 TASAS DE BONOS CORPORATIVOS EN UF A 10 AÑOS (3) (porcentaje, media móvil 30 días)



(1) Barras muestran la diferencia de volatilidad entre los percentiles 25 y 75 de un set de economías emergentes. El set de economías emergentes consideradas son: Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. Desviación estándar anualizada del retorno diario (gráficos I.10 y I.12) y cambio diario (gráfico I.14) durante cada mes. (2) Área muestra la diferencia entre el percentil 25 y 75 de la distribución de variaciones acumuladas desde el último IEF de un set de economías emergentes. Estas son: Brasil, Chile, Colombia, Hungría, India, Indonesia, México, Perú, Polonia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. En el caso de Chile, la variación de la tasa a 10 años se construye sobre una serie que repite el dato del día previo cuando no hay transacciones. (3) Línea vertical negra indica el cierre estadístico del IEF anterior. Líneas horizontales corresponden al promedio entre 2013 y 2019. Se muestran tasas de bonos genéricos de RiskAmerica. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y RiskAmerica.



Los fondos de pensiones han registrado montos acotados de traspasos hacia fondos con mayor ponderación de renta fija. En particular, se han constatado mayores traspasos hacia el fondo E, en línea con la mayor aversión al riesgo a nivel global, aunque con movimientos entre fondos que serían relativamente acotados respecto a lo observado en años anteriores (gráfico I.16). En este contexto, el desempeño de los fondos de pensiones ha mostrado alta volatilidad y ha sido heterogéneo (gráfico I.17). Así, los fondos más riesgosos han incrementado sus inversiones en renta fija externa y renta variable local, mientras que los fondos más conservadores han aumentado sus inversiones tanto en renta fija local como externa. Estos últimos muestran un mejor rendimiento, lo que estaría asociado a la evolución de las tasas locales de largo plazo.

Los fondos mutuos han aumentado su demanda por bonos en el mercado local, con rescates que se han mantenido contenidos. Las inversiones de los Fondos Mutuos muestran un aumento sostenido en los últimos años (gráfico I.18). En particular, destacan los crecimientos de los fondos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días (tipo 2) y los de deuda de mediano y largo plazo (tipo 3), con crecimientos de 14,7% y 16,8% en sus patrimonios respectivos, lo que se ha traducido en una mayor demanda por bonos bancarios y soberanos tanto en el mercado primario como secundario. Asimismo, destaca el aumento de 16,8% en el patrimonio de los fondos mutuos de libre inversión (tipo 6), donde dicho fondo muestra una creciente participación en la industria, constatándose además un alto nivel de interconexiones con otros fondos. El crecimiento de la industria ha sido propiciado principalmente por un aumento en los aportes a los fondos con mayor participación en la industria, en un contexto en que los rescates se han mantenido contenidos.

La transmisión de la política monetaria local a tasas de mercado ha continuado operando normalmente y el costo de financiamiento en dólares no ha presentado variaciones relevantes en los últimos meses. Las tasas de corto plazo se han mantenido sin grandes cambios en los últimos meses (gráfico I.19), alineadas a desarrollos recientes de la política monetaria local. Por su parte, el costo de financiamiento en dólares en el mercado local, medido por el *spread on-shore*, continúa fluctuando en torno a sus patrones históricos (gráfico I.20) sin observarse disrupciones importantes en la liquidez en dólares en el mercado.

Las emisiones de bonos bancarios y corporativos locales han respondido principalmente a renovación de vencimientos, con *spreads* de emisión que continúan por sobre niveles prepandemia y plazos que han disminuido recientemente. Durante 2025, las emisiones de bonos bancarios y corporativos han mostrado un menor dinamismo (gráfico I.21), principalmente por menores colocaciones de bonos bancarios, pese al leve repunte que presentaron en abril. Los *spreads* de estas emisiones continúan en niveles elevados en comparación con los registros prepandemia (gráfico I.22), con plazos que han permitido diversificar fuentes de financiamiento en el margen. Tanto para el mercado de bonos bancarios como corporativos, se registra una alta concentración de vencimientos para los próximos dos años, lo que estaría asociado a una mayor necesidad de refinanciar pasivos.

Los indicadores de profundidad de mercado continúan en niveles bajos en perspectiva histórica, lo que reduce la capacidad de la economía para amortiguar shocks externos. Pese a que en los últimos trimestres algunos indicadores de profundidad han mostrado mejoras, en conjunto éstos continúan dando cuenta de un mercado menos profundo a lo registrado previo a la pandemia. Los activos de los fondos de pensiones como porcentaje del PIB se ubican en 60,3%, cerca de 20 puntos porcentuales menos que lo registrado previo a los retiros (gráfico I.23). Los montos transados en el mercado de renta fija en UF, dan cuenta de un nivel de profundidad que continúa bajo, con transacciones que actualmente equivalen a un 73% de lo registrado durante el año 2019.

GRÁFICO I.16 TRASPASOS DE FONDOS DE PENSIONES HACIA EL FONDO E

(millones de dólares, suma móvil 3 meses)

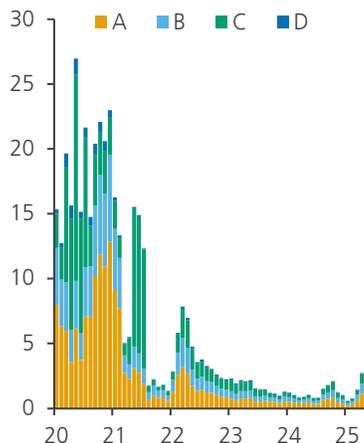


GRÁFICO I.17 INVERSIONES FONDOS DE PENSIONES POR TIPO DE FONDO

(índice, 100 = cierre estadístico IEF anterior)

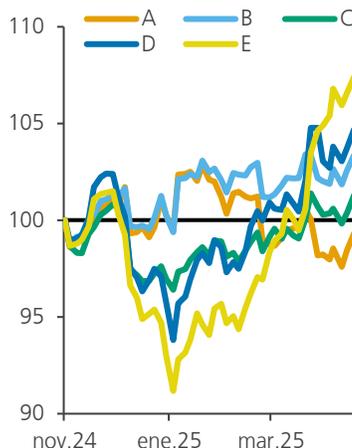
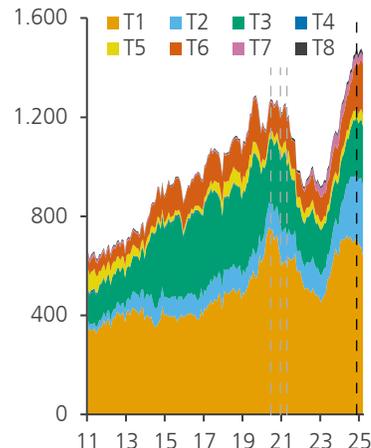


GRÁFICO I.18 INVERSIONES DE FONDOS MUTUOS POR TIPO (*)

(millones de UF)



(*) Series corregidas descontando las inversiones de fondos mutuos que invierten en otros fondos mutuos para evitar doble contabilización de las inversiones. Líneas verticales grises indican retiros de fondos de pensiones. Línea vertical negra indica cierre estadístico del último IEF.

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

GRÁFICO I.19 TASA DE POLÍTICA MONETARIA, DEPÓSITOS Y SWAP PROMEDIO CÁMARA DE CORTO PLAZO (1)

(porcentaje)

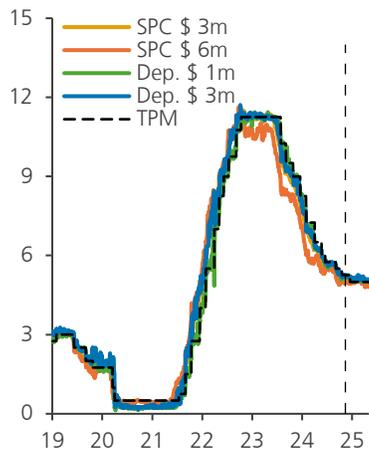


GRÁFICO I.20 SPREAD ON SHORE A 30 DÍAS (1)(2)

(porcentaje)

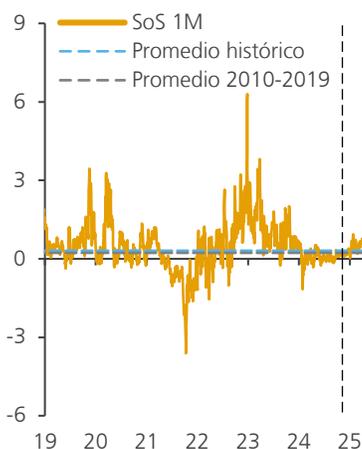
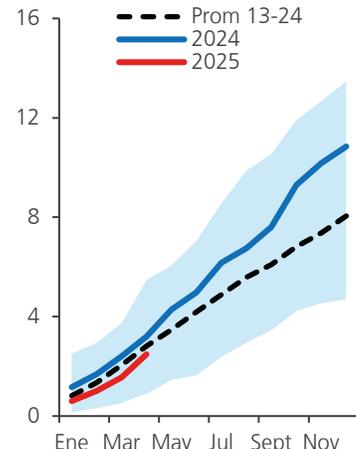


GRÁFICO I.21 EMISIONES DE BONOS BANCARIOS Y CORPORATIVOS EN MERCADO LOCAL (3)

(miles de millones de dólares)



(1) Línea vertical negra corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. (2) "Promedio histórico" corresponde al promedio entre los años 2010 y el 2025. (3) Se consideran emisiones de bonos bancarios y corporativos en pesos y en UF. Montos convertidos a dólares utilizando precios del día de la emisión. Área sombreada representa el rango de la distribución entre los años 2013 y 2024.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la BCS, DCV, CMF y RiskAmerica.



AMENAZAS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Un deterioro en las condiciones financieras debido a un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y comerciales representa el principal riesgo para la estabilidad financiera local. Si bien los mercados han reaccionado favorablemente en los últimos días, ante anuncios de postergación temporal de aranceles del gobierno de Estados Unidos hacia algunas economías^{1/}, la incertidumbre sobre el resultado de este proceso sigue siendo elevada. La magnitud y el alcance de la imposición de barreras arancelarias son aún inciertos, estos acontecimientos suponen una amenaza para la estabilidad financiera. Específicamente, el aumento en la incertidumbre y la aversión al riesgo han llevado a un aumento considerable de la volatilidad en los mercados financieros, con los consiguientes efectos sobre precios de activos. Si bien en lo más reciente se han observado incrementos de flujos de renta variable hacia economías emergentes y una apreciación de sus monedas respecto al dólar, un aumento en la aversión al riesgo podría generar reversión de flujos de capitales desde dichas economías, llevando a condiciones financieras restrictivas ([IEF segundo semestre 2024](#)). Sin perjuicio de lo anterior, la economía local podría verse afectada a través de una menor demanda de exportaciones por parte de otras economías afectadas por los conflictos comerciales (canal real), así como una reducción en general de los flujos de comercio internacional (canal comercial)^{2/}.

Un ajuste abrupto en el apetito por riesgo podría generar una corrección en precios de activos, deteriorando las condiciones financieras en emergentes. Un recrudecimiento de las tensiones comerciales y el aumento de la incertidumbre sobre el rumbo futuro que tendrán las medidas proteccionistas provocaron considerables correcciones de precios de activos, que aún continúan en niveles elevados. Cabe destacar que, las economías emergentes han continuado experimentando entradas netas de flujos de renta variable desde inicios de año. En particular, los precios de activos riesgosos han mostrado resiliencia en dicho período. Sin embargo, un deterioro en las perspectivas de crecimiento relativo en este grupo de economías podría gatillar una reversión en estos flujos, afectando los precios de activos financieros locales.

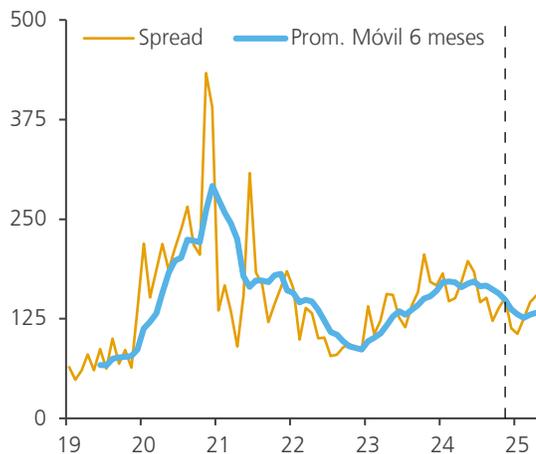
Persisten niveles altos de deuda pública y privada en el mundo, lo que, en conjunto con elevados déficits fiscales, continúan siendo materia de preocupación para el financiamiento de largo plazo. Desde el último informe, el aumento de la incertidumbre y de las tensiones comerciales ha puesto una cuota adicional de dificultad sobre la sostenibilidad de la posición fiscal en distintas economías. En vista que los niveles de deuda y déficit fiscales ya eran elevados ([IEF segundo semestre 2024](#)), la situación es ahora más compleja, dado que los gobiernos enfrentan una disyuntiva entre la consolidación del gasto para mejorar la posición fiscal, acumular colchones para hacer frente a shocks adversos, y hacer frente a mayores presiones de gastos relacionados con conflictos geopolíticos ([Fiscal Monitor, abril 2025](#)). Los elementos anteriores, junto con mayores perspectivas inflacionarias hacen prever que las tasas de largo plazo continuarán en niveles elevados.

Un deterioro de las condiciones macrofinancieras externas podría tener efectos significativos a nivel local, en un contexto en que la profundidad de mercado continúa siendo baja. Esto último implica una menor capacidad del mercado local para amortiguar shocks provenientes del exterior. Así, cobra relevancia el desarrollo continuo de política tendientes a profundizar el mercado financiero local, dado que se requerirá de un período prolongado para que sus efectos se reflejen en un mercado de capitales más profundo.

^{1/} Antecedentes posteriores al cierre estadístico de este Informe.

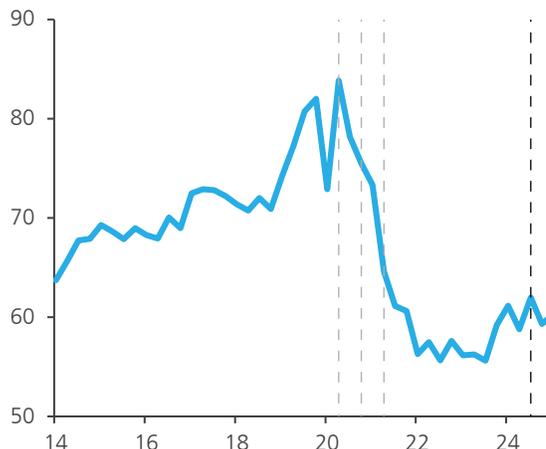
^{2/} Para más detalles, ver [Recuadro I.1 IEF segundo semestre de 2024](#).

GRÁFICO I.22 SPREADS EMISIONES DE BONOS BANCARIOS Y CORPORATIVOS EN UF EN MERCADO LOCAL (*)
(puntos base)



(*) Línea vertical corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. Datos se agregan considerando promedios ponderados mensuales. *Spreads* calculados sobre SPC en UF.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la BCS, DCV y Riskamerica.

GRÁFICO I.23 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 2025 se calcula en base a la Encuesta de Expectativas Económicas del mes de abril 2025. Líneas verticales grises indican retiros de fondos de pensiones. Línea vertical negra indica trimestre de cierre estadístico del último IEF.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Pensiones.



II. USUARIOS DE CRÉDITO

Los usuarios de crédito presentan un mejor balance de riesgos que en el Informe anterior. La evolución en la situación macroeconómica local mejoró el ingreso de los hogares y las ventas de las empresas. Acorde con los ajustes de la TPM, las tasas de los créditos comerciales y de consumo se redujeron de forma transversal, mientras que en los créditos hipotecarios las tasas han disminuido en línea con sus *benchmarks*. Las distintas medidas de impago bancario de empresas y hogares también han presentado una mejora, aunque la morosidad comercial sigue en niveles altos. En las empresas, el endeudamiento agregado sobre PIB disminuyó y las de mayor tamaño han mejorado sus indicadores financieros. No obstante, persisten vulnerabilidades entre las firmas pequeñas, de los sectores construcción e inmobiliario y las que obtuvieron créditos FOGAPE en la pandemia. En el caso de los hogares, se registró un aumento en la tasa de ahorro y una reducción de la carga financiera, mientras que el endeudamiento sobre ingresos se mantuvo estable. En este contexto, el principal riesgo para los hogares y empresas sigue siendo un deterioro del ya incierto escenario externo, que al traspasarse a la economía local disminuiría su capacidad de pago. Con todo, los ejercicios de tensión sugieren una evolución positiva de la deuda en riesgo respecto al Informe anterior, explicada por la mejor situación inicial de pago, carga financiera, y actividad. Sin embargo, hogares y empresas más vulnerables podrían ver afectada su capacidad de pago frente a un deterioro más profundo y prolongado en las condiciones financieras globales.

EMPRESAS

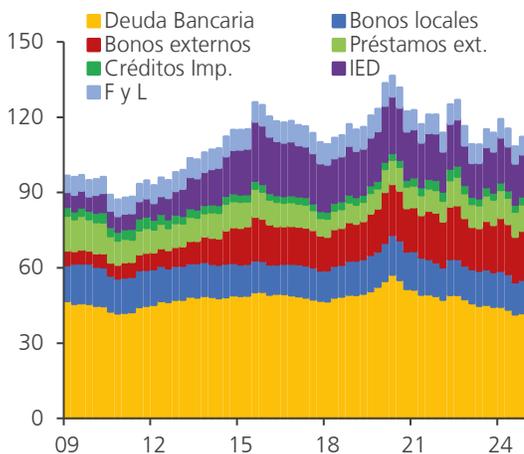
La vulnerabilidad financiera de las empresas ha disminuido, no obstante, se enfrentan a un escenario global más desafiante. La evolución positiva en la actividad en los últimos trimestres, el menor endeudamiento y la reducción de la carga financiera entre las empresas de mayor tamaño, las deja en una mejor posición respecto al Informe anterior. Un mayor deterioro de las condiciones externas que empeore el entorno económico local y afecte su capacidad de pago representa el principal riesgo para este segmento.

El endeudamiento agregado de las empresas disminuyó con respecto al Informe anterior. Con información al cierre de 2024, la deuda agregada de empresas no bancarias alcanzó 112% del PIB, cifra que disminuyó, principalmente, por la recuperación de la actividad económica (gráfico II.1) y por la contracción del crédito comercial bancario (Capítulo III).

La deuda externa de las empresas aumentó, no obstante, su acotado descalce cambiario les permitiría afrontar fluctuaciones relevantes del peso. La deuda externa tuvo un incremento durante 2024, producto de mayores emisiones de bonos corporativos externos e impulsada también por el efecto de valoración asociado a la depreciación del tipo de cambio (gráfico II.1). Los riesgos cambiarios asociados a la emisión de bonos son reducidos, toda vez que la mayoría de las firmas emisoras recibe sus ingresos en dólares, lo cual las protege ante fluctuaciones cambiarias (IPoM, septiembre de 2018; IEF Primer Semestre 2019). En tanto, la porción de la deuda externa asociada a inversión extranjera directa corresponde mayoritariamente a deuda entre filial y matriz, que tiene un nivel de exigibilidad menor (IEF, Segundo Semestre 2019). Las empresas que reportan estados financieros a la CMF y que mantienen deuda externa y reciben ingresos principalmente en pesos, mostraron una posición neta acreedora, del orden de 2,5% de sus activos^{1/}. A su vez, la proporción de activos de firmas con descalce superior a 10% se ha mantenido acotada.

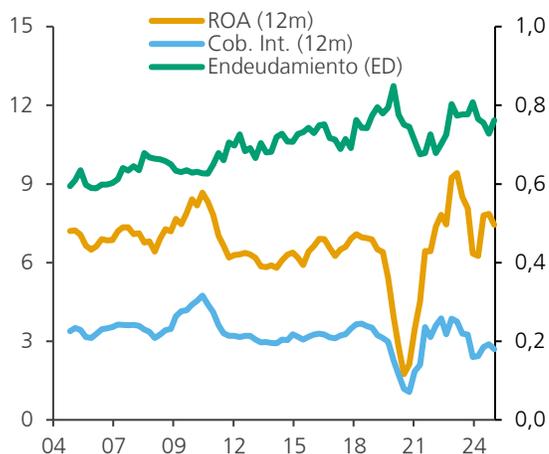
^{1/} Como porcentaje de los activos, la posición neta acreedora se compone aproximadamente de un 10% de pasivos en moneda extranjera, un 9% de activos moneda extranjera, y una posición neta en derivados activa que representa un 3%.

GRÁFICO II.1 DEUDA DE EMPRESAS NO BANCARIAS (*)
(porcentaje del PIB, 4T.2024)



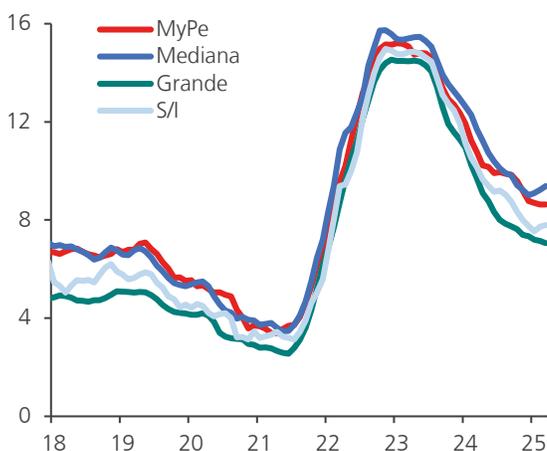
(*) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de factoring no bancario, leasing y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. Deuda bancaria local. No incluye deuda comercial universitaria. Datos trimestrales.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Achef y la CMF.

GRÁFICO II.2 INDICADORES FINANCIEROS (*)
(porcentajes de activos totales; veces gastos financieros; veces patrimonio)



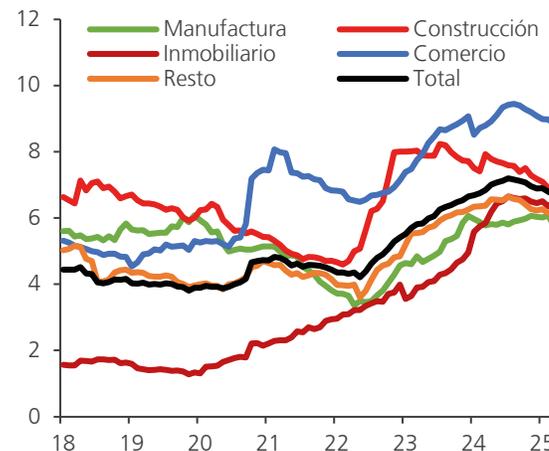
(*) Rentabilidad de activos corresponde a utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros e impuestos sobre activos totales. Cobertura de intereses definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros sobre los gastos financieros anualizados. Endeudamiento corresponde a razón deuda a patrimonio. Datos consolidados. No considera empresas estatales ni aquellas clasificadas en los sectores Servicios Financieros y Minería.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

GRÁFICO II.3 TASAS EN PESOS DE CRÉDITOS MENORES A 12 MESES (*)
(porcentaje, promedio ponderado)



(*) Considera solo créditos en cuotas de empresas con financiamiento local, no considera personas. Cálculo de las tasas se realiza como promedio ponderado por estrato, y se suaviza con promedio móvil trimestral. Estratos de ventas definidos a diciembre 2022: Empresa Pequeña (2.400>ventas<25.000 UF anuales), Mediana (25.000>ventas<100.000 UF anuales) y Grande (ventas>100.000 UF anuales).
Fuente: Banco Central de Chile en base a información CMF y el SII.

GRÁFICO II.4 CARTERA EN INCUMPLIMIENTO (*)
(porcentaje de la deuda)



(*) Empresas con financiamiento local. Cartera en incumplimiento corresponde a cartera C o grupal incumplimiento. Resto está compuesto por otros sectores económicos como: Agricultura, Minería, SS.FF., Transporte y telecomunicaciones, RR.NN. y sin clasificación. Información provisoria para mar.25. Más información ver [Recuadro II.1 IEF Primer Semestre 2024](#).
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SII.

La situación financiera de las empresas de mayor tamaño se mantuvo estable desde el IEF anterior, con un aumento de la rentabilidad. Con información al cuarto trimestre de 2024, la situación de las empresas que reportan a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) no tuvo mayores cambios respecto del IEF anterior. La rentabilidad se mantiene elevada, en línea con los mejores flujos operacionales. Los indicadores de endeudamiento y cobertura de intereses se mantuvieron en valores en torno a su promedio histórico (gráfico II.2). Asimismo, la liquidez se mantuvo estable en valores promedio, destacando mayor nivel de caja, lo que otorga a las empresas una mayor capacidad para enfrentar eventuales dificultades de corto plazo.

Las empresas que se financian con la banca local presentaron una mejora en sus indicadores financieros, lideradas por las empresas de mayor tamaño. Durante 2024, distintos factores presionaron los márgenes de las empresas (IPoM, marzo 2025). Sin embargo, en línea con la reducción de las tasas de interés de los créditos comerciales (gráfico II.3) y con la mejora en la actividad económica, la carga financiera y el endeudamiento disminuyeron, en particular en las firmas más grandes. Por sectores, destaca la caída en la carga financiera de Manufactura y la disminución en el endeudamiento de Construcción, mientras que en Comercio se registró una evolución positiva en ambos indicadores. Por su parte, las empresas que participaron de programas de apoyo durante la pandemia, como los créditos FOGAPE-Covid, estabilizaron su impago tras un largo periodo de aumentos, y han mostrado mejoras en su posición financiera. En tanto, las firmas de menor tamaño aún presentan indicadores financieros que no se han recuperado totalmente desde la pandemia, lo que las deja más vulnerables en un escenario de alta incertidumbre como el actual, en el cual pudiesen materializarse riesgos de mayores tasas largas o de contracción en la actividad.

La mejora en la situación financiera de las firmas se reflejó en una disminución del incumplimiento en los créditos comerciales, aunque este aún se mantiene elevado desde una perspectiva histórica. En marzo de 2025, el incumplimiento alcanzó 6,7% de las colocaciones comerciales, lo que se compara positivamente con el máximo de 7,2% observado en julio de 2024, pero aún se ubica por sobre los niveles alcanzados en el período prepandemia (gráfico II.4)^{2/}. En lo reciente, destaca la mejora en los sectores Comercio y Construcción, y la estabilización en el sector Inmobiliario. Otras medidas de impago mostraron evoluciones similares. Es así como en marzo de 2025 el Índice de Cuota Impaga (ICI) llegó a 2,1%, lo que se compara positivamente con el máximo de 2,5% registrado en septiembre del año anterior^{3/}. En tanto, la mora comercial evidenció un comportamiento similar (Capítulo III).

Las tasas de interés de los créditos comerciales bancarios han continuado su tendencia a la baja, lo que, en conjunto con la mejora en la actividad, ha disminuido la carga financiera de las empresas. Las tasas de interés de los créditos comerciales han experimentado una caída cercana a 40pb desde el valor al cierre del IEF anterior. Esta caída fue transversal por clasificación de riesgo y estratos de ventas (gráfico II.3). Las menores tasas de corto plazo facilitan el acceso a refinanciamiento y permiten aliviar la carga financiera. En tanto, hasta el primer trimestre de este año, las condiciones de oferta de crédito, tanto para las PyMEs como para las grandes empresas, no mostraban cambios importantes respecto del cierre de 2024 (ECB y Capítulo III).

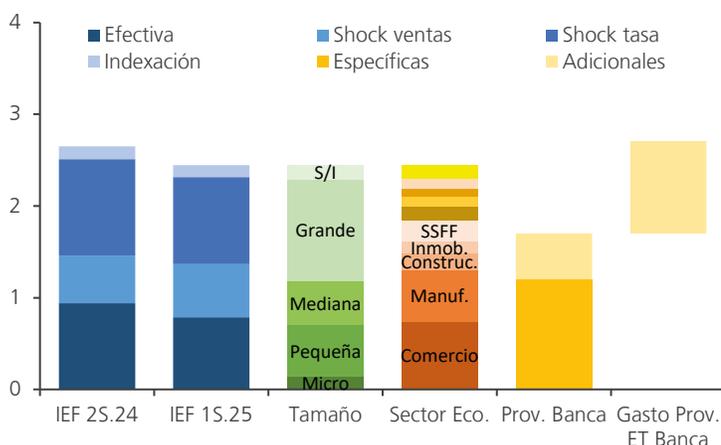
^{2/} La cartera en Incumplimiento incluye “a los deudores y sus créditos para los cuales se considera remota su recuperación, pues muestran una deteriorada o nula capacidad de pago” (CMF). En otras palabras, se consideran además de los deudores en impago, aquellos que han requerido una reestructuración o que han dejado o se prevé dejarán de pagar a sus acreedores. Más información ver [Recuadro II.1 IEF Primer Semestre 2024](#).

^{3/} El Índice de Cuota Impaga (ICI) proviene del archivo “Sistema de Deudores” de la CMF y se calcula como el atraso entre 90 días y hasta 3 años dividido por la suma de la deuda al día y en atraso hasta 3 años ([Fernández y Vásquez, 2019](#)).

EJERCICIO DE TENSION PARA EMPRESAS^{4/}

En el escenario de tensión la deuda en riesgo es menor que en el ejercicio anterior por la mejor situación inicial de las empresas. Frente a la materialización de un escenario severo, la deuda en riesgo alcanza 2,4% del PIB con información a diciembre, menor al 2,7% del ejercicio en el Informe anterior con datos a junio. Esta diferencia (-0,3% del PIB) se explica en gran parte por una mejor situación inicial del impago efectivo (-0,2% del PIB), donde la disminución está explicada principalmente por la favorable evolución del sector Comercio (gráfico II.4). Bajo tensión, el impacto del *shock* de tasas de interés es 0,1% menor que en el ejercicio anterior, expresado como Deuda en Riesgo (gráfico II.5)^{5/}. Desde diciembre, los datos en el margen indican que la posición financiera de las empresas siguió mejorando, el impago comercial disminuyó, las ventas siguieron creciendo y la carga financiera disminuyó, con más intensidad en firmas de mayor tamaño y en los sectores de Comercio y Manufactura. Esto sugiere que la deuda en riesgo siguió ajustándose a la baja en lo que va del presente año.

GRÁFICO II.5 DEUDA COMERCIAL EN RIESGO (*)
(porcentaje del PIB, 2024)



(*) 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. Última columna corresponde al gasto adicional en provisiones que se desprende del ejercicio de estrés bancario (Capítulo III).

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

INMOBILIARIO

Se ha prolongado la debilidad del sector inmobiliario residencial, con niveles de ventas que siguen deprimidos y altos stocks de viviendas terminadas. Según Información de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), en 2024 la venta de viviendas en la Región Metropolitana (RM) registró una caída de 8% respecto al año anterior, mientras, al primer trimestre de este año mostró un nivel de ventas similar al observado a inicios de 2024. En marzo de 2025, el *stock* de viviendas terminadas alcanzó a 57% del total de viviendas en venta, por sobre el 52% registrado en el primer trimestre de 2024 (gráfico II.6). Así, los meses requeridos para agotar el *stock* terminado se acercan a los dos años, valor máximo desde que se tiene registro. La holgura que entregaba un *stock* no terminado, y que permitió a las empresas enfrentar la caída de las ventas, se ha ido agotando, dejando a éstas en una situación estrecha, que podría presionarlas a liquidar existencias, reduciendo los precios de las viviendas nuevas.

^{4/} Ejercicio basado en [Córdova et al. \(2021\)](#). Tiene horizonte de un año y supone la ocurrencia de tres *shocks*: 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 comercial supone un aumento de 600pb y en inflación se asume un incremento 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.

GRÁFICO II.6 STOCK DE OFERTA DE VIVIENDAS NUEVAS (1)
(miles de unidades)

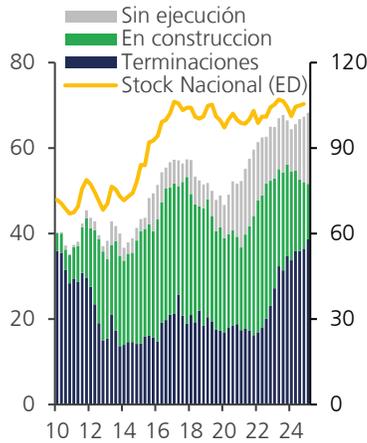


GRÁFICO II.7 ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDAS TOTAL (IPV)
(Índice, 100=2015.T1)

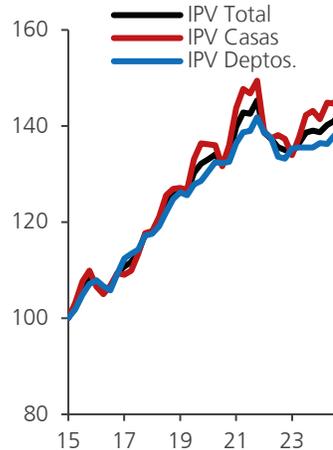
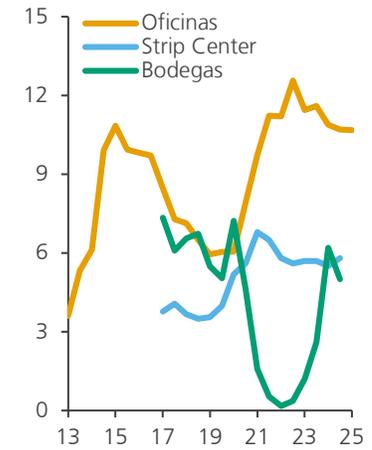


GRÁFICO II.8 VACANCIA EN MERCADO DE ARRIENDO NO RESIDENCIAL (2)
(porcentaje)



(1) Barras representan stock en RM. (2) Datos semestrales. Información provisoria en Oficinas para el 2025.1T.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CChC, SII, CBRE, Colliers y GPS.

Las tasas de interés de los créditos hipotecarios, aunque han disminuido, continúan elevadas. Desde el Informe anterior, las tasas hipotecarias bancarias disminuyeron, ubicándose en torno a 4,4% real en marzo de 2025. Lo anterior, se explica en mayor medida por la influencia de las tasas externas de largo plazo sobre la economía local. Este nivel aún es elevado en comparación a lo observado en el período prepandemia, así, entre 2015 y 2019 la tasa hipotecaria promedio alcanzó un 3,3% real^{6/}. En línea con lo anterior, al primer trimestre de 2025 la demanda por créditos para la vivienda se percibió más débil con relación al trimestre anterior ([ECB](#)).

Los precios de viviendas han presentado cierto repunte en los últimos trimestres, no obstante, como se ha destacado en Informes anteriores, un ajuste significativo a la baja continúa siendo un factor de riesgo. El precio de viviendas aumentó 3% real anual al cuarto trimestre de 2024, con un incremento transversal entre los distintos tipos de unidades (gráfico II.7). Al primer trimestre de 2025, los precios de arriendo se han mantenido estables en términos reales en casas y departamentos, en comparación al mismo trimestre del año anterior. En tanto, la rentabilidad bruta de comprar para arrendar, así como la participación de deudores con más de un crédito, no presentaron mayores variaciones en el último semestre. No obstante, un ajuste significativo en los precios de viviendas persiste como un factor de riesgo, debido a la acumulación del stock de viviendas terminadas y las presiones de liquidez que podrían enfrentar las firmas del sector.

En este contexto, se observaron algunas señales positivas como menores tasas de interés de los créditos comerciales, impago estabilizado y buen desempeño en la valoración bursátil de las firmas del sector. En particular, las tasas de interés de los créditos han disminuido, lo que ha aliviado la carga financiera de las firmas inmobiliarias y constructoras. En esta línea, se ha observado una estabilización en los indicadores de incumplimiento (gráfico II.4). Por su parte, el valor bursátil de las principales empresas inmobiliarias y constructoras del sector acumuló ganancias respecto al cierre 2024, registrando rentabilidades incluso sobre el IPSA, lo que sugiere una mejora en la percepción del sector. Por su parte, el ingreso de las personas también se ha incrementado.

^{6/} Más información en [Base de Datos Estadísticos](#).



En el sector no residencial las tasas de vacancia no mostraron cambios significativos en los últimos registros. La vacancia de oficinas se ha mantenido estable, cerrando el 2024 en 10,7% (gráfico II.8). Por su parte en bodegas, la tasa se ubicó en 5%, luego de la aceleración observada entre 2022 e inicios de 2024^{7/}.

Con todo, frente a un escenario de tensión y un ajuste abrupto en valor de los colaterales, la banca cuenta con mitigadores suficientes basados en la regulación prudencial (Recuadro II.1 IEF Segundo Semestre 2024). En concreto, éstos se relacionan con la razón deuda a garantía y criterios conservadores de valorización de colaterales. Así, una caída sustantiva en el valor de los colaterales no comprometería la solvencia del sistema bancario, dados sus niveles actuales de capital y requerimientos normativos. En esta línea, al cuarto trimestre de 2024, se estima que 85% del *stock* de la deuda hipotecaria corresponde a créditos que han financiado un monto inferior a 80% del valor de la vivienda. No obstante, el grado de interconexión de este sector con la economía real y el sector financiero, lo hacen vulnerable a *shocks* externos que podrían afectar la recuperación de nuestra economía.

HOGARES

Desde el Informe anterior, los hogares continuaron normalizando su posición financiera. Es así como se observó una recuperación en el ahorro, mientras la riqueza financiera neta se mantuvo y el mercado laboral siguió dando cuenta de holguras acotadas. Al cierre de 2024, la tasa de ahorro como porcentaje del PIB se ubicó en 5,6%, lo que implica un leve aumento respecto del año anterior, por una expansión del ingreso superior a la del consumo (CNSI, cuarto trimestre 2024)^{8/}. Un mayor ahorro es una señal positiva, ya que permite a los hogares ser más resilientes frente a una potencial pérdida de ingresos en el futuro. En esta línea, la riqueza financiera neta se mantuvo, alcanzando 120,4% del PIB^{9/}, mientras que el crecimiento anual de los salarios reales continuó por encima del promedio de la última década, expandiéndose 3,8% en febrero (INE). En cuanto al mercado laboral, la tasa de desocupación se situó en 8,7% en el trimestre móvil enero-marzo (INE), tendencia que también se observa en los datos administrativos^{10/}.

Acorde con los ajustes de la TPM, las tasas de interés de los créditos de consumo se redujeron de forma transversal, mientras que las de créditos hipotecarios disminuyeron en línea con sus benchmarks. Más allá de fluctuaciones estacionales y de los efectos de participación por tipo de producto —cuotas, tarjetas o sobregiros—, las tasas de interés de los créditos de consumo han evolucionado de acuerdo con la trayectoria de la TPM llegando a 23,4% a marzo, disminuyendo 265pb en un año. Esta caída ha sido transversal entre deudores de distintos niveles de ingreso y riesgo de crédito. Por su parte, la tasa de interés de los créditos hipotecarios disminuyó desde el IEF anterior, en línea con sus tasas de referencia (4,4% a marzo). No obstante, en perspectiva, las tasas de largo plazo continúan elevadas, influenciadas tanto por las condiciones de los mercados externos como por la menor profundidad del mercado de capitales local (Capítulo I).

La disminución de las tasas, en conjunto con el aumento de los ingresos, han contribuido a disminuir la carga financiera de los hogares. Así, se observó una disminución en el servicio de la deuda en los hogares de menores ingresos, particularmente en la carga asociada a los créditos de vivienda, mientras que en el resto de los hogares se registró un valor similar al del Informe anterior (gráfico II.9). A nivel agregado, el endeudamiento se mantuvo relativamente estable, situándose en 47% del PIB al cierre de 2024 (CNSI, 4T.24). En línea con los datos agregados, el endeudamiento disminuyó en los hogares de menores ingresos, por el componente de consumo (gráfico II.10). En un contexto donde, al primer trimestre de 2025, los estándares de otorgamiento de crédito para la cartera de consumo e hipotecaria no mostraron mayores cambios, con respecto al trimestre anterior. En el mismo período, la banca percibía una demanda más débil en ambos segmentos (ECB y Capítulo III).

^{7/} El precio de arriendo de oficinas se mantuvo sin variación real, mientras que el de bodegas disminuyó un 6,5% en 2024 respecto 2023.

^{8/} La expansión del ingreso estuvo impulsada por el aporte de 4,7pp de las rentas de la producción, asociadas a los salarios e ingresos de independientes, y por la incidencia de 4,1pp de las rentas de la propiedad (retiros de rentas).

^{9/} En el Informe anterior, con información al cierre del segundo trimestre de 2024, la riqueza financiera neta de los hogares alcanzó el 120,6% del PIB. Con relación a 2023, los hogares cerraron el año con una riqueza financiera neta menor en 0,8pp, explicado mayoritariamente por menores saldos mantenidos en efectivo y depósitos.

^{10/} Corresponde a información proveniente de los cotizantes de AFP.

GRÁFICO II.9 RAZÓN CARGA FINANCIERA - INGRESO (1)
(porcentaje renta mensual, mediana)

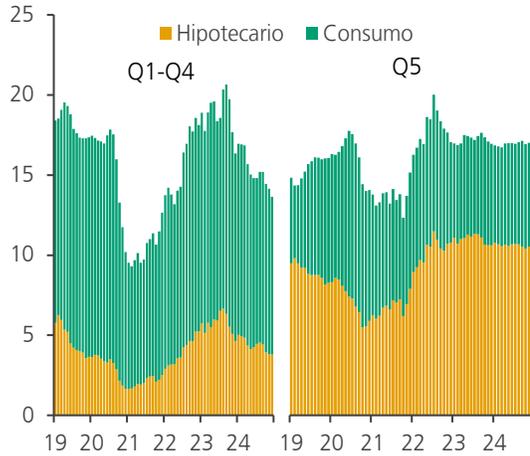


GRÁFICO II.10 RAZÓN DEUDA BANCARIA - INGRESO (1)
(veces renta mensual, mediana)

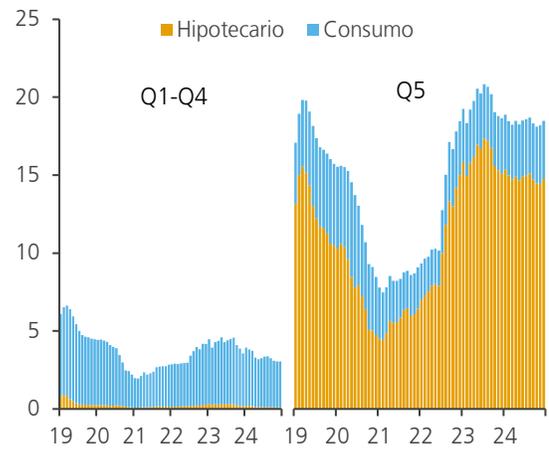


GRÁFICO II.11 TASA DE IMPAGO EN CRÉDITOS HIPOTECARIOS Y DE CONSUMO (1)
(porcentaje de deudores de cada grupo)

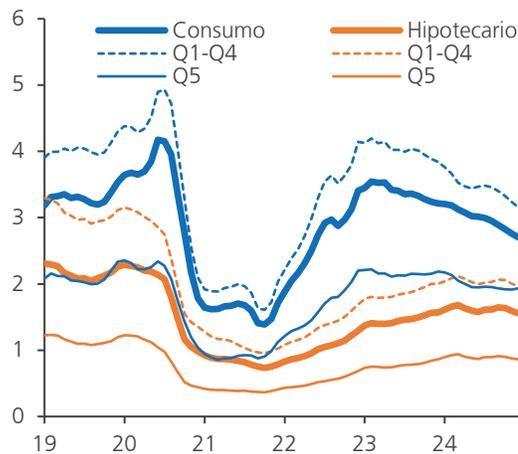
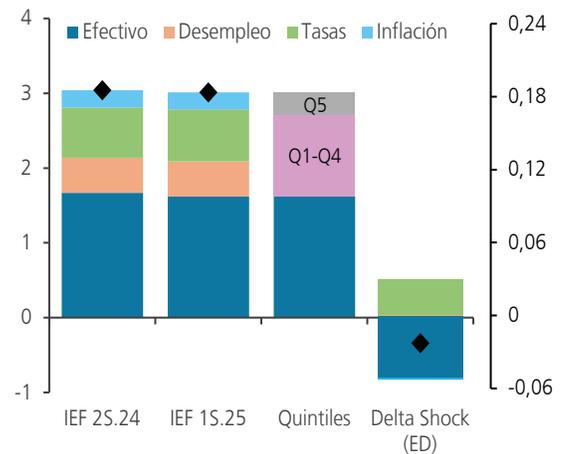


GRÁFICO II.12 DEUDA EN RIESGO (1)(2)
(porcentaje del PIB)



(1) Promedio móvil de tres meses. Q1-Q4 hasta \$1.365.000, Q5 hasta \$5.200.000. Quintil 5 truncado en tope imponible. (2) Deuda en riesgo corresponde a la deuda individual multiplicada por la probabilidad de impago de cada deudor por cartera. Variaciones respecto a versiones anteriores del Informe se deben a modificaciones en los modelos de estimación utilizados. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF, SUSESO y AFC.

Los indicadores de impago de los créditos de consumo se redujeron y se estabilizaron en vivienda. Con información granular a diciembre, se observó una disminución tanto en la deuda como en la proporción de deudores en impago en créditos de consumo (gráfico II.11). Este desarrollo está en línea con los indicadores contables de mora bancaria (Capítulo III), ubicándose las distintas medidas en niveles similares a los del periodo previo a la pandemia. Por su parte, tanto la proporción de deudores morosos como la deuda hipotecaria en impago se estabilizaron, tras un aumento sostenido en los últimos tres años. Esto correspondería a una normalización, retornando a los patrones históricos en términos del perfil de deudores, la composición de los distintos estados de pago y los determinantes macroeconómicos del impago (Recuadro II.1).

EJERCICIO DE TENSION PARA HOGARES^{11/}

El balance de riesgos de los hogares es similar al del Informe anterior, con señales positivas en el margen. La deuda en riesgo efectiva se mantuvo en 3% del PIB entre ambos ejercicios (gráfico II.12). No obstante la mantención del resultado con información a diciembre del 2024, las mejores condiciones financieras observadas desde entonces en términos de menor carga financiera, disminución de impago efectivo en consumo y estabilización en vivienda, indican que la deuda en riesgo de las personas habría disminuido en lo que va de este año. Bajo el escenario de tensión, la deuda en riesgo se concentra en los quintiles de menores ingresos y el impacto del *shock* de desempleo mantiene una participación importante, similar a la del Informe anterior. En tanto, el *shock* de tasas, siendo el de mayor participación, afecta principalmente el componente hipotecario. Finalmente, el *shock* de indexación es el de menor cuantía y se mantiene sin cambios respecto del ejercicio anterior.

En el actual escenario global de elevada incertidumbre, el principal riesgo para los hogares es un deterioro de la actividad que redunde en debilidad del mercado laboral. Una reducción en los ingresos de las personas incrementa la probabilidad de no cumplir a tiempo con el pago de sus deudas. Este es un riesgo que ha aumentado su probabilidad de ocurrencia, dado el recrudescimiento de las tensiones comerciales y geopolíticas, y sus potenciales efectos sobre la actividad económica local (Capítulo I). La banca mantiene un nivel adecuado de provisiones y los ejercicios de tensión revelan su resiliencia ante un posible empeoramiento de las condiciones financieras, como la disminución en la actividad económica, el empleo y el aumento de las tasas de interés (Capítulo III).

GOBIERNO CENTRAL

La persistencia de déficits estructurales por varios años ha ido mermando las holguras fiscales y aumentado la deuda pública. Al cierre 2024, la deuda bruta del gobierno central alcanzó 41,7% del PIB, lo que representó un aumento de 2,2pp en comparación al año anterior. El déficit efectivo alcanzó 2,8% y el estructural 3,3% del PIB, superando la meta de Balance Cíclicamente Ajustado de 1,9%. De mantenerse esta tendencia, la deuda podría superar en los próximos años el límite de 45% del PIB definido como prudente por la autoridad. En este contexto, el gobierno anunció un plan de ajuste que incluye acciones administrativas, proyectos de ley y una postergación de la convergencia del balance estructural. Para los próximos años, la Dirección de Presupuestos proyecta que la deuda se mantendrá bajo su nivel prudente de 45% del PIB (gráfico II.13) ([IFP 1T.25](#))^{12/}. El aumento de la deuda durante los últimos años se ha explicado principalmente por los continuos déficits fiscales y la mayor participación de gastos financieros, tales como bonos de reconocimiento, compra de cartera de Crédito con Aval del Estado y capitalización de empresas públicas, entre otros. El actual nivel de endeudamiento y una exigente trayectoria de gastos comprometidos a futuro —que podrían dificultar el cumplimiento de la meta de balance estructural— han reducido el espacio para contener los efectos de shocks externos. Sostener la deuda bajo el umbral definido requiere de un exigente conjunto de medidas y acuerdos. Este es un desafío relevante en el que deben concursar todos los actores.

^{11/} 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 las reacciones de los agentes y no constituyen proyecciones. Mayor detalle en [Recuadro V.1 del Informe del Primer Semestre de 2023](#) y en [Córdova y Toledo \(2023\)](#). 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 680pb en las tasas de interés de los créditos de consumo y de 350pb en las hipotecarias. Finalmente, se incluye un *shock* de indexación de 4pp adicionales en un año.

^{12/} 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.

El mayor endeudamiento fiscal, junto con el alza en las tasas de interés de largo plazo, han aumentado el costo de renovación de la deuda del gobierno central. La proyección oficial del gasto por intereses para el período 2026-2029 alcanzó un promedio de 1,2% como porcentaje del PIB, lo que contrasta con el 0,8% promedio registrado entre 2015-2019 (gráfico II.14). En el actual escenario de alta incertidumbre, no se puede descartar que las tasas de interés de largo plazo a nivel internacional se incrementen, empeorando las condiciones de renovación y aumentando los gastos por intereses (Capítulo I). En esta línea, durante 2024, se emitieron bonos y se realizaron programas de canje para reducir los vencimientos de deuda en 2025 y 2026, disminuyendo así el riesgo de refinanciamiento en el corto plazo. Sin embargo, la deuda en moneda extranjera ha ganado mayor participación en los últimos años, lo que podría representar un riesgo en la proyección de deuda bruta.

Mantener la prudencia en las cuentas fiscales, a través de un endeudamiento soberano sostenible, aumenta la capacidad de la economía de mitigar el impacto de futuros shocks y mejora la percepción de riesgos sobre la economía local.

GRÁFICO II.13 DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO CENTRAL (*)
(porcentaje del PIB)

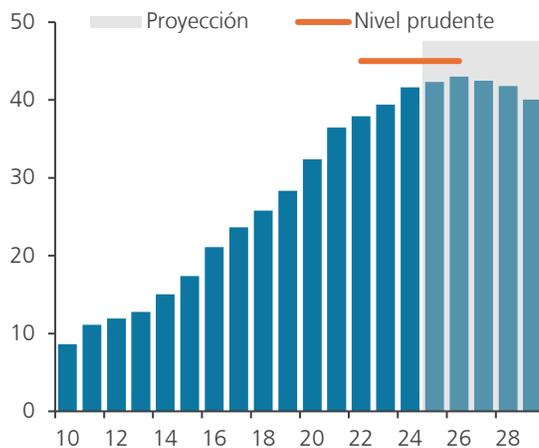
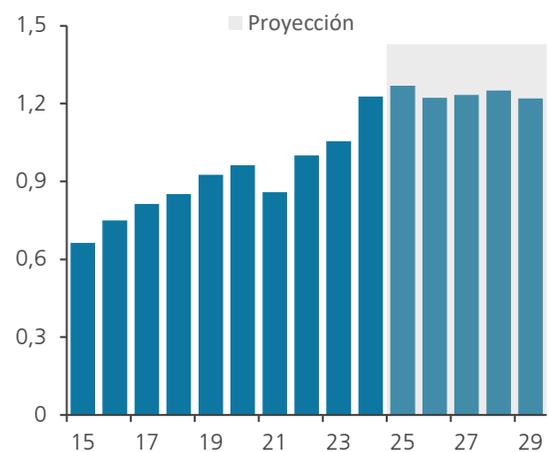


GRÁFICO II.14 EVOLUCIÓN GASTOS POR INTERESES
(porcentaje del PIB)



(*) Área gris corresponde a proyección de [Informe de las Finanzas Públicas Primer Trimestre 2025](#), DIPRES.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del [CFA marzo 2025](#) y del [IFP Primer Trimestre 2025](#), DIPRES.

RECUADRO II.1:

Situación de pago en la cartera hipotecaria bancaria

El análisis y monitoreo de los determinantes de las decisiones de pago de las personas es de gran relevancia para la estabilidad financiera. En particular, en el caso de las deudas de vivienda, esta importancia radica en el tamaño de esta cartera en el portafolio de los bancos (35% de las colocaciones bancarias y 41% del PIB) y en que el comportamiento de pago de estos créditos es un reflejo de la salud financiera de quienes mantienen este tipo de obligaciones (cerca de 1,2 millones de personas a marzo 2025).

La mora hipotecaria bancaria se encuentra hoy en niveles similares a los previos a la pandemia luego de tres años de aumento desde niveles mínimos. Entre el 2017 y 2019 el indicador de morosidad promedió 2,4% de las colocaciones de la cartera. En marzo de 2022 llegó a 1%, su mínimo histórico, lo cual coincide con un periodo de alta liquidez y cambios en la hoja de balance de las personas ([Capítulo temático en IEF del primer semestre de 2023](#)). Desde entonces se inició una tendencia de aumento sostenido, situándose en 2,3% en marzo de este año (Capítulo III).

El aumento de la mora hipotecaria bancaria en los últimos años ha sido transversal entre deudores.

Los datos administrativos permiten analizar el comportamiento de pago en función de variables demográficas de las personas, su situación financiera, las características de sus créditos y las condiciones macroeconómicas. Es así como no se observan diferencias significativas en el ritmo de aumento del impago hipotecario luego de controlar por estos observables. Una excepción a lo anterior se encuentra al separar a los deudores por el tipo de tasa de interés en su deuda. El aumento del impago desde 2023 se dio de forma transversal entre quienes tienen tasa fija, el grupo predominante que concentra 65% de la deuda en mora. En cambio, entre quienes tienen créditos a tasa variable o mixta —es decir donde la tasa es fija al comienzo del crédito y luego variable— se vio una convergencia, desde niveles bajos, hacia el nivel de impago del total, llegando muy por encima de su valor en la pre-pandemia (gráfico II.15). Dicho grupo es de menor tamaño relativo, concentrando 11% de la deuda en mora. Es posible que por la naturaleza variable de sus créditos hipotecarios se observara un aumento en el valor mensual de sus dividendos, y eventualmente el impago, dadas las mayores tasas de largo plazo ([IEF primer semestre de 2022](#)).

El incremento del impago hipotecario corresponde a una normalización hacia los patrones históricos, alineado con los determinantes macroeconómicos. El modelo granular utilizado para el ejercicio de tensión de hogares^{1/} —basado en [Gerardi et al., 2018](#), donde individuos con alta carga financiera son más propensos a impago ante variaciones inesperadas de ingreso o gastos— indica que, entre los años 2021 y 2023 el impago hipotecario bancario estuvo sistemáticamente por debajo de lo implícito en los fundamentos individuales y agregados, probablemente debido a la elevada liquidez disponible en aquel entonces. Desde 2024, esa brecha entre impago efectivo y esperado se ha ido cerrando, lo cual también sugiere que el aumento de la morosidad corresponde a una normalización hacia patrones históricos (gráfico II.16).

^{1/} Este análisis se realiza en base al modelo individual de impago hipotecario, que es el utilizado en el ejercicio de tensión de hogares (Capítulo II). La especificación incluye características de los deudores, su empleo y sus créditos bancarios. El modelo no considera transferencias directas ni otras fuentes de ingreso no laboral percibidas por las personas. Para más detalles ver [Recuadro V.1 del IEF del primer semestre del 2023](#).

GRÁFICO II.15 DEUDA HIPOTECARIA EN IMPAGO SOBRE 90 DÍAS (1)
(porcentaje de la deuda hipotecaria bancaria)

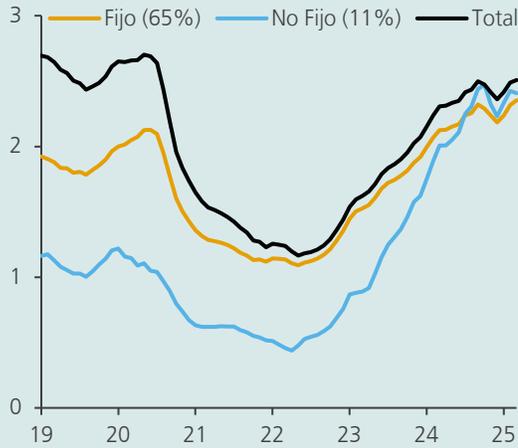
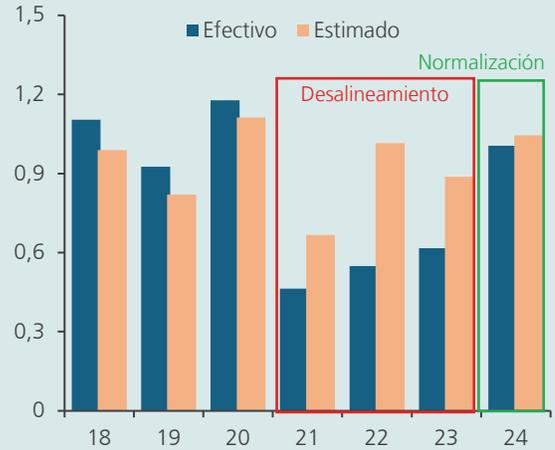


GRÁFICO II.16 TASA DE IMPAGO HIPOTECARIO SOBRE 90 DÍAS (2)
(porcentaje de deudores hipotecarios bancarios)



(1) Promedio trimestre móvil. Porcentaje en leyenda indica la participación de cada grupo en la deuda en impago, un 24% de la deuda en impago corresponde a deudores a los cuales no se les puede asignar una categoría. Fijo: Deudor con solo créditos en tasa fija. No fijo: Deudor con al menos un crédito en tasa no fija (mixta o variable). (2) Tasa de incumplimiento se define como el porcentaje de personas en impago respecto del total de deudores hipotecarios bancarios en una sub-muestra para la cual se dispone de características individuales. Más detalle del modelo en [Recuadro V.1 del IEF 1S.23](#).
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de AFC, CMF y SUSESO.



III. OFERENTES DE CRÉDITO

El sistema bancario ha continuado fortaleciendo su base de capital acorde con la convergencia a los estándares de Basilea III, a través de la emisión de instrumentos, mientras su rentabilidad se ha mantenido sobre sus promedios históricos. En tanto, mantiene niveles de liquidez y fondeo estable de largo plazo adecuados, no obstante, el costo de financiamiento de largo plazo permanece elevado. El crédito bancario mantiene tasas de crecimiento negativas debido, fundamentalmente, a la debilidad de la demanda, en un entorno donde las tasas de interés de los créditos continúan evolucionado acorde con sus respectivas tasas de referencia. Los indicadores de riesgo de crédito han disminuido para las carteras de consumo y comercial, y estabilizándose en la cartera de vivienda. Los bancos disponen de provisiones y garantías suficientes para cubrir el nivel de incumplimiento de sus carteras. En este contexto, los ejercicios de tensión señalan que la banca cuenta con niveles de capital suficientes para mantenerse solvente en escenarios de tensión.

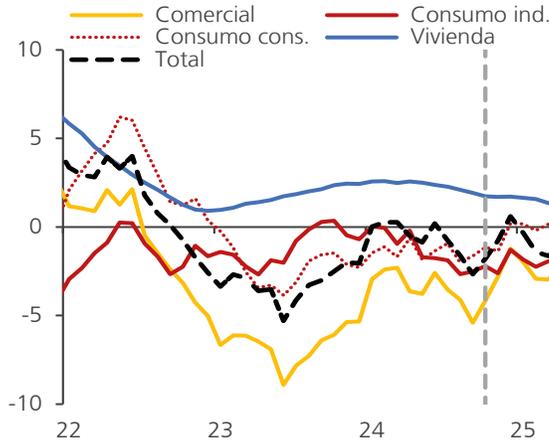
SITUACIÓN DE LOS OFERENTES

Desde el IEF anterior, la actividad crediticia no presenta mayores cambios asociada a una demanda aún debilitada. Las colocaciones totales muestran tasas de crecimiento negativas relacionadas con una demanda debilitada, que se atribuye a menores necesidades de financiamiento para inversión de acuerdo a las Encuestas de Percepciones de Negocios (EPN) y Crédito Bancario (gráficos III.1 y III.2). Así, el crecimiento del *stock* de la cartera comercial se mantiene negativo, mientras que los flujos de nuevos créditos muestran una tendencia positiva, aunque, en promedio, a plazos más cortos que en el periodo previo a la pandemia. Por su parte, el segmento de consumo de los bancos muestra una caída anual de los créditos en cuotas en torno a 3%, lo que ha sido compensado por un mayor uso de tarjetas de crédito. Estas últimas mantienen una expansión anual cercana a 3% en los últimos meses, impulsado por las Sociedades de Apoyo al Giro (SAG), cuyo *stock* de operaciones con tarjetas representa casi un 50% del total. Por su parte, las colocaciones para la vivienda promedian, en los primeros meses del año, una tasa de crecimiento real anual de 1,4%, cifra menor al período previo a la pandemia. En tanto, los flujos de nuevas operaciones hipotecarias se han mantenido relativamente estables (gráfico III.3). Este desarrollo se da en un contexto donde las tasas de interés de corto plazo para créditos comerciales y de consumo se han ajustado a la baja, en línea con la evolución de la TPM. La tasa de interés hipotecaria ha mostrado una disminución en lo más reciente, aunque aún se mantiene elevada, acorde a la dinámica de las tasas de largo plazo (gráfico III.4).

Si bien los indicadores de morosidad han mejorado, pero se mantienen en niveles elevados. La cobertura de provisiones y garantías le permitiría a la banca enfrentar un mayor deterioro del comportamiento de pago. La morosidad total del sistema disminuyó desde el Informe anterior, destacando la reducción del segmento comercial, que se ubicó en 2,6% en marzo. En tanto, la mora en consumo continuó disminuyendo, llegando a 2,4%. Por su parte, en los últimos meses la morosidad de la cartera de vivienda se ha ubicado en niveles cercanos a los de prepandemia (gráfico III.5). El gasto en provisiones ha disminuido y se encuentra en torno a sus promedios históricos, lo que indicaría una normalización del riesgo de los nuevos créditos en todas las carteras^{1/}. En particular, en el segmento comercial se ha mantenido la participación de los créditos clasificados en categorías de mayor riesgo (subestándar e incumplimiento), los cuales tienen una alta cobertura de garantías reales. En tanto, la exposición de la banca chilena a empresas afectadas por los cambios de tarifas en EE. UU. es relativamente baja (Recuadro III.1).

^{1/} La entrada en vigor del modelo estandarizado de provisiones de consumo generó un aumento de gasto en provisiones específicas, las que en general fueron manejadas a través de provisiones adicionales.

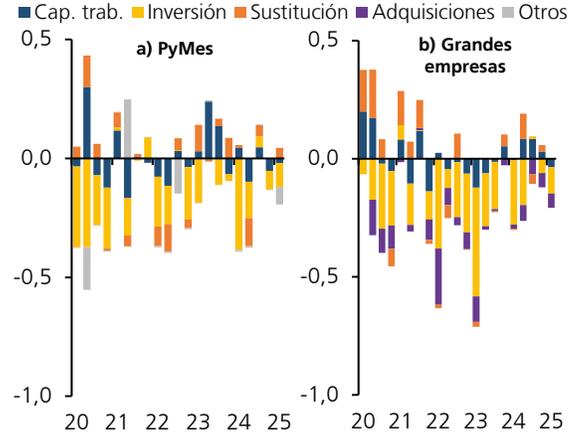
GRÁFICO III.1 CRECIMIENTO DE LAS COLOCACIONES (*)
(variación real anual, porcentaje)



(*) Basado en estados financieros individuales, con cifras a abril según archivos normativos, excepto consumo consolidado local que incluye colocaciones de Sociedades de Apoyo al Giro con información a marzo. Línea vertical corresponde a cierre estadístico del IEF anterior.

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

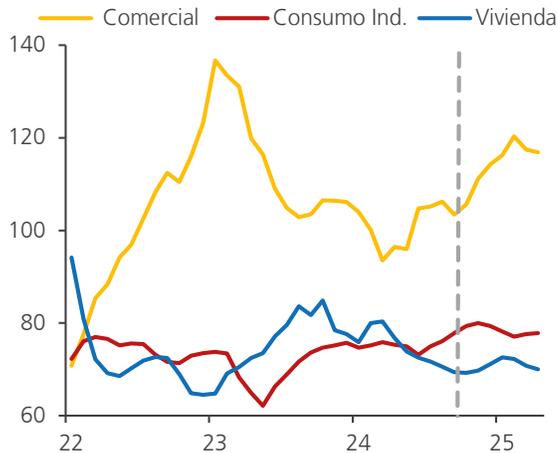
GRÁFICO III.2 ECB - CAUSAS DE LA DEMANDA DE CRÉDITO DE LAS EMPRESAS (*)
(índice)



(*) El indicador corresponde al valor neto de las respuestas ponderadas por participación del banco en la cartera comercial. Valores negativos (positivos) dan cuenta de mayor debilidad (fortaleza) respecto de la encuesta anterior. Respecto a las causas, capital de trabajo se refiere a necesidades de los clientes por ese concepto, inversión a requerimientos de fondeo para dicho fin, adquisiciones incluye financiamiento de los clientes para adquisiciones o fusiones con otras empresas, y sustitución a lo que relaciona con financiamiento en otros bancos o fuentes no bancarias (bonos, efectos de comercio, recursos propios).

Fuente: Banco Central de Chile.

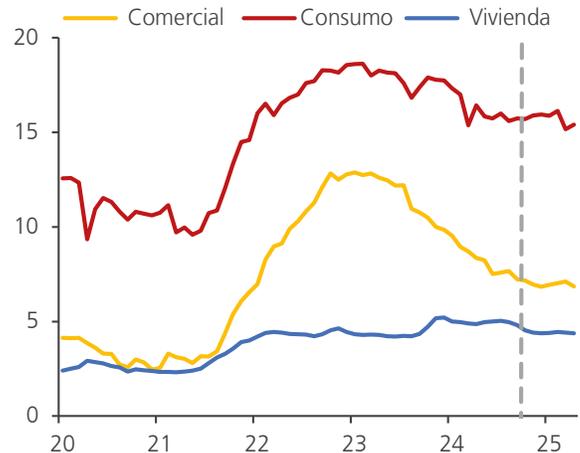
GRÁFICO III.3 ÍNDICE DEL FLUJO MENSUAL DE COLOCACIONES EN CUOTAS (*)
(índice base 100 = 2018)



(*) Flujos en promedio móvil 3 meses, incluyen créditos en CLP para comercial y consumo, en UF para vivienda y cobertura sólo Región Metropolitana. Excluye reprogramaciones por deterioro. Flujos desestacionalizados utilizando CENSUS X-12, calendario nacional y ajustes por valores atípicos. Línea vertical corresponde a cierre estadístico del IEF anterior.

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

GRÁFICO III.4 TASAS DE INTERÉS DE COLOCACIONES EN CUOTAS (*)
(porcentaje)



(*) Tasas en CLP para comercial y consumo, en UF para vivienda, cobertura sólo Región Metropolitana. Línea vertical corresponde a cierre estadístico del IEF anterior.

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



La estructura de fondeo del sistema bancario se mantiene estable, con *spreads* de nuevas emisiones de deuda que han mostrado un descenso aun cuando se mantienen en niveles elevados. Los depósitos, tanto vista como a plazo, continúan predominando en la composición de los pasivos con posterioridad a los retiros de fondos previsionales. Los depósitos minoristas muestran una dinámica estable y las tasas de interés de depósitos a plazo han disminuido acorde con las tasas de corto plazo. A nivel de inversionistas institucionales, prevalece la participación de Fondos Mutuos en la tenencia de depósitos a plazo y no muestra cambios significativos, a diferencia de los Fondos Pensiones cuya participación es baja desde los retiros previsionales. En tanto, se han materializado emisiones de bonos con *spreads* algo más bajos que lo exhibido en los meses previos (Capítulo I), lo que muestra una leve mejora en la disponibilidad de fondeo largo plazo de la banca. Así, la estructura de los pasivos de la banca se estabiliza con una duración que retorna a los niveles prepandemia.

La banca mantiene indicadores de liquidez y de fondeo de largo plazo en niveles significativamente por sobre los exigidos. Los niveles actuales de indicadores de liquidez del sistema bancario (LCR y NSFR, por sus siglas en inglés) dan cuenta de una adecuada gestión de liquidez y les permite enfrentar un escenario de mayor volatilidad cambiaria (anexo estadístico y Capítulo I). En particular, el NSFR se encuentra en torno a 113%, nivel por sobre el 100% exigido en plena implementación de la normativa a partir de enero de 2026. Esta holgura de financiamiento estable requerido equivale a cerca de un 10% del *stock* de colocaciones, lo que le permitiría a la banca cubrir un eventual aumento de la demanda por crédito en el corto plazo.

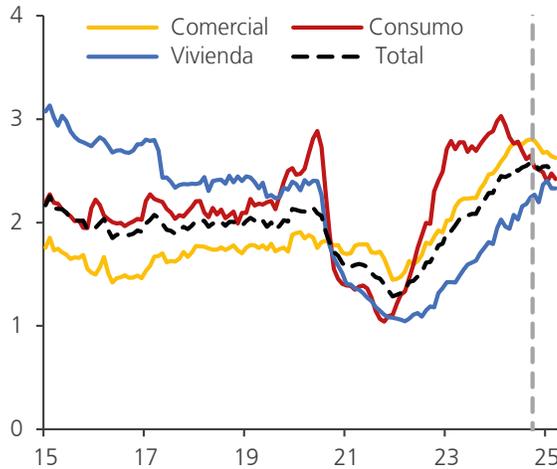
La rentabilidad de la banca se mantiene por sobre su promedio histórico, con una mayor incidencia de los márgenes de intereses que se han recuperado. Al cierre de este Informe, la rentabilidad anualizada sobre activos y capital del sistema bancario registró niveles de 1,3 y 15,2%, respectivamente, situándose algo por encima de sus promedios históricos (anexo estadístico), destacando el alza del margen de intereses y la disminución del gasto de provisiones por riesgo de crédito. Las mejores cifras de rentabilidad contribuyen a reforzar, de manera orgánica, la solvencia patrimonial de la banca, en la medida de que las instituciones capitalicen una fracción mayor de las utilidades. Lo anterior, cobra relevancia dada la convergencia a las nuevas exigencias de capital y los desafíos para enfrentar un entorno más desfavorable.

Los indicadores de capital de la banca se han fortalecido, en línea con el proceso de implementación de Basilea III, aumentando sus recursos para mantener la provisión de crédito. Desde el último Informe, la banca ha seguido fortaleciendo su base de capital, principalmente a través de nuevas emisiones de bonos perpetuos. Así, en marzo de 2025 el índice de adecuación de capital (IAC) del sistema alcanza 16,8% y el CET1, 11,9% (gráfico III.6). Dentro de los próximos desafíos se incluye la preparación para la plena convergencia a los estándares de Basilea III y gestionar el aumento del riesgo de crédito, para que la banca refuerce su capacidad para enfrentar riesgos adicionales y simultáneamente sustentar una provisión normal de crédito. Lo anterior es aún más relevante para aquellas entidades bancarias cuyas holguras de capital son algo más acotadas.

Por su parte, los Oferentes de Crédito No Bancario (OCNB)^{2/} muestran señales de recuperación en sus colocaciones de consumo e indicadores de riesgo que han tendido a moderarse, mientras su rentabilidad se mantiene estable. Las colocaciones de consumo tanto de las Cooperativas de Ahorro y Crédito y, en mayor medida, de las Cajas de Compensación han mostrado una mayor actividad al cierre del 2024. En tanto, los créditos otorgados para el financiamiento automotriz han moderado su contracción anual. Además, las tasas de morosidad siguen mostrando una tendencia a la baja de forma transversal.

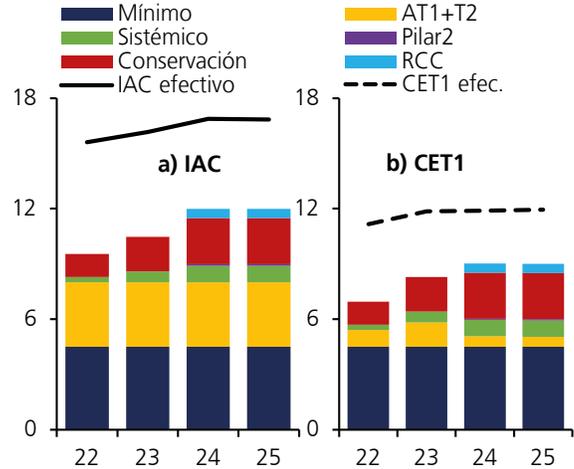
^{2/} Estas entidades incluyen a las Sociedades de apoyo al giro bancarias (SAG), las Casas comerciales (CC), Cajas de compensación y asignación familiar (CCAF), Cooperativas de ahorro y crédito (CAC), y entidades que otorgan crédito automotriz.

GRÁFICO III.5 ÍNDICE DE MORA DEL SISTEMA (*)
(porcentaje de las colocaciones de cada cartera)



(*) Mora corresponde al atraso en el pago de 90 días o más.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

GRÁFICO III.6 REQUERIMIENTOS DE CAPITAL DEL SISTEMA (*)
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



(*) La información de 2025 corresponde a marzo. Los requerimientos se calculan como el promedio ponderado de los límites particulares de cada banco. En panel b, AT1+T2 corresponde a la parte del requerimiento que no es enterada con el nivel de capital respectivo y que debe ser cubierta con CET1.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS^{3/}

Los ejercicios de tensión muestran que la materialización de *shocks* macrofinancieros no pondrían en riesgo la solvencia y liquidez del sistema bancario. Esta herramienta utiliza datos contables del sistema bancario y de mercado a diciembre de 2024, y considera un escenario de tensión adverso y uno severo (anexo estadístico). El escenario adverso supone una desaceleración lenta y persistente, mientras que el escenario severo representa una contracción abrupta de la actividad, acompañada por un incremento de los costos de fondeo y disminución de la inversión. En ambos escenarios, la caída de la demanda externa y el deterioro de las condiciones financieras tienen efecto en el costo de fondeo y el tipo de cambio. Debido al desarrollo reciente del contexto internacional (Capítulo I), y al igual que en el Informe anterior, se considera un *shock* mayor que en ejercicios previos sobre las tasas de interés de largo plazo de 200pb y de 300pb en las de corto plazo, una volatilidad del tipo de cambio de 16% y una depreciación de 30%, supuesto superior al habitual 20%.

Las pérdidas por riesgo de crédito se mantienen estables respecto al ejercicio anterior, donde la menor actividad de las colocaciones ha reducido la exposición de la banca a este riesgo, pero también su capacidad de generación de utilidades. La menor exposición de la banca al riesgo de crédito debido a la contracción de las colocaciones, tanto comercial como de consumo, ha reducido el impacto en el capital de los escenarios de tensión. En tanto, debido a la sensibilidad de la cartera comercial al tipo de cambio, una depreciación tiene un efecto negativo mayor en esta cartera. Por consiguiente, en el escenario severo se estima que este riesgo lleve a una pérdida potencial de 15,8% del capital del sistema, similar al semestre previo, y de 13,9% en el escenario adverso (gráfico III.7).

^{3/} Basado en la metodología descrita en el IEF del segundo semestre de 2013 y en Martínez et al. (2017). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la CMF. Además, dada su naturaleza, no deben ser considerados como ejercicios de proyección.



El impacto de los riesgos de mercado se mantiene en niveles acotados. El sistema bancario conserva un bajo descalce de plazos, respecto a lo observado antes de la pandemia, lo que mantiene reducida su exposición al riesgo de reprecio^{4/}, mientras que el riesgo de valoración^{5/} se muestra acotado debido a la menor exposición a instrumentos financieros (gráfico III.7). El riesgo de moneda se encuentra estable, dado el bajo descalce que mantiene la banca. Adicionalmente, los ejercicios relacionados a la liquidez indican que la banca tendría niveles adecuados para hacer frente a salidas de depósitos, depreciación de la moneda e incrementos de las tasas de interés.

La banca permanece solvente ante un escenario de estrés severo, mostrando alguna mejora respecto del IEF anterior en los niveles de capital total considerados en el ejercicio. La diferencia entre el Índice de adecuación de capital (IAC) registrado en diciembre 2024 y el obtenido bajo el escenario severo llega a 2,5pp, menor que en el Informe anterior (gráfico III.8). Así, las pruebas de tensión dan cuenta que el nivel de capital actual, medido a través del IAC, le permite a la banca mantenerse solvente, enfrentar escenarios de estrés severo y cubrir las nuevas exigencias en el proceso de convergencia hacia Basilea III^{6/} (gráfico III.9a).

De igual manera, la solvencia medida en términos de capital de mayor calidad (CET1), le permitiría absorber las pérdidas originadas por shocks macrofinancieros severos. La disminución entre el capital inicial observado y el resultante del escenario severo llega a 2,2pp, medido en términos de CET1 (gráfico III.9b). En consecuencia, la banca se encontraría por sobre los requerimientos normativos mínimos ante esos eventos de tensión, considerando una liberación del Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC) por parte de la autoridad y la disponibilidad del colchón de conservación, ambos contemplados para ser utilizados en este tipo de circunstancias. Los bancos han mejorado su posición de capital con emisiones de AT1, lo que les ha permitido mantener holguras. Sin embargo, al igual que en el informe previo, la cercanía a los requerimientos mínimos implicaría el uso del colchón de conservación bajo un escenario de tensión por parte de algunos bancos, lo que podría generar un efecto adicional en la actividad del crédito.

FACTORES DE RIESGO

Un recrudecimiento del escenario externo, que impacte significativamente las condiciones de financiamiento de los bancos en un contexto de baja profundidad del mercado local, presionaría los costos de la banca y su capacidad de generación de utilidades. Si bien la banca dispone de recursos para continuar con la provisión de crédito, un deterioro de las condiciones externas elevaría los costos de fondeo para los bancos, con menor espacio para obtener fondos localmente. A su vez, este eventual escenario podría conllevar efectos adversos en la capacidad de pago de los deudores y en la demanda por nuevos créditos. Así, se reduciría el mercado del crédito, disminuyendo la generación de utilidades del sector y limitando la generación orgánica de capital.

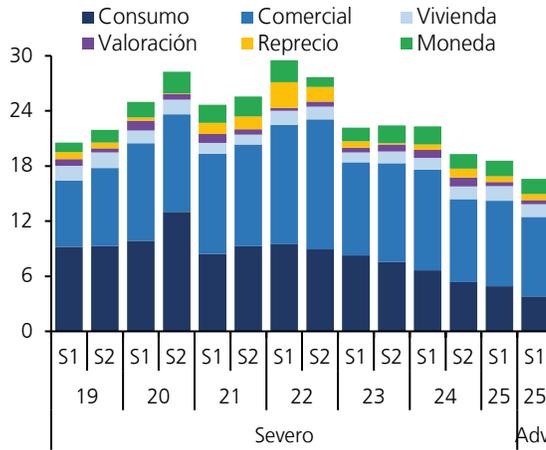
Una corrección abrupta de los precios de inmuebles afectaría la cobertura de garantías de las colocaciones bancarias y el valor de los colaterales disponibles para los nuevos créditos. Una fracción importante de los créditos bancarios está cubierta con garantías, principalmente reales. En el caso de las colocaciones comerciales, las empresas clasificadas en las categorías de mayor riesgo muestran una cobertura de garantías estable en lo más reciente, pero la dependencia a este mitigador es elevada respecto de sus patrones históricos. Por su parte, los créditos para la vivienda están cubiertos en mayor parte por el valor del inmueble. Así, pese a tener una baja probabilidad de ocurrencia, la materialización de un escenario de tensión podría generar una ejecución masiva de garantías y, por lo tanto, ajustes significativos en los valores de recuperación ([Recuadro II.1 del IEF del Segundo Semestre 2024](#)). En dicho contexto, los deudores podrían tener dificultades en cumplir con las condiciones de garantías requeridas en las solicitudes de crédito. En vista de lo anterior, es importante que la banca mantenga un balance adecuado de mitigadores de riesgo de crédito para hacer frente a este tipo de escenarios.

^{4/} El riesgo de repricing o reprecio se refiere a las pérdidas potenciales debido a cambios en las tasas de interés, que afectan a los ingresos y egresos por intereses de sus activos y pasivos.

^{5/} El riesgo de valoración se refiere a la pérdida potencial del valor presente de los instrumentos de negociación y disponibles para la venta se registran en el Libro de Negociación, debido al aumento de las tasas de interés.

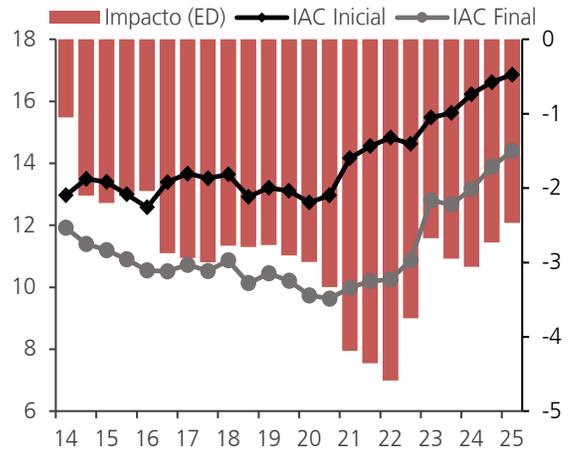
^{6/} El objetivo tradicional de las pruebas de tensión ha sido analizar la evolución de los riesgos y evaluar la capacidad y posición de solvencia de la banca ante un escenario severo. Para enfrentar dicho escenario, la banca tiene a su disposición tanto su capital básico o de mejor calidad o capacidad de absorción de pérdidas como otros instrumentos incluidos en el IAC, que cumplen un rol en caso de que el banco entre en resolución (por ejemplo: bonos subordinados).

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



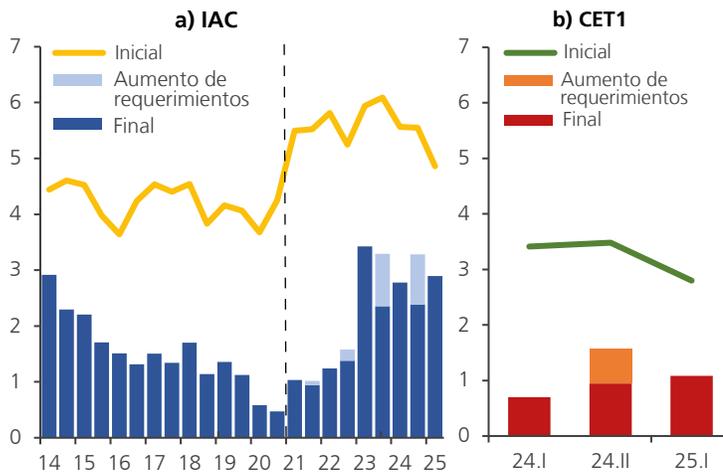
(*) A partir del 2021 se consideran las SAG de consumo en el riesgo de crédito.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

GRÁFICO III.8 IMPACTO DEL ESCENARIO DE ESTRÉS SOBRE EL IAC (*)
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



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

GRÁFICO III.9 HOLGURAS DE CAPITAL (IAC) Y DE CAPITAL BÁSICO (CET1) BAJO EL ESCENARIO DE ESTRÉS SEVERO (*)
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



(*) Exceso de patrimonio efectivo (IAC) y de capital básico (CET1) sobre el mínimo regulatorio y los colchones, respectivamente. No incluye el RCC en la holgura estresada (final). Considera los límites particulares de cada banco. La línea vertical señala el inicio del calendario de implementación de Basilea III. Para los ejercicios de los IEF del segundo semestre de 2021, 2022, 2023 y 2024, la barra sólida muestra la holgura final con los límites vigentes a diciembre de cada año, conforme a calendario de implementación gradual de Basilea III, mientras que la barra texturizada utiliza los límites vigentes a junio.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

RECUADRO III.1:

Exposición de la banca local al comercio exterior

Este recuadro presenta una medida de la exposición de la banca chilena al sector exportador. Esta herramienta busca aportar en el monitoreo del potencial impacto de las tensiones comerciales en la estabilidad financiera local. Los resultados muestran que los créditos otorgados a los sectores afectados por los aranceles anunciados por Estados Unidos son una fracción baja de la cartera comercial bancaria por lo que los riesgos por exposición directa son acotados. No obstante, las operaciones con la totalidad de los exportadores y sus proveedores tienen un peso relevante en la banca chilena por lo que la evolución del conflicto y sus implicancias deben continuar siendo monitoreadas con herramientas como las descritas en este recuadro.

La definición de empresas potencialmente afectadas por los aranceles comprende exportadores y sus proveedores. Los primeros participan directamente en el mercado internacional, mientras que los segundos se podrían ver indirectamente afectados por la disminución en el comercio. Para este ejercicio, se define como exportador aquella firma que exporta sobre 25% de sus ventas anuales. Se define como proveedor de un exportador, aquella firma que le vende a un exportador sobre 25% de sus ventas anuales^{1-2/}.

Considerando solo los envíos a EE. UU. el monto de la cartera comercial potencialmente expuesto a las medidas anunciadas es bajo, pero se incrementa si se consideran todas las exportaciones. Utilizando la metodología antes descrita se estima que la deuda de los exportadores expuestos alcanza a 9,3% de la cartera comercial al cierre del 2024^{3/}, mientras que la deuda de los proveedores a esos exportadores asciende a 7,8% (gráfico III.10). Si se acota el análisis a la exportación a EE. UU. y se excluyen productos de cobre y madera, la exposición de los exportadores llega a 1,6% y la de los proveedores a 1,1% de la cartera comercial de la banca. Se debe tener presente que en este ejercicio existen grupos de firmas que acceden a otras fuentes de financiamiento, además de la deuda bancaria local (gráfico II.1).

Se observa heterogeneidad al diferenciar la exposición de la banca por sector económico^{4/}. Sectores de productos transables, como Minería o Recursos Naturales^{5/}, muestran un alto nivel de exposición a exportadores (gráfico III.11). En sectores como Agricultura, Manufactura y Comercio al por Mayor, se observa una participación relevante tanto de exportadores como de proveedores. En algunos sectores, la exposición es solo a nivel de proveedores, como es el caso de EGA (Electricidad, Gas y Agua) y OO. CC. (Obras Civiles). Finalmente, existen sectores que casi no presentan exposición de ningún tipo, como es el caso del sector inmobiliario^{6/}.

^{1/} Para las exportaciones y ventas totales se utilizaron datos de ventas provenientes del Formulario 29 (SII) e información de Aduanas. Se utilizó la información de facturas para determinar la venta entre firmas. Se utilizaron límites alternativos de ventas (20% - 30%), con resultados similares a los presentados en este recuadro.

^{2/} En ambos casos se asocia la venta/exportación con la deuda a nivel de firma, es decir, no se considera el posible efecto de créditos dentro de un grupo económico.

^{3/} Si se utilizan los datos de Aduanas en vez de los datos de exportaciones del F29 el total baja a 8,8%.

^{4/} Los sectores reportados corresponden a la Clasificación de Actividad Económica (CAE) revisada al año 2022 utilizada por el Banco Central de Chile y que es compatible con Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU).

^{5/} Esto incluye a industria pesquera, silvicultura, productos forestales, entre otras actividades vinculadas a este sector.

^{6/} Este sector se incluye dentro del grupo "Resto".

GRÁFICO III.10 EXPOSICIÓN DE LA BANCA A FIRMAS EXPORTADORAS Y PROVEEDORAS (1)(2)
(porcentaje de la deuda comercial)

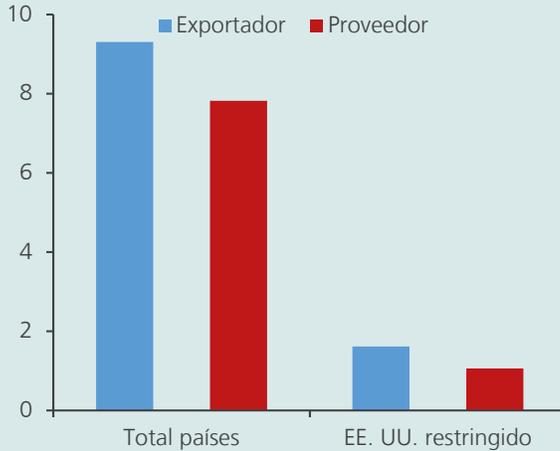


GRÁFICO III.11 EXPOSICIÓN DE LA BANCA A FIRMAS EXPORTADORAS Y PROVEEDORAS, POR SECTOR ECONÓMICO (1)
(porcentaje de la deuda comercial sectorial)



(1) Datos preliminares sujetos a revisión. Se considera exportador expuesto cuando una firma exporta más del 25% de sus ventas. Se considera un proveedor expuesto cuando factura a un exportador expuesto más del 25% de sus ventas. Datos de exportaciones y ventas el año completo, datos de deuda a diciembre. El cruce no incluye posibles deudas de filiales o matrices u otras firmas de un grupo empresarial. (2) En el caso de EE. UU. se excluyen productos de cobre y madera.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF, SII y Aduanas.

CONCLUSIONES

La banca presenta una exposición relevante a firmas exportadoras, con una alta variabilidad por sector económico. Esta exposición baja considerablemente al centrarse en los sectores afectados por anuncios de aranceles en EE. UU. Dada la magnitud de la cartera comercial potencialmente afectada se debe continuar monitoreando el impacto de las posibles restricciones en el mercado internacional y sus consecuencias en el mercado local. En relación con la distribución sectorial, es importante destacar que luce coherente con la información disponible agregada de deuda en moneda extranjera entregada por los bancos locales.



IV. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

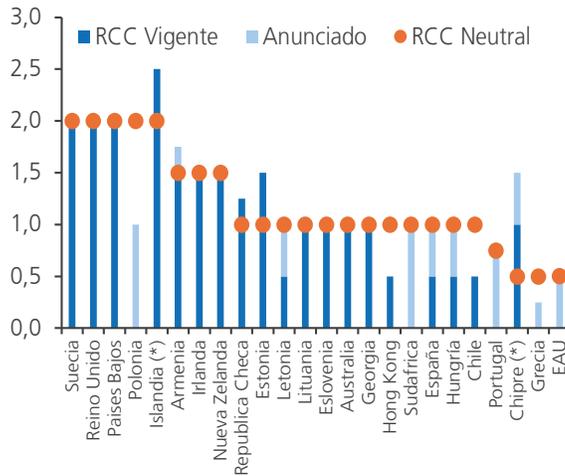
En la Reunión de Política Financiera (RPF) del primer semestre de 2025, el Consejo del Banco Central de Chile decidió mantener el Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC) en 0,5% de los activos ponderados por riesgo (APR), considerando el escenario de riesgo actual que se revisa en los capítulos anteriores. Esta decisión toma en cuenta tanto la actualización del marco de política anunciado en noviembre de 2024, como la plena convergencia hacia el conjunto de requerimientos de capital de Basilea III durante este año. Por su parte, la agenda de regulación financiera del BCCh se enfoca este año en iniciativas relacionadas con la implementación de la Ley de Resiliencia, priorizando en este capítulo el ejercicio de las nuevas atribuciones del Banco Central sobre el mercado privado de operaciones de venta con pacto de retrocompra. Asimismo, se da cuenta del avance logrado en otras iniciativas de desarrollo de política financiera del Banco vinculadas al mercado de securitización e internacionalización del peso. Por último, se destaca la aprobación de la reforma de pensiones como el principal desarrollo legislativo desde el último Informe desde una perspectiva de estabilidad financiera, que conlleva diversos desafíos de implementación, especialmente en vista de la relevancia de los fondos de pensiones en el sistema financiero local.

DECISIÓN DEL REQUERIMIENTO DE CAPITAL CONTRACÍCLICO

En la Reunión de Política Financiera (RPF) del primer semestre de 2025, el Consejo del Banco Central de Chile decidió mantener el Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC) en 0,5% de los activos ponderados por riesgo (APR). Se estimó que dicho nivel de RCC era acorde a las condiciones macrofinancieras y de riesgo que enfrenta el sistema financiero según se describe en el presente Informe. Este entorno de riesgos releva la importancia de contar con un colchón de capital previamente constituido por parte de la banca, que aumente su capacidad para enfrentar shocks y que pueda ser liberado en caso de concretarse un evento de estrés financiero, lo que ayudaría a mitigar sus impactos en la provisión del crédito a hogares y empresas. La decisión se enmarca en la planificación de esta herramienta macroprudencial anunciada en la RPF de noviembre 2024, en que junto con la emisión del nuevo marco de política del RCC ([BCCh, 2024](#)), estableció un avance escalonado hacia el nivel neutral de 1% de los APR ([BCCh, 2025](#)). En esa instancia se comunicó que esta definición se adoptará a partir de la primera RPF del año 2026, en la medida que las condiciones macrofinancieras lo permitan, y considerando un plazo de al menos un año para su construcción gradual. En esta decisión, adicionalmente, el Consejo del BCCh concilia sus objetivos de resiliencia y estabilidad financiera con la plena convergencia hacia el conjunto de requerimientos globales de capital de Basilea III durante este año.

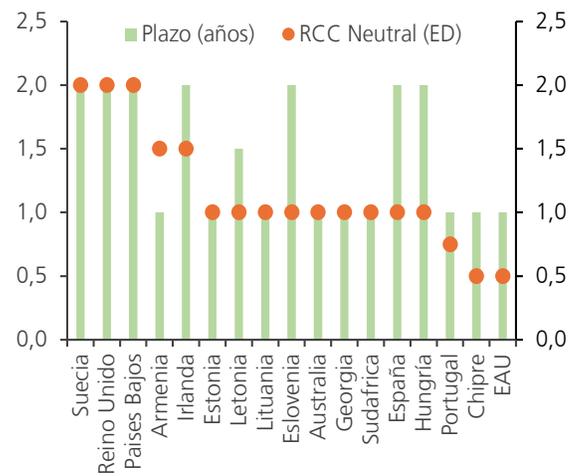
Internacionalmente la adopción de un nivel neutral positivo (NNP) para el Requerimiento de Capital Contracíclico ha ganado prevalencia como un factor de resiliencia para la estabilidad financiera. El proceso de acumulación del RCC hacia un nivel neutral positivo ha sido llevada a cabo de manera gradual en un número creciente de jurisdicciones, permitiendo que los bancos se adapten al nuevo nivel de requerimiento mediante incrementos progresivos. Lo anterior, con el objetivo de permitir un mayor tiempo a las instituciones financieras para ajustarse al requerimiento y promover el uso de utilidades retenidas por sobre eventuales ajustes en sus APR a través de una reducción en su nivel de apalancamiento ([BIS, 2024](#)). Actualmente, los rangos definidos para el valor del NNP por estas jurisdicciones, se ubican en valores entre 0,5% y 2% de los APR, siendo 1% el nivel más frecuente entre los países que aplican un NNP para el RCC ([IMF, 2025](#)) (gráficos IV.1 y IV.2).

GRÁFICO IV.1 EVIDENCIA INTERNACIONAL DE APLICACIÓN DE RCC CON ENFOQUE DE RESILIENCIA (porcentaje de APR)



(*) Islandia y Chipre establecen una tasa mínima de RCC PN de 2% y 0,5%, respectivamente.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del BIS, ESRB, CMF y páginas web de autoridades de RCC en cada jurisdicción.

GRÁFICO IV.2 EVIDENCIA INTERNACIONAL DE APLICACIÓN DE RCC CON ENFOQUE DE RESILIENCIA (años, porcentaje de APR)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información del BIS, ESRB, CMF y páginas web de autoridades de RCC en cada jurisdicción.

El Banco Central de Chile se suma a las autoridades financieras que han adoptado un nivel neutral positivo del Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC). El Consejo del Banco Central de Chile decidió actualizar su marco de implementación del RCC el pasado mes de noviembre, reforzando su enfoque de resiliencia, y estableciendo un nivel neutral positivo para el RCC de 1% de los activos ponderados por riesgo (APR). Dicho nivel neutral, que prevalecerá la mayor parte del tiempo, permite contar con un colchón de capital disponible, que sea liberable oportunamente, en momentos de estrés macrofinanciero. La transición hacia el nivel neutral del RCC será determinada una vez que se complete la implementación de los requerimientos de capital de Basilea III en diciembre de 2025 y considerando un plazo adecuado para su construcción gradual^{1/}.

La comunicación por parte de las autoridades, respecto del ritmo de acumulación del NNP para el RCC, juega un rol relevante para la planificación de capital de la banca. Las estrategias de comunicación adoptadas por distintas jurisdicciones han tomado enfoques diversos. Estos dependen de si el objetivo y estrategia de implementación, que mantiene la autoridad respectiva, privilegia transmitir previsibilidad para la banca o mantener mayor flexibilidad y capacidad de decisión ante condiciones específicas de la economía (BIS, 2024). En ese sentido, una estrategia de convergencia al NNP que defina en detalle plazos y cargos puede proporcionar claridad y previsibilidad para los bancos en su planificación de capital. Sin embargo, dicha estrategia puede resultar poco flexible si las condiciones del sector financiero cambian significativamente durante el período de acumulación. En este último caso, una estrategia comunicacional que permita ajustes, de acuerdo con las condiciones macrofinancieras, logra adaptarse mejor a las condiciones cambiantes.

^{1/} Sección web con cronología de implementación y otros documentos de referencia ([enlace](#)).



La introducción del nivel neutral positivo en el RCC ha elevado el requerimiento de capital agregado de la banca en la mayoría de las jurisdicciones donde se ha implementado. La experiencia comparada en la introducción de los requerimientos de capital asociados a un NNP del RCC ha mostrado que, consistente con la naturaleza basada en riesgo de la herramienta, la mayoría de las jurisdicciones no han reducido otros requisitos de capital al implementar un NNP, excepto en casos donde se busca evitar superposiciones de riesgos cubiertos por otros requerimientos de capital (ECB, 2025). Esto se observó principalmente en Europa, donde unas pocas jurisdicciones, en que el marco legal lo permitía, disminuyeron su colchón sistémico (SyRB) para mantener su CCyB como herramienta para abordar estos riesgos bajo el marco de una sola herramienta macroprudencial.

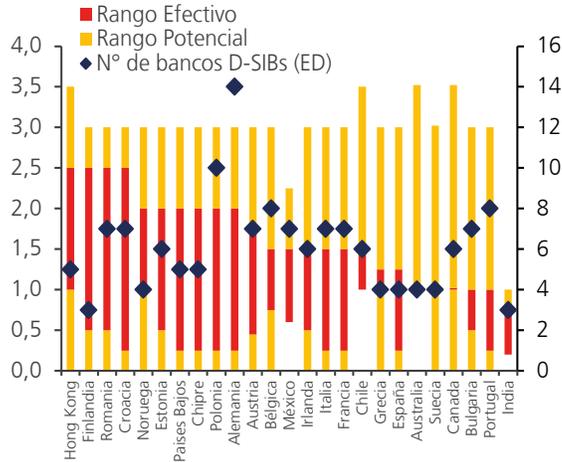
Desde el último Informe, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) acordó ajustar los requerimientos de capital correspondientes al Pilar 2 y definió el proceso de entrada en vigor del cargo. Los cargos de capital por Pilar 2, son definidos por la CMF mediante el proceso de evaluación supervisora para cada banco de manera individual. Este proceso incorpora la evaluación de riesgos no cubiertos por Pilar 1 y para los cuales no se cuenta con un estándar de medición, como el riesgo de mercado en el libro de banca y el riesgo de concentración crediticia^{2/}. Asimismo, considera insumos elaborados por los mismos bancos, como el Informe de Autoevaluación de Patrimonio Efectivo (IAPE), el cual permite determinar el objetivo interno de patrimonio efectivo necesario para cubrir los riesgos materiales de la institución en un horizonte de al menos tres años. En esta segunda aplicación, la CMF decidió fijar requerimientos para las mismas instituciones designadas en el proceso anterior, el cual deberá completarse en un 50% en junio de este año, representando a nivel agregado un cargo de 0.16% de los APR del sistema, a completarse en un 56,3% con capital básico. Acorde al proceso de entrada en vigor gradual de los cargos de Pilar 2 definido por la CMF, estos deberán constituirse en un 75% en 2026, para en 2027 llegar al 100% del requerimiento efectivo.

Los cargos de capital por importancia sistémica complementarán, a partir de diciembre de este año, su entrada en vigor, alcanzando el 100% del requerimiento. En abril de este año, la CMF informó sobre la calificación anual de bancos de importancia sistémica, manteniendo la calidad de sistémicos a los mismos 6 bancos del periodo anterior. Así, se mantienen las mismas exigencias de cargos de capital básico adicionales establecidas en el periodo de revisión anterior, a excepción de un banco cuyo cargo disminuye desde 1,75% a 1,5% de los APR. De esta forma, el cargo se consolida en el rango 1% - 1,5% APR, implicando a nivel agregado un cargo aproximado de 1% de los APR del sistema bancario. Estos requerimientos de capital por importancia sistémica establecidos para el sistema financiero en Chile se encuentran dentro de rangos observados con frecuencia según la experiencia internacional (gráfico IV.3).

El calendario de implementación gradual de los estándares de liquidez del marco de Basilea, definido por el BCCh, continúa avanzando con el proceso de evaluación de la adecuación de liquidez interna de los bancos (ILAAP). Acorde con la implementación gradual, definida en el Capítulo III.B.2.1 del Compendio de Normas Financieras (CNF) del BCCh y el Capítulo 12-20 de la Recopilación Actualizada de Normas (RAN) de la CMF, a partir de abril de este año el ILAAP entra en plena vigencia, permitiendo a la CMF solicitar mayores requerimientos de activos líquidos de alta calidad (ALAC) a aquellas empresas bancarias que presenten deficiencias significativas o materiales en su proceso de evaluación. Dicha exigencia adicional puede llegar hasta a un 20% del *stock* de este tipo de activos constituidos por el banco en su gestión de liquidez de corto plazo. Por su parte, las exigencias de financiamiento estable neto (NSFR) continúan su proceso de implementación, a ser completado el 1 de diciembre de 2026. Estos elementos, junto a otros desarrollos de política que forman parte de la agenda regulatoria del BCCh, buscan dotar al supervisor de herramientas que permiten instar a los bancos a una mejor gestión de liquidez para enfrentar de mejor manera situaciones de estrés (Recuadro IV.1).

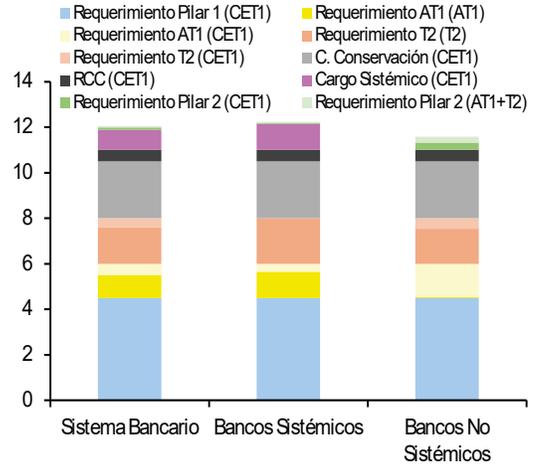
^{2/} El riesgo de mercado en el libro de banca (RMLB) se refiere a la posibilidad de pérdidas en las posiciones financieras de un banco debido a movimientos adversos en los precios de mercado, como tasas de interés, tipos de cambio o precios de activos. La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) regula la medición y gestión de estos riesgos, incluyendo la forma en que las instituciones financieras deben calcular sus necesidades de capital para cubrir estos riesgos, acorde a lo establecido por los estándares de Basilea III.

GRÁFICO IV.3 ANÁLISIS COMPARADO CARGOS DE CAPITAL PARA BANCOS SISTÉMICOS
(porcentaje de APR, número de bancos)



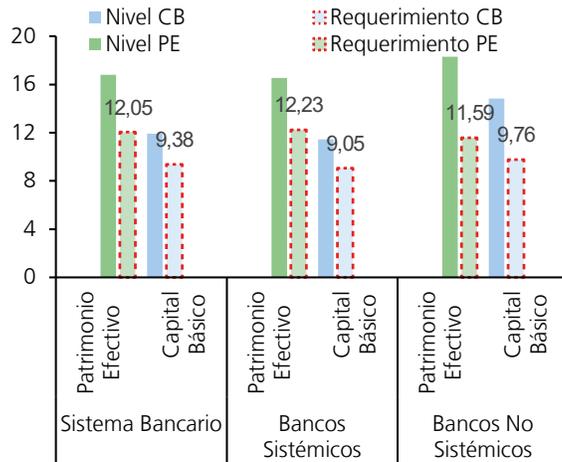
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del BIS, ESRB, CMF y páginas web de autoridades de RCC en cada jurisdicción.

GRÁFICO IV.4 REQUERIMIENTOS DE CAPITAL DEL SISTEMA BANCARIO LOCAL (*)
(porcentaje de APR)



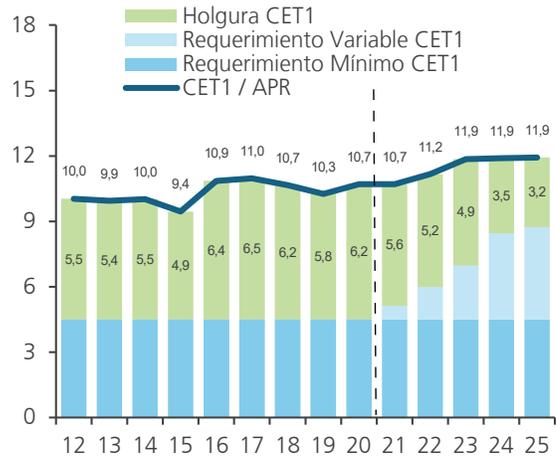
(*) En caso de no contarse con instrumentos AT1 o T2 para completar los requerimientos respectivos, las instituciones deben completar dichos requerimientos con Capital Básico (CET 1).
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF.

GRÁFICO IV.5 HOLGURAS CAPITAL BÁSICO Y PATRIMONIO EFECTIVO DEL SISTEMA BANCARIO LOCAL
(porcentaje de APR)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF a enero 2025.

GRÁFICO IV.6 EVOLUCIÓN HOLGURAS CAPITAL BÁSICO DEL SISTEMA BANCARIO LOCAL (*)
(porcentaje de APR)



(*) Datos a enero 2025 con requerimientos esperados para diciembre 2025 compuestos por CET1 Mínimo, y por CET1 Variable compuesto por requerimientos de Pilar 2, Sistémico, Colchón de Conservación y RCC. La línea vertical señala el inicio del calendario de implementación de Basilea III.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF.



A partir de diciembre de 2025, la mayoría de los cargos de capital y liquidez asociados a la implementación de los estándares de Basilea III en Chile entrarán en plena vigencia. Este año deberán completarse en un 100% los requerimientos mínimos de capital y Cargo Sistémico que define el estándar de Basilea III, acorde a lo estipulado en el calendario de implementación definido en la Ley General de Bancos y mediante normativa por la CMF^{3/}. La banca ha conseguido una adaptación gradual a estos nuevos requerimientos, lo cual en parte ha sido posible mediante la emisión de capital adicional e instrumentos híbridos, especialmente en el caso de bancos sistémicos (gráfico IV.4), manteniendo holguras por sobre los requerimientos de capital básico y patrimonio efectivo, las que se aprecian más acentuadas en el caso de bancos no sistémicos (gráfico IV.5). Con todo, cabe notar que también se han utilizado parte de las holguras históricamente disponibles (gráfico IV.6). La entrada en pleno vigor de estos cargos permite contar con un estándar que busca asegurar que los bancos mantengan niveles adecuados de capital de alta calidad, mejoren su capacidad para gestionar riesgos y aumenten su resiliencia ante situaciones de estrés.

La convergencia en la implementación de todos los componentes fundamentales de Basilea III abre espacio para que la banca chilena pueda avanzar en el desarrollo de modelos internos. En un número importante de jurisdicciones los bancos utilizan modelos internos (MI) para definir ponderadores por riesgo de crédito, inferiores a los establecidos en los denominados “modelos estándar”, lo cual fue una innovación incorporada con Basilea II. Con ello, los Activos Ponderados por Riesgo de Crédito (APRC) pueden representar una menor proporción de los activos totales, lo cual permite generar ahorros de capital. Esta posibilidad no existía en Chile, por cuanto todos los ponderadores de riesgo de crédito se fijaban en la Ley General de Bancos hasta 2019, siguiendo el estándar de Basilea I. Este rezago tiene la ventaja de poder incorporar las lecciones respecto a la aplicación de estos modelos internos en el resto del mundo, relacionadas principalmente con la dificultad de supervisar y evaluar cada uno de los modelos aplicados. De hecho, Basilea III aumentó las exigencias para la aplicación de MI estableciendo una rebaja máxima en la densidad de los APR (“output floor” de 72,5%)^{4/}.

Actualmente, la CMF se encuentra analizando en conjunto con la banca los desafíos que presentan la adopción de modelos internos, a fin de facilitar su adopción y uso. Esto abre oportunidades para la banca de disminuir su densidad de APR (medida como APR/AT), la cual se ha mantenido históricamente en niveles cercanos al 70%^{5/}. Con la estructura de APR del sistema bancario local, una reducción de 5pp en la densidad de APR mediante la aplicación de MI al tratamiento de APRC se traduce, aproximadamente, en un ahorro de capital equivalente a 1pp en el ratio de CET1 sobre APR.

AGENDA DE REGULACIÓN DEL BCCH Y DESARROLLO DEL MERCADO DE REPOS

El BCCh se encuentra en pleno proceso de implementación de la Ley que Fortalece la Resiliencia del sistema financiero y sus infraestructuras (Ley 21.641), en particular respecto al desarrollo de las operaciones de venta con pacto de retrocompra (repos). De acuerdo con las nuevas atribuciones que se le confieren al BCCh en esta legislación, se están actualmente desarrollando los marcos de regulación que permitirán ampliar el acceso a ciertos servicios financieros provistos por el BCCh, implementación de nuevos mecanismos de gestión de liquidez de Entidades de Contraparte Central y desarrollo del mercado privado de repos. Este capítulo se focaliza en esta última iniciativa, mientras que las restantes medidas, al estar más directamente relacionadas con el funcionamiento de las Infraestructuras para los Mercados Financieros (IMF), serán analizadas en el próximo Informe de Sistemas de Pago.

^{3/} Ver [Calendario de implementación Basilea III](#) en Chile.

^{4/} El estándar de Basilea I aplicado en Chile históricamente, al ser un modelo conservador en su cálculo de los APRC, derivó en una densidad de APR sobre Activos Totales (AT) elevada en comparación a la observada en jurisdicciones que implementaron la posibilidad de usar modelos internos con Basilea II. Al permitirse en Chile el uso de MI para el cálculo de APRC, por la implementación del estándar de Basilea III, se abre la posibilidad para la banca de reducir su densidad de APR sobre AT, mientras que la implementación del “output floor” o “piso mínimo” por parte de aquellas jurisdicciones que avanzan hacia Basilea III desde los modelos internos de Basilea II verían el efecto contrario, es decir aumentarían su densidad de APR sobre AT.

^{5/} Actualmente la normativa CMF ([RAN 21-6](#)) establece, para la determinación de los activos ponderados por riesgo de crédito mediante modelos internos, un piso mínimo de 72,5% del total que se hubiese obtenido con las metodologías estándar.

Una operación de repo (del inglés *repurchase agreement*) consiste en una transacción en que una de las partes vende un título a la otra, con el acuerdo de recomprarlo en el futuro a un precio y fecha predeterminados. Aunque un título, típicamente un instrumento de renta fija, se vende al inicio del repo, el compromiso de recompra futura implica que el comprador solo tiene un derecho temporal sobre dicho activo, y el vendedor solo tiene acceso temporal al efectivo obtenido de la venta inicial. Por lo tanto, aunque el repo se estructura como una compraventa de valores se comporta económicamente como un crédito colateralizado. La diferencia entre el precio pagado por el comprador al inicio del repo y el precio que recibe al final constituye la rentabilidad de este crédito colateralizado, correspondiente a una tasa de interés implícita.

El desarrollo del mercado de repos en Chile permanece rezagado en comparación a mercados de países avanzados y emergentes, y con relación al mercado financiero local en términos generales. El mercado interbancario local opera mayoritariamente sin constitución de garantías y es dominado por operaciones y transacciones de compra y venta de certificados de depósito (Recuadro IV.2 IEF Primer Semestre 2023). En tanto, entre los intermediarios financieros no bancarios (IFNB), solo los *broker-dealers* muestran un uso de repos comparable a lo que se observa en los mercados monetarios de otras jurisdicciones (gráficos IV.7, IV.8 y IV.9).

Un mercado de repos robusto apoyará el funcionamiento del mercado financiero en su conjunto. En términos generales, los beneficios de un mayor desarrollo del mercado de repos se relacionan con ganancias de eficiencia de mercado, liquidez y gestión de riesgo. En efecto, los repos tienen diversos usos que mejoran la formación de precios en los mercados del activo subyacente (típicamente instrumentos de renta fija) al generar mayor demanda por papeles utilizados como colateral, facilitar arbitrajes, toma y cobertura de posiciones, monetización de activos para cumplir con necesidades de efectivo de corto plazo, etc. En particular, un mayor grado de colateralización en el mercado monetario lo hace resistir más eficazmente eventuales *shocks* de liquidez, lo cual reduce el grado de dependencia en herramientas de liquidez del banco central al tiempo que incrementa su capacidad de transmisión (IMF, 2022).

GRÁFICO IV.7 REPOS SECTOR BANCARIO (*)
(porcentaje de activos o pasivos)

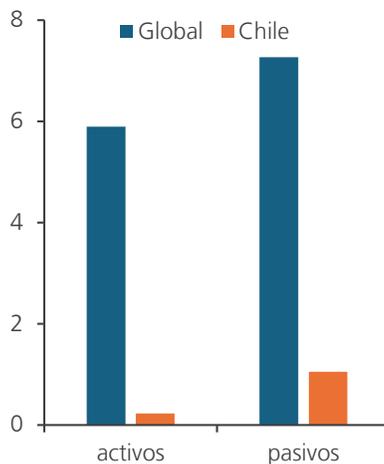


GRÁFICO IV.8 REPOS BROKER-DEALERS (*)
(porcentaje de activos o pasivos)

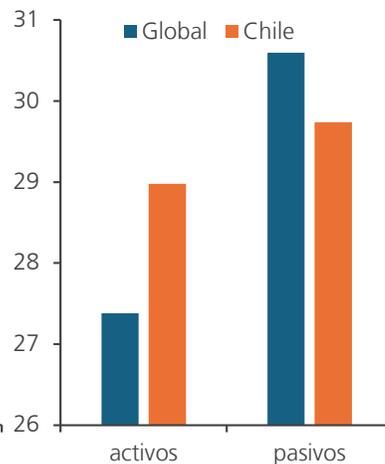
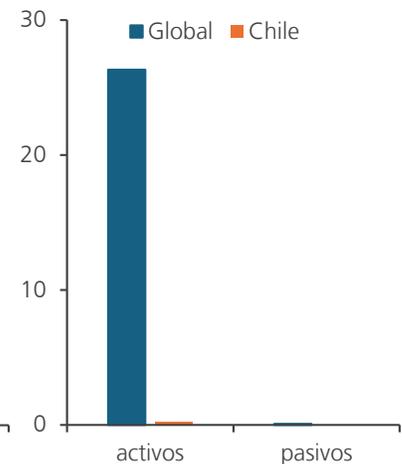


GRÁFICO IV.9 REPOS FONDOS MUTUOS MONETARIOS (*)
(porcentaje de activos o pasivos)



(*) Corresponde al promedio 2019-2023 al cierre de diciembre de cada año. Muestra global corresponde a jurisdicciones participantes ejercicio IFNB del FSB: Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, Suiza, Chile, China, Alemania, España, Francia, Hong Kong, Indonesia, Irlanda, India, Italia, Japón, Corea del Sur, Islas Caimán, Luxemburgo, México, Países Bajos, Rusia, Arabia Saudita, Singapur, Turquía, Reino Unido, Estados Unidos, Sudáfrica.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del Reporte Anual de Monitoreo IFNB, FSB (2024) y CMF.



El balance de beneficios versus riesgos se inclina a favor de los primeros especialmente considerando el escaso desarrollo actual de este mercado a nivel local. Como toda actividad de intermediación financiera, también existen riesgos asociados a las operaciones de repo, como el incremento del apalancamiento y la prociclicidad en el valor de los colaterales. La experiencia internacional durante la crisis financiera global ha demostrado que los eventos de materialización de estos riesgos se relacionan más bien con el uso como colateral de instrumentos menos tradicionales, o con un excesivo descalce de plazos. Sin embargo, el reducido grado de desarrollo de este mercado en Chile, en conjunto con un marco regulatorio local robusto que ha incorporado las principales lecciones de la crisis financiera global de 2008, indica que existe espacio para explotar los importantes beneficios de un mayor desarrollo de este mercado manteniendo los niveles de riesgo bajo control.

El objetivo fundamental de la nueva regulación que el BCCh publicará próximamente, es conferir certeza jurídica frente a eventuales incumplimientos de una de las contrapartes. La principal herramienta de gestión de riesgos para las partes en una operación de repo es el uso de Convenios Marco, que fueron especialmente desarrollados para la adecuada documentación y administración de dichas operaciones. De particular importancia es el uso de convenios marco en las operaciones *cross border*, considerando que son típicamente utilizados por las grandes instituciones financieras internacionales. Es en los convenios marco dónde se establecen los términos y condiciones generales, incluyendo el tratamiento ante eventos de incumplimiento, procesos en que cobra particular importancia la posibilidad de efectuar la compensación, ejecución de colaterales y pago de los saldos netos (o *close-out netting*) de las posiciones que las partes mantienen entre sí a causa de los repos pactados (figura IV.1).

En particular, el BCCh está facultado para otorgar el reconocimiento de los convenios marco y regular las condiciones para el cierre anticipado y compensación global de las correspondientes posiciones resultantes de los repos pactados al amparo de dichos convenios. Considerando que el uso de colaterales está en el núcleo de una operación de repo, de particular importancia es su tratamiento en dichos casos de incumplimiento, por lo cual los convenios marco de contratación de repos típicamente utilizados en los mercados más desarrollados contienen cláusulas específicas y detalladas sobre cómo proceder respecto a los instrumentos utilizados como garantías en los diferentes casos de incumplimiento (figura IV.2). Por lo tanto, el reconocimiento de Convenios Marco en la regulación del BCCh es crucial para el correcto funcionamiento de este mercado.

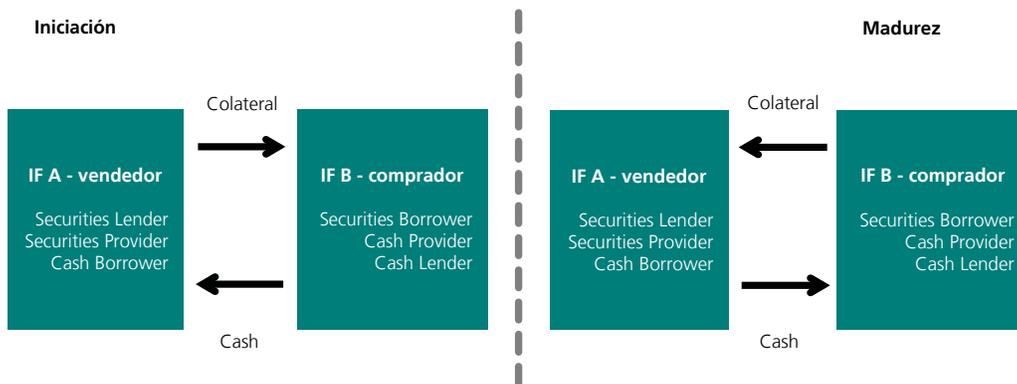
Sin embargo, durante el proceso de análisis se han identificado diversas brechas que requieren de avances regulatorios en diferentes ámbitos de competencia de otras autoridades. Si bien se estima un efecto positivo de la regulación que el BCCh propone implementar, existe un conjunto de factores en los cuales se requiere avanzar que han sido identificados en diferentes instancias en que el BCCh ha recabado visiones del sector privado y autoridades respecto a aspectos regulatorios que podrían estar obstaculizando el desarrollo de este mercado. En este sentido, la Asistencia Técnica sobre gestión de liquidez sistémica que el FMI realizó el año pasado y cuyo informe publicó recientemente (Recuadro IV.1) ha sido de particular utilidad. En términos generales, las demás brechas identificadas se relacionan con el tratamiento de los repos en la regulación prudencial bancaria, y necesidades de mayor certeza o claridad en cuanto a su tratamiento tributario y contable. En este punto destaca la propuesta de la CMF para aplicar a los repos de la industria bancaria ponderadores de riesgo inferiores al 20% cuando se trate de operaciones pactadas al amparo de un convenio marco reconocido por el BCCh, en el contexto de su reciente publicación para consulta sobre ajustes a los Capítulos 21-6 y 8-40 de su Recopilación Actualizada de Normas (RAN) de bancos y a las Normas de Carácter General N°303 y N°451, que tienen por objetivo de eliminar obstáculos que afectan el desarrollo del mercado de repos, de securitizaciones y de seguros o derivados de crédito.

FIGURA IV.1 ELEMENTOS BÁSICOS DE UN CONVENIO MARCO DE CONTRATACIÓN DE REPOS (*)



(*) Los eventos de default están predefinidos en los convenios marco, y son negociados por las partes como parte de los términos generales a los que quedarán afectas las operaciones. En particular, las partes pueden pactar que el incumplimiento de entrega del colateral sea o no un evento *default*.
Fuente: Banco Central de Chile.

FIGURA IV.2 DIAGRAMA DE CONTRATO REPO Y EVENTUAL INCUMPLIMIENTO (*)



(*) Si la Institución Financiera (IF) A es intervenida, cae en insolvencia o en algún incumplimiento grave, predefinidos en los convenios marco como "eventos de *default*" durante el período de vigencia del repo, el marco legal y regulatorio deberían asegurar la posibilidad del ejercicio de las cláusulas de compensación, ejecución de colaterales y pago de los saldos netos (*close-out netting*).
Fuente: Banco Central de Chile.



SEGUIMIENTO DE INICIATIVAS ANTERIORES

Se despejan fricciones para implementar proceso de internacionalización del peso impulsado por el BCCh desde 2020. Con el fin de facilitar una mayor participación de no residentes en los mercados domésticos de monedas o de instrumentos financieros locales, el Banco inició en diciembre de 2020 un proceso para eliminar las restricciones al uso transfronterizo del peso^{6/}. Como se ha documentado extensamente en Informes anteriores y otras presentaciones del Banco^{7/}, esta política busca fomentar un mayor uso del peso a nivel internacional, lo que a su vez contribuiría a la estabilidad financiera, al aliviar preocupaciones de liquidez durante episodios de crisis, reducir riesgos de contraparte, ofrecer nuevas formas de gestionar el riesgo cambiario y disminuir los costos de financiamiento para los agentes locales.

Las iniciativas recientes del SII y la CMF remueven las últimas fricciones regulatorias para la materialización de la internacionalización del peso. El SII emitió una norma para permitir el acceso a RUT simplificado a instituciones financieras que abran cuentas corresponsales en instituciones financieras constituidas en Chile, facultad que le fue conferida en la denominada Ley de Resiliencia. A su vez, la CMF habilitó la sustitución del pagaré que se exige para la suscripción de sobregiros pactados en cuentas corrientes, cuando el beneficiario no tiene residencia ni domicilio en el país. Estas medidas –que se suman a otras tomadas por el BCCh y la CMF con anterioridad– buscan facilitar la prestación del servicio de banca corresponsal en el país, elemento esencial para que no residentes puedan realizar operaciones financieras en el país con la moneda local, así como para la eventual incorporación del peso a CLS.

Próximamente el BCCh definirá condiciones financieras para admitir bonos autosecuritizados por la industria bancaria como colateral. En julio de 2024 el BCCh definió en el Capítulo III.B.4 de su Compendio de Normas Financieras los términos y condiciones aplicables a la estructuración de bonos autosecuritizados por los bancos, para que sean admitidos como colateral, por ejemplo, en cuanto a sus clasificaciones de riesgos y créditos subyacentes^{8/}. Un paso adicional para la habilitación de estos instrumentos es la definición de las condiciones financieras específicas que se aplicarán a estos instrumentos, como *haircuts* y condiciones de valorización.

REFORMA DE PENSIONES: PRINCIPAL DESARROLLO LEGISLATIVO PARA EL SISTEMA FINANCIERO DESDE EL ÚLTIMO IEF

Actualmente los Fondos de Pensiones (FP) representan aproximadamente un 60% del PIB y tienen un rol fundamental en el desarrollo y profundidad del sistema financiero local. Dado que los FP tienen un horizonte de inversión de largo plazo constituyen un factor de demanda estructural por instrumentos financieros de largo plazo, lo cual ha favorecido el desarrollo del mercado local de renta fija. Adicionalmente, en el contexto de portafolios altamente diversificados, los FP invierten aproximadamente la mitad de los recursos en mercados internacionales, lo cual ha favorecido el desarrollo del mercado de derivados cambiarios como fuente de cobertura de riesgos. Con un volumen de inversiones cercano a doscientos mil millones de dólares, aún luego de la significativa reducción posterior a los retiros de fondos aprobados durante la pandemia covid-19, los FP en Chile siguen siendo el segmento más relevante del sistema financiero local después de los bancos (gráfico IV.10).

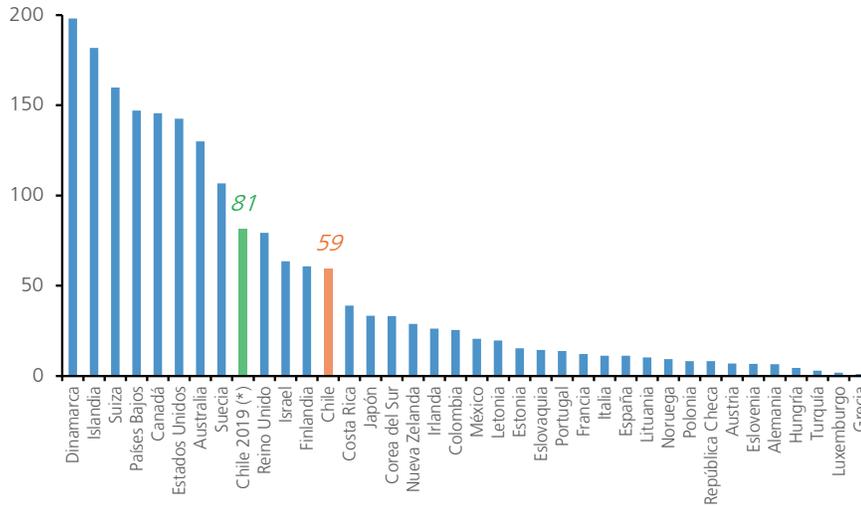
La incidencia de los fondos de pensiones en el sistema financiero implica desafíos relevantes para la implementación de las distintas innovaciones que incorpora la Reforma. La creación de los nuevos Fondos Generacionales (FFGG), incorporación de procesos de licitación de cartera cada dos años, entre otras, tienen el potencial de generar distorsiones transitorias que impacten en los precios de los activos financieros y las valoraciones de las propias carteras de los FP. Evitar efectos no deseados en las principales variables que describen el desempeño de los portafolios de los fondos de pensiones, especialmente considerando su alta incidencia en el sistema financiero, es fundamental. Atenuantes relevantes de estos riesgos son la incorporación en la nueva legislación un programa gradual de implementación amplio, de hasta cinco años (61 meses), y aumentos progresivos de flujos destinados a capitalización individual.

^{6/} Banco Central autoriza el uso del peso chileno en operaciones transfronterizas ([comunicado](#), 29 de diciembre de 2020).

^{7/} Ver [Recuadro VI.1 IEF 25.19](#), [Recuadro V.1 IEF 25.20](#), [Recuadro IV.1 IEF 25.21](#) y [Recuadro IV.1 IEF 25.23](#).

^{8/} Banco Central de Chile publica nueva regulación sobre bonos securitizados ([comunicado](#), 9 de julio de 2024).

GRÁFICO IV.10 COMPARACIÓN INTERNACIONAL SISTEMA DE PENSIONES
(activos como porcentaje del PIB, diciembre 2023)



(*) Barra verde de Chile corresponde a diciembre 2019.

Fuente: OCDE (2024), *Pension Markets in Focus 2024* y Superintendencia de Pensiones (2020), Ficha Estadística Previsional N° 86 para Chile a diciembre de 2019.

La adopción de un nuevo esquema de FFGG con carteras de referencia que sustituirán a los Multifondos implica una reconfiguración de los portafolios de los Fondos de Pensiones. El modelo de Multifondos sujetos a límites de inversión actualmente vigente se sustituye por un esquema de FFGG que deben seguir a una “cartera de referencia” sujetos a un régimen de premios y castigos según su performance relativo. Este modelo consiste en que los afiliados son asignados a un FFGG específico según su horizonte de pensión, para mantener sus ahorros en él durante toda su etapa de acumulación. Cada FFGG sigue un *asset allocation* que va evolucionando con el paso del tiempo, desde una composición con mayor exposición a instrumentos de riesgo, a una cada vez más conservadora según los participantes se acercan a la edad de retiro. El objetivo de este cambio se relaciona con reducir la necesidad de liquidez de corto plazo por parte de los fondos y mantener un objetivo de rentabilidad anclado al largo plazo, a fin de alinear el nivel de exposición al riesgo de los ahorros de una persona con su horizonte de pensión, para efectos de generar ingresos en la etapa laboralmente pasiva de los cotizantes.

En este contexto, el principal elemento que debe definir la Superintendencia de Pensiones es el marco de carteras de referencia para los FFGG, lo cual determinará en gran medida la estructura de los portafolios. El tránsito del actual esquema a los (al menos) diez FFGG requerirá reasignar los ahorros de los afiliados de acuerdo con su edad, en la medida que la actual distribución en los multifondos no sea acorde al perfil de riesgo asociado con la edad. La magnitud de esta reorganización de portafolios y su potencial efecto en el mercado dependerá de las nuevas carteras de referencia, del régimen de inversión y límites que se defina para los fondos generacionales y del plazo de ajuste que se considere. En Australia, México y el Reino Unido se han incorporado FFGG a sus sistemas de pensiones, con diversas estrategias de composición de portafolios: en México domina la participación de instrumentos de renta fija e inversión local; mientras que en Reino Unido se observan administradoras con carteras fuertemente orientadas a la renta variable; en comparación, en Australia tiende a asignarse un mayor peso a inversiones en activos alternativos. Estas experiencias internacionales pueden ser consideradas, tanto respecto de elementos que han funcionado bien, como de potenciales fricciones que se busque evitar, lo cual permitiría orientar su implementación y adaptación al sistema de pensiones chileno. Con todo, el nuevo régimen de inversión por definir puede conllevar a una diferente demanda por instrumentos en el mercado de capitales.



Con el objetivo de reducir el costo por comisiones para los afiliados, la reforma considera una licitación del 10% del stock de afiliados cada 2 años. La Superintendencia de Pensiones realizará los procesos de licitaciones públicas para adjudicar la administración de las cuentas de capitalización individual del 10% del total de afiliados al sistema que no estén pensionados, seleccionados aleatoriamente, de acuerdo con lo establecido en una norma de carácter general de la Superintendencia de Pensiones. La Superintendencia de Pensiones deberá, además, aprobar formalmente las bases de licitación que, entre otros elementos detallados en la ley, deberán contener estadísticas históricas de los afiliados y cotizantes y de la composición agregada de las carteras de inversiones. En cada licitación se adjudicará el servicio a la administradora que cobre la menor comisión, junto con cumplir con los requisitos correspondientes, entre los cuales se encuentra aquel de tener menos del 25% de los afiliados del sistema. Los afiliados tendrán el derecho a desistir de la licitación o cambiarse de administradora.

Se considera una nueva institucionalidad pública con la creación del Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP) y nuevas funciones asignadas al Instituto de Normalización Previsional (IPS). El FAPP se creó con el objetivo de financiar las prestaciones del Seguro Social Previsional, y será administrado por un organismo autónomo, de carácter técnico, que se relacionará con el Presidente de la República a través del Ministerio de Hacienda. Por su parte, el IPS podrá prestar servicios de gestión de cuentas a las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Se expande el espectro de entidades autorizadas a actuar como Administradoras de Fondos de Pensiones. La reforma permite a las Administradoras Generales de Fondos (AGF) que no sean filiales de una entidad bancaria, las Cooperativas de Ahorro y Crédito (CAC) fiscalizadas por la CMF, las Cajas de Compensación de Asignación Familiar (CCAF) y otros que cumplan con requisitos de acreditación y requerimientos de la Superintendencia de Pensiones, concurrir a la constitución de una AFP; para lo cual deberán contar con la autorización previa de la CMF o SUSESO, cuando corresponda, y de la Superintendencia de Pensiones. La posibilidad de que alguna de estas entidades –o bien las AFP existentes– contraten servicios de administración de cuentas con el ISP, focalizándose en inversiones es en sí mismo una dimensión que reconfigura la organización de la industria de pensiones.

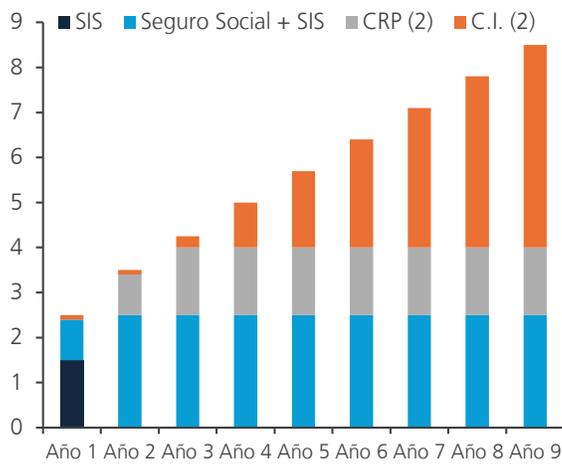
Considerando el alza en la tasa de cotización, el cambio legal aumenta el flujo de ahorro de largo plazo y contribuye a la recuperación del mercado financiero local luego del impacto persistente de los retiros de fondos aprobados durante la pandemia. El incremento en la cotización se incorpora gradualmente durante un plazo de 9 años, alcanzando un total de 8,5pp de la remuneración imponible al final del período de transición. De dicho flujo de cotización, 4,5pp serán destinados a las Cuentas de Capitalización Individual (C.I.) de cada cotizante; 1,5pp corresponden a la Cotización con Rentabilidad Protegida (CRP), que deberá contribuir al financiamiento del beneficio por años cotizados a través del FAPP; y 2,5pp destinados al FAPP para financiar la compensación por diferencias de expectativas de vida y el seguro de invalidez y sobrevivencia. Durante la transición, al tercer año se alcanzan los niveles máximos correspondientes al seguro social y CRP mientras que la cotización adicional para C.I. alcanza un punto porcentual el cuarto año, llegando al máximo definido en el noveno año (gráfico IV.11).

En consecuencia, la implementación de la reforma constituye un desafío relevante para definir la regulación del sistema. El tránsito desde un sistema sujeto a límites de inversión, prescritos detalladamente en el marco legal y regulatorio, a un sistema más flexible y un nuevo régimen de inversión basado en carteras de referencia, requiere resguardos y contrapesos, una institucionalidad de inversiones y de supervisión robusta, así como un nuevo marco regulatorio por desarrollar. En esta implementación, necesariamente deberán ser considerados los procesos de licitación de cartera de afiliados y las posibilidades de las AFP para traspasar o liquidar activos. Así, la supervisión basada en riesgo y una adecuada coordinación y monitoreo de las distintas autoridades involucradas será un elemento clave para una adecuada implementación, dada la envergadura de esta reforma.

Con todo, el marco legal aprobado cuenta con un período de transición extenso para abordar estos desafíos y considera mecanismos de mitigación de efectos en mercado de ajustes en portafolio. Al efecto, la reforma contempla periodos de transición, límites transitorios de inversión, y mecanismos que permiten el traspaso de propiedad de instrumentos financieros sin necesidad de liquidarlos en el mercado, entre otros elementos de mitigación. Dicho proceso de transición se articulará según las instrucciones de la Superintendencia de Pensiones, contemplando un horizonte máximo de transitoriedad de hasta cinco años (gráfico IV.12).

Por su parte, el BCCh mantiene un conjunto acotado de atribuciones de definición de límites estructurales alineadas con sus objetivos institucionales, referidas a las inversiones en el exterior e instrumentos soberanos. Las decisiones del BCCh deberán ser adoptadas en las etapas iniciales del proceso (gráfico IV.12), lo cual supondrá una estrecha coordinación con la Superintendencia de Pensiones. En este punto, cabe señalar que las principales consideraciones del BCCh en el ejercicio de estas atribuciones se ha centrado en posibles impactos macroeconómicos y de estabilidad financiera, incorporando los antecedentes y juicio experto de la Superintendencia de Pensiones, en procesos transparentes vía consultas públicas. Por último, destaca la importancia de mantener la cautela y precaución durante proceso de implementación, así como el monitoreo de posibles efectos en mercado.

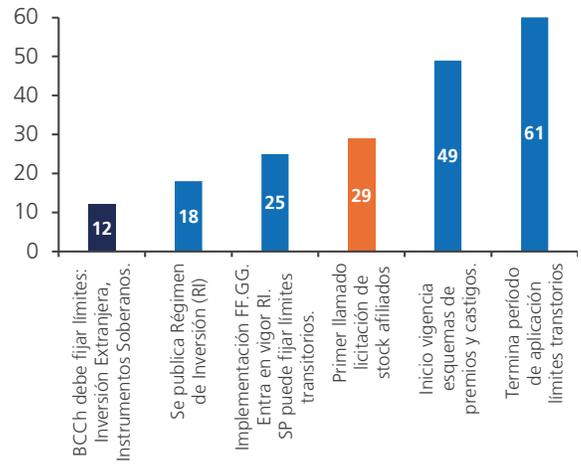
GRÁFICO IV.11 INCREMENTO DE LA TASA DE COTIZACIÓN (1) (porcentaje del ingreso imponible)



(1) Según lo dispuesto en la ley 21.735 los plazos se contabilizan a partir de la fecha de publicación de la ley, correspondiente al 26 de marzo de 2025. (2) CRP: "cotización con rentabilidad protegida"; C.I.: "cuenta individual".

Fuente: Banco Central de Chile en base a "Proyecto de ley que crea un nuevo sistema mixto de pensiones y un seguro social en el pilar contributivo, mejora la Pensión Garantizada Universal y establece beneficios y modificaciones regulatorias que indica". Presentación del Ministerio de Hacienda ante la Comisión de Hacienda del Senado, 21 de enero de 2025 e información de la Ley 21.735.

GRÁFICO IV.12 CRONOLOGÍA DE IMPLEMENTACIÓN DE LA REFORMA DE PENSIONES (*) (meses)



(*) Corresponde al número de meses de plazo que la ley otorga para el hito de implementación correspondiente. Según lo dispuesto en la ley 21.735 los plazos se contabilizan a partir de la fecha de publicación de la ley, correspondiente al 26 de marzo de 2025.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Ley 21.735.

RECUADRO IV.1:

Asistencia Técnica del Fondo Monetario Internacional para el Fortalecimiento de la Gestión de Liquidez Sistémica

Experiencias recientes de bancos centrales ofrecen lecciones para el diseño de futuros programas de apoyo de liquidez al mercado a nivel sistémico, de manera de aumentar su eficiencia y minimizar riesgos. Las medidas de apoyo a la liquidez sistémica son acciones implementadas por los bancos centrales a nivel de mercado o segmentos de mercado, para asegurar que el sistema financiero disponga de suficiente liquidez, especialmente durante periodos de estrés económico o financiero. Durante el episodio de tensión bancaria de 2023 en EE. UU. y Suiza, los bancos centrales respectivos actuaron con rapidez para contener el contagio, ampliando líneas de liquidez y reforzando la coordinación entre autoridades. Estas respuestas ayudaron a estabilizar los mercados y subrayaron la importancia de contar con herramientas flexibles y bien diseñadas para enfrentar situaciones de estrés de liquidez a nivel de sistema.

En esta materia, el Fondo Monetario Internacional (FMI) llevó a cabo durante 2024 una Asistencia Técnica (AT), solicitada por el BCCh. El objetivo principal para solicitar esta evaluación es continuar fortaleciendo las capacidades de gestión y provisión de liquidez excepcional del BCCh en situaciones de estrés, y la coordinación de medidas con otras autoridades relevantes bajo instancias formales de colaboración. Esta AT se inició con el despliegue de una misión de expertos designados por el FMI que se reunieron con autoridades financieras y participantes del sector privado.

El reporte final, publicado por el FMI este mes de mayo, expone sus principales hallazgos a nivel regulatorio y operativo, destacando el accionar desplegado por el BCCh en coordinación con otras autoridades financieras en situaciones de tensión recientes. Los principales resultados del análisis permitieron generar una serie de recomendaciones en materia de capacidades de gestión de liquidez sistémica, incluyendo casos de provisión de liquidez en situaciones de estrés, para la consideración del sector financiero local y el BCCh, las cuales se encuentran detalladas en el reporte de la AT, publicado por el FMI en su sitio web (tabla IV.1)^{1/}. En este se destacan positivamente las capacidades disponibles y el rol proactivo del BCCh en la gestión de medidas excepcionales implementadas para abordar las interrupciones en el mercado local durante la crisis social y posterior pandemia del COVID-19 y la actuación coordinada de las autoridades financieras. Estas medidas incluyeron acciones en el mercado cambiario, implementación de programas de apoyo de liquidez a nivel de sistema, programas de repo y expansión de los colaterales elegibles para operaciones con el BCCh, entre otros. Asimismo, el FMI observó positivamente los avances en la institucionalidad en nuestra jurisdicción para el actuar efectivo ante situaciones de crisis, a través de iniciativas como la Ley 21.641, que Fortalece la Resiliencia del Sistema Financiero y sus Infraestructuras (Ley de Resiliencia), actualmente en pleno proceso de implementación.

Asimismo, se proponen medidas que esencialmente buscan identificar posibilidades de fortalecimiento de las herramientas para la gestión de liquidez sistémica. Específicamente, la AT se enfocó en cuatro aspectos clave: (i) fortalecimiento del marco de colaterales para operaciones financieras del BCCh, (ii) perfeccionar herramientas y programas de provisión de liquidez sistémica del BCCh, tanto en tiempos normales como en casos excepcionales, (iii) identificar escenarios extremos, condiciones y variables de decisión que justificarían la eventual provisión de asistencia de liquidez de emergencia (ELA, por sus siglas en inglés), y (iv) posibilidad para profundizar el desarrollo del mercado privado de repos (figura IV.3).

^{1/} IMF (2025). [Chile: Technical Assistance Report-Strengthening Systemic Liquidity Management](#). IMF, mayo 2025.

TABLA IV.I RESUMEN PRINCIPALES RECOMENDACIONES DE LA ASISTENCIA TÉCNICA

| Área AT | Materia | Objetivo/Recomendaciones principales |
|---------------------------------|--------------------------|--|
| Provisión de Liquidez Sistémica | Marco de Colaterales | <ul style="list-style-type: none"> Sistematizar en el marco de colaterales criterios de elegibilidad, metodologías de valorización y resguardos para mitigación de riesgos. |
| | Liquidez Sistémica | <ul style="list-style-type: none"> Reforzar en el diseño e implementación de futuros programas mecanismos orientadas a incentivar la participación, y facilitar la salida, acorde a gestión de riesgos del balance. Mantener mecanismos de transparencia, que contribuyen a divulgar los objetivos de las medidas y su evaluación. |
| | ELA | <ul style="list-style-type: none"> Continuar robusteciendo procedimientos internos e instancias de coordinación entre autoridades de la red de seguridad financiera. |
| Desarrollo de mercado | Mercado privado de repos | <ul style="list-style-type: none"> Implementar una estrategia integral de desarrollo del mercado a mediano plazo, abordando materias regulatorias que involucran al BCCh y otras autoridades como CMF y SP, así como aspectos tributarios y contables. |

Fuente: Banco Central de Chile en base a reporte de la AT.

En relación con el marco de colaterales del BCCh la AT propone recomendaciones orientadas a una sistematización de los criterios aplicados para conseguir de mejor manera un adecuado balance entre los objetivos de las herramientas y la gestión de riesgos financieros. Se propone sistematizar los criterios fundamentales aplicados por el BCCh en materia de: (i) elegibilidad; (ii) procedimientos de valoración; y (iii) medidas de mitigación de riesgos. El Banco trabaja actualmente en estas recomendaciones, buscando calibrar criterios de aceptación basados tanto en aspectos técnicos relacionados con los instrumentos, como en el estado del sistema financiero local. En el corto plazo, el BCCh ha adoptado medidas para ampliar el conjunto de colaterales elegibles, bajo adecuados resguardos, facilitado la emisión de instrumentos autosecuritizados. Este último proyecto implicó una modificación normativa publicada en 2024 y ajustes operativos a materializarse durante 2025^{2/}.

Respecto a los mecanismos de asistencia de liquidez de emergencia (ELA), el Reporte destaca su relevancia como herramienta fundamental para la estabilidad financiera. De acuerdo a su Ley Orgánica Constitucional (LOC), en su rol de prestamista de última instancia, el BCCh está facultado para proporcionar liquidez de emergencia, en forma excepcional, a empresas bancarias y otras instituciones financieras elegibles que presenten problemas derivados de una falta transitoria de liquidez y siempre que se cumplan las demás condiciones establecidas en la LOC^{3/}, buscando con ello mantener la estabilidad del sistema financiero y proteger a los depositantes. El reporte de la AT propone recomendaciones para fortalecer la operacionalización de esta atribución, que permitirán reforzar los procedimientos internos y profundizar los acuerdos formalizados entre el BCCh, la CMF y el Ministerio de Hacienda, considerando medidas de transparencia y comunicación.

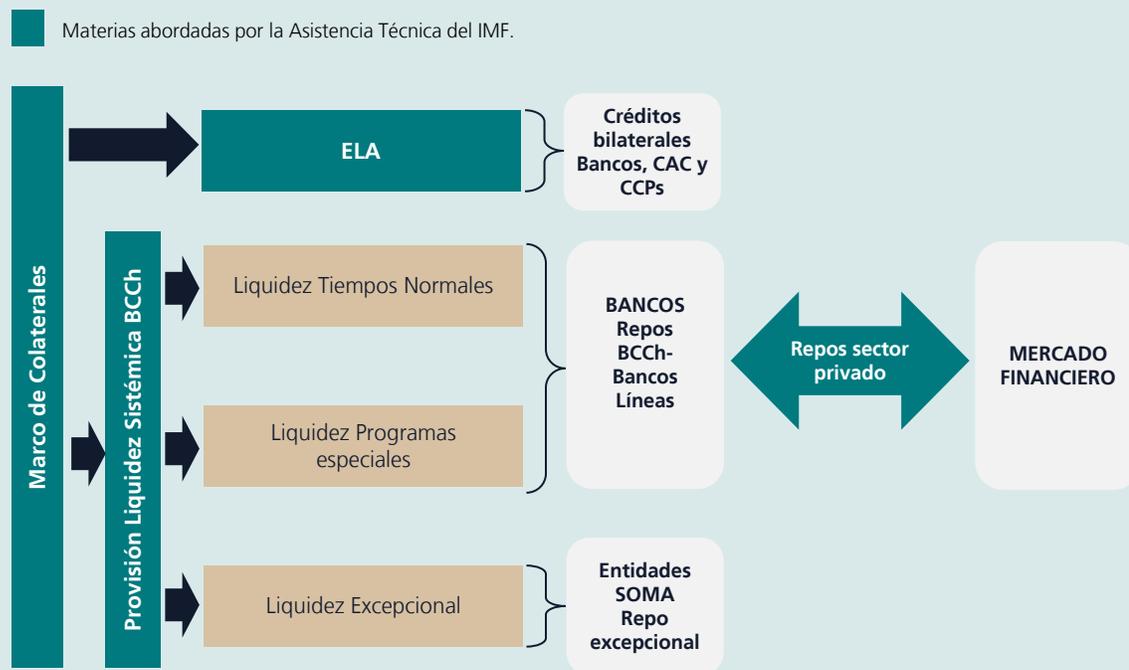
^{2/} Banco Central de Chile publica nueva regulación sobre bonos securitizados - Banco Central de Chile.

^{3/} Según lo establecido en la LOC, en estos casos el BCCh podrá condicionar el otorgamiento de este tipo de crédito al cumplimiento por parte del solicitante de determinadas normas de administración financiera.

Por último, en cuanto a oportunidades para el desarrollo del mercado de repos, se identifica un espectro amplio de acciones que involucran las capacidades de acción de diversas autoridades. El BCCCh ha identificado el desarrollo del mercado de repos como una prioridad estratégica dentro de su agenda regulatoria, por su aporte a la estabilidad financiera al ofrecer una fuente estable de financiamiento, especialmente en momentos de estrés y volatilidad en los mercados. El informe de la AT destaca el potencial de la regulación para la compensación por cierre anticipado de estas operaciones que emitirá próximamente el BCCCh conforme a nuevas atribuciones otorgadas por la Ley de Resiliencia. Adicionalmente, se identifican otros factores fundamentales para profundizar el mercado privado de repos, para lo cual se sugiere una estrategia transversal y fortalecer el monitoreo de las condiciones de liquidez de mercado, entre otras medidas.

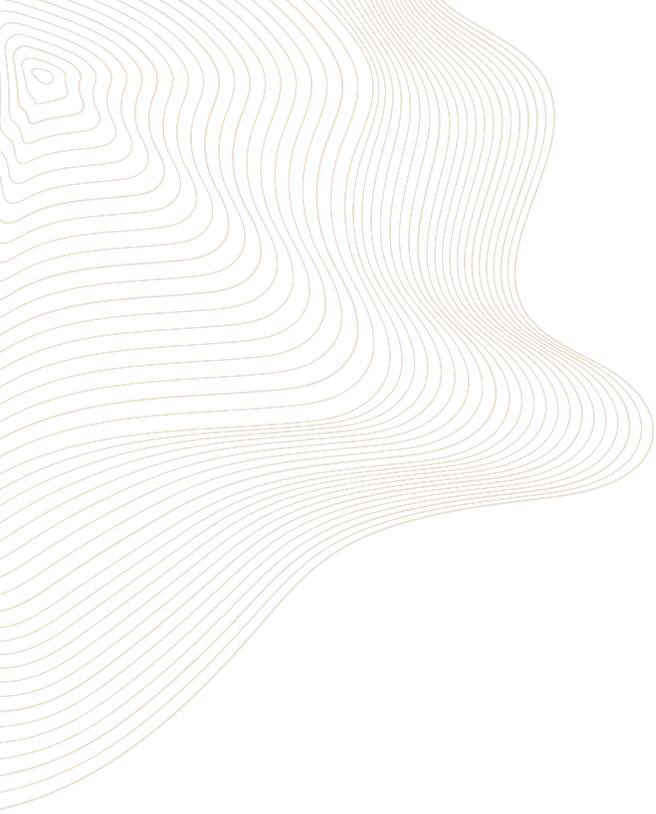
El trabajo y recomendaciones de la AT se enmarcan en el actual desarrollo legal y normativo que el BCCCh ha estado llevando a cabo en conjunto con la CMF y el Ministerio de Hacienda. Actualmente las autoridades financieras se encuentran avanzando en la incorporación de los principales estándares internacionales en materia de fortalecimiento de la red de seguridad financiera local, buscando alinearse con los requerimientos y diseño institucional que las jurisdicciones más avanzadas han implementado para la protección de la estabilidad financiera, en línea con lo que la AT y reportes previos como los programas de evaluación del sector financiero (Financial Sector Assesment Program, FSAP) han levantado⁴.

FIGURA IV.3 ÁMBITOS DE ANÁLISIS DE LA ASISTENCIA TÉCNICA.



Fuente: Banco Central de Chile.

⁴/IMF (2021). "Chile Financial System Stability Assessment". IMF, December 2021. Recuadro V.1 Programa de evaluación del sector financiero chileno (FSAP) 2021.



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA / **Primer semestre 2025**

