



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

SEGUNDO SEMESTRE 2025



100 pesos, Banco Central de Chile, 2025.

La moneda de 100 pesos ocupa un lugar especial en nuestra historia monetaria.

Toma su sobrenombre "gamba" de un antiguo billete de 100 pesos emitido por el Banco Central en los años 30. Hoy, millones de piezas circulan diariamente por todo el país y constituyen una unidad base para transacciones menores. Desde hace 25 años, la denominación de 100 pesos cumple ese papel y se ha acuñado en tres versiones distintas, todas en metales no preciosos. Esto marca un quiebre con las anteriores monedas de 100 pesos, acuñadas en oro.

Para conmemorar su Centenario, el Banco Central de Chile acuñó esta moneda de 100 pesos que mantiene el diseño vigente en el reverso y cambia el anverso por un paisaje cordillero junto al logo del BCCh en su centenario. Al ser de curso forzoso y parte de la programación monetaria regular, el Banco espera que su aniversario llegue a todos los habitantes del país mediante la circulación de nuestro peso chileno.





Informe de Estabilidad Financiera

SEGUNDO 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 | 8 |
| II. USUARIOS DE CRÉDITO | 19 |
| III. OFERENTES DE CRÉDITO | 30 |
| IV. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA | 36 |
| V. MERCADO DE CAPITAL Y ESTABILIDAD FINANCIERA | 50 |

RECUADROS

| | |
|--|----|
| Riesgos de alza de premios por plazo en EE. UU. y traspaso a tasas soberanas locales. | 17 |
| Liquidez de los hogares y demanda por créditos de consumo a la luz de la Encuesta Financiera de Hogares. | 28 |
| Liquidez y desarrollo del mercado de renta fija. | 47 |
| Desarrollo del mercado de derivados en Chile. | 61 |

*/ El cierre estadístico del Informe de Estabilidad Financiera fue el 29 de octubre. Para los datos financieros se considera el valor del promedio móvil de los últimos 10 días.





RESUMEN

El principal riesgo para la estabilidad financiera local continúa siendo un estrechamiento abrupto de las condiciones de financiamiento por un deterioro del escenario externo. Las vulnerabilidades globales se han acentuado desde el último Informe y persisten focos de riesgo geopolítico, comercial, fiscal, e institucional, que contrastan con un sostenido aumento de los precios de activos financieros riesgosos. Las elevadas valoraciones de esos activos y los altos niveles de endeudamiento soberano en economías avanzadas constituyen vulnerabilidades que podrían exacerbar los efectos de diversos eventos de riesgo sobre las condiciones de financiamiento globales y su transmisión a las economías emergentes. A nivel local, las condiciones financieras exhiben una leve mejora respecto al último Informe. Los indicadores de vulnerabilidad de los usuarios de crédito se han mantenido relativamente estables, con algunas mejoras para empresas que reflejan el aumento de las ventas. La banca presenta niveles de capital que le permitirían mantenerse solvente en un escenario de tensión severo. Si bien la economía chilena no es inmune a los desafíos que presenta el escenario global, cuenta con solidez macroeconómica y estándares de regulación y supervisión financiera robustos, lo cual le permite disponer de mecanismos de ajuste y holguras para mitigar los efectos de shocks adversos.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Las vulnerabilidades asociadas a los mercados financieros internacionales se han profundizado desde el último Informe. En las economías desarrolladas, especialmente en Estados Unidos, han seguido aumentando los precios de acciones, bonos corporativos, y otros activos riesgosos, reflejando, entre otros factores, menores premios por riesgo. Esto, junto con una caída en los índices de volatilidad implícita (VIX, MOVE), dan cuenta de un elevado nivel de apetito por riesgo, que contrasta con el escenario de alta incertidumbre asociado a tensiones comerciales, geopolíticas e institucionales. Al mismo tiempo, el endeudamiento global, particularmente el soberano, continúa aumentando en un contexto en que los agentes de mercado esperan que el mayor estímulo fiscal aprobado en EE. UU. y los anuncios de aumentos del gasto público en defensa en países miembros de la OTAN resulten en déficits significativos. La persistencia de éstos podría comprometer la sostenibilidad fiscal y presionar el funcionamiento de los mercados de deuda soberana. A su vez, el crecimiento de los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) en economías avanzadas, su mayor participación en los mercados de deuda privada y soberana, y su interconexión con el resto del sistema financiero constituyen vulnerabilidades que podrían contribuir a amplificar la transmisión de shocks.

A nivel local, las condiciones financieras presentaron una leve mejora respecto del último IEF. Las tasas de interés de largo plazo registraron una leve disminución ubicándose en torno al promedio de los últimos tres años. Los spreads de bonos soberanos y corporativos también han descendido. Las emisiones de bonos muestran un mayor dinamismo en lo reciente, destacando el sector corporativo. En línea con lo observado en otras economías emergentes, los precios de acciones han aumentado y los flujos de capitales hacia Chile se han incrementado en los últimos meses. Asimismo, la volatilidad del tipo de cambio y de las tasas de largo plazo se ha reducido.



SITUACIÓN DE USUARIOS Y OFERENTES DE CRÉDITO

En los hogares, las vulnerabilidades se mantienen en niveles bajos, similares a lo descrito en el Informe anterior. El endeudamiento mostró una leve reducción, mientras la carga financiera sobre ingresos, así como el impago bancario, permanecieron sin cambios significativos. La deuda en riesgo del ejercicio de tensión para estos usuarios de crédito es similar a lo reportado previamente, debido a una situación inicial que presenta un impago hipotecario bancario ligeramente mayor al del ejercicio anterior, compensado por menor carga financiera y mayores salarios efectivos.

Desde el Informe anterior las empresas disminuyeron sus indicadores de endeudamiento, carga financiera e impago, reflejando una menor vulnerabilidad financiera. La reducción del endeudamiento fue más marcada en los sectores de comercio y manufactura producto de mayores ventas. Algo similar se observó con la carga financiera sobre ventas, la cual también disminuyó por las menores tasas de interés comerciales. No obstante, ciertos segmentos presentan una situación relativa que sigue debilitada. En particular, las firmas de menor tamaño y una fracción de las que obtuvieron créditos FOGAPE durante la pandemia mantienen aún niveles de incumplimiento elevados, aunque menores que los del Informe anterior.

Las empresas se encuentran en un mejor pie para enfrentar un eventual deterioro del escenario económico. Los ejercicios de tensión para las que se financian solamente con la banca muestran una reducción generalizada de la deuda en riesgo en comparación al ejercicio anterior, producto de la situación inicial de menor impago (excepto sector inmobiliario), mayores ventas y márgenes más elevados.

La situación del sector inmobiliario residencial continúa débil, aunque se han observado algunas mejoras. Los indicadores de impago se mantienen elevados y el stock de viviendas terminadas permanece cercano a máximos históricos. Sin embargo, las tasas de interés de los créditos comerciales para las empresas del sector han disminuido y las ventas muestran algunas mejoras, dando cuenta estas últimas del impulso del programa de garantías y subsidio estatal. En este contexto, el valor bursátil de las principales empresas inmobiliarias y constructoras ha acumulado ganancias en lo que va de 2025.

Como se ha señalado en Informes previos, la persistencia de déficits estructurales por varios años ha reducido las holguras fiscales y ha aumentado la deuda pública. Las proyecciones oficiales indican que en los próximos años la deuda pública se mantendría por debajo de niveles definidos como prudentes por la autoridad. Mantener la cautela en las cuentas fiscales, a través de un endeudamiento soberano sostenible, es una tarea fundamental para preservar adecuadas condiciones de financiamiento para hogares y empresas y también para la capacidad de la economía de mitigar el impacto de futuros shocks.

Los intermediarios financieros no bancarios han aumentado su exposición a las tasas de interés de largo plazo. En fondos mutuos, esto ha ocurrido a través de un crecimiento de los activos bajo administración, especialmente en aquellos que invierten en activos de largo plazo y de libre inversión. Por su parte, los fondos de pensiones han incrementado la duración de sus portafolios a través de sus inversiones en derivados de tasas de interés en dólares.

Los bancos cuentan con niveles de capital y liquidez que les permitirían mantenerse solventes en un escenario de tensión severo. El capital adicional, proveniente de bonos perpetuos y colchones regulatorios, ha fortalecido la capacidad de la banca para absorber shocks financieros. Frente a un escenario en que la actividad se contrae abruptamente y los costos de fondeo aumentan de forma significativa, los bancos mantienen la capacidad de absorber los shocks bajo la métrica más exigente del capital ordinario de nivel 1 (CET1). En este caso, algunas instituciones harían uso de parte de los colchones de capital regulatorio contemplado para estos propósitos.



PRINCIPALES RIESGOS

El principal riesgo para la estabilidad financiera local continúa siendo un estrechamiento abrupto de las condiciones de financiamiento por un deterioro del escenario externo. En un entorno de activos financieros globales cuyas valoraciones permanecen elevadas, existen diversos factores que podrían reducir el apetito por riesgo de los inversionistas, generar una descompresión global de spreads y gatillar una caída en los precios de los activos financieros en los mercados internacionales. Entre ellos destacan, una intensificación de las tensiones comerciales, geopolíticas, o institucionales, así como un impacto más pronunciado de estos elementos sobre la actividad o la inflación, o cambios en la percepción de los beneficios de las nuevas tecnologías que reduzcan las valoraciones de las empresas del sector y las expectativas de crecimiento agregadas. Por su parte, en el contexto de aumentos sostenidos de la deuda soberana de economías avanzadas antes descrito, una evaluación más negativa de su sostenibilidad podría elevar las tasas de interés de referencia del sistema financiero internacional. Estos aumentos podrían verse amplificados y transmitidos a través de las interconexiones entre bancos e intermediarios financieros no bancarios. A nivel local, la materialización de estos escenarios de riesgo u otros similares podrían desencadenar salidas de capitales, aumentos en las tasas de interés, correcciones abruptas en los precios de bonos soberanos y movimientos en el tipo de cambio que interactúen con las vulnerabilidades financieras de usuarios y oferentes de crédito locales.

Si bien la economía chilena no es inmune a un deterioro significativo del escenario externo, cuenta con solidez macroeconómica y estándares de regulación y supervisión financiera robustos, que le permiten disponer de mecanismos de ajuste y holguras para mitigar los efectos de shocks adversos. El marco institucional local incluye herramientas para enfrentar escenarios excepcionales, reforzadas por la Ley de Resiliencia, y mecanismos de coordinación entre autoridades y reguladores. 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. La resolución de los desbalances macroeconómicos de años previos también ha contribuido a mejorar la posición de todos los agentes en la economía local. Con todo, es necesario mantener los esfuerzos orientados a profundizar el mercado financiero local. La reforma previsional contribuirá a incrementar el ahorro de los hogares, aunque se requerirá de un período prolongado para que sus efectos se reflejen en un mercado de capitales más profundo. La ley contempla una implementación gradual de los cambios al régimen de inversión de fondos, lo que, junto al marco de gobernanza del proceso, busca evitar ajustes abruptos de portafolios que pudiesen afectar el funcionamiento del mercado de capitales local. Es importante mantener un continuo análisis y monitoreo de esta transición y de su impacto en el funcionamiento del mercado de capitales. Recomponer las holguras fiscales a su vez 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.

DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

El Consejo ha decidido mantener el Requerimiento de Capital Contracíclico 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, de acuerdo con lo 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.



Durante 2025 se avanzó en la consolidación de los requerimientos principales de capital de Basilea III, acercando a nuestra jurisdicción a los estándares internacionales orientados a fortalecer la resiliencia del sistema bancario. La implementación de Basilea III en Chile avanzó hacia la entrada en vigor de la mayoría de sus componentes principales durante 2025. Este proceso ha impulsado una mejora gradual en la solvencia del sistema, evidenciada en el aumento del Índice de Adecuación de Capital. Hacia adelante persisten desafíos como la aplicación íntegra del cargo de Pilar 2, prevista para 2027, y la implementación de modelos internos que permitan reflejar de mejor manera el perfil de riesgos de las instituciones.

El Banco Central sigue avanzando en el desarrollo de su Agenda de Regulación programada para 2025. Se sometió a consulta pública la propuesta de regulación que permitirá reconocer convenios marco para la contratación de operaciones con pacto de retrocompra, estableciendo condiciones para su aceleración y compensación en caso de incumplimiento de alguna contraparte. Además, publicó en consulta la propuesta que fortalece la gestión de liquidez de Entidades de Contraparte Central. Esta medida equipara el tratamiento de los fondos en efectivo mantenidos en el Banco Central con el de otros depósitos de liquidez, de modo que mantener recursos en el BCCh resulte neutral desde el punto de vista financiero, incentivando así su uso por parte de las ECC. Con ello, ante situaciones de tensión, aumenta la rapidez de disponibilidad de fondos, mejorando la eficiencia operativa y la resiliencia del sistema. Por último, este semestre el BCCh publicará para consulta una propuesta de marco regulatorio que permitirá ampliar el acceso a su Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real para determinadas entidades no bancarias, incluyendo intermediarios financieros e infraestructuras de mercado. Estas iniciativas forman parte de la estrategia de modernización de las infraestructuras críticas del sistema financiero chileno, fortaleciendo su resiliencia y resguardando su estabilidad.

CAPÍTULO TEMÁTICO: MERCADO DE CAPITALES Y ESTABILIDAD FINANCIERA

El capítulo temático examina el vínculo entre el desarrollo del mercado de capitales y la estabilidad financiera. Tras varias décadas de un proceso continuo de iniciativas legales y regulatorias que apuntaron a fortalecer su desarrollo, el mercado de capitales chileno ha avanzado significativamente en términos de profundidad y acceso. Sin embargo, el progreso ha sido más acotado en métricas de liquidez, como la rotación bursátil, mientras que algunos indicadores de profundidad han retrocedido tras los retiros de fondos previsionales. Un mayor desarrollo del mercado de capitales tiene implicancias positivas para la estabilidad financiera. Por ejemplo, contribuye a ampliar las fuentes de financiamiento disponibles, a fortalecer la capacidad del sistema financiero para enfrentar episodios de tensión, a la formación eficiente de precios, a una asignación más eficiente de riesgos entre emisores e inversionistas, a mejor gestión de riesgos a través de mercados de cobertura, y a menores primas por liquidez y financiamiento. La integración financiera puede contribuir a este desarrollo, y aunque conlleva mayor exposición a riesgos externos, éstos pueden ser mejor gestionados y mitigados con un mercado local de capitales más profundo y eficiente.



I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS

El escenario externo continúa siendo la principal fuente de riesgos para la estabilidad financiera local, con vulnerabilidades que se han profundizado desde el último Informe. A nivel global, continúan diversos focos de riesgo tanto en el ámbito geopolítico, institucional y comercial cuyos impactos macrofinancieros siguen siendo inciertos. Por su parte, persisten presiones de gasto fiscal y perspectivas de mayor deuda soberana en un contexto en que las tasas de interés de largo plazo continúan en niveles similares a años recientes. Este escenario contrasta con el sostenido incremento de los precios de activos financieros riesgosos de las economías desarrolladas en los últimos meses. Además, igual que en el Informe anterior, persisten las brechas de información en el mundo respecto al desarrollo de los Intermediarios Financieros No Bancarios (IFNB) y su integración con el sistema financiero. La elevada valoración de activos, los altos niveles de endeudamiento y el crecimiento de los IFNB podrían incrementar los riesgos de un eventual deterioro de las condiciones financieras a nivel global. A nivel local, las condiciones financieras registran una leve mejoría respecto al Informe anterior. Con todo, un estrechamiento abrupto de las condiciones financieras representa el principal riesgo para la estabilidad financiera local, reforzando la importancia de mantener esfuerzos en profundizar el mercado financiero a nivel local.

SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

Desde el Informe anterior, los precios de los activos financieros globales continuaron aumentando, dando cuenta de un apetito por riesgo que se mantiene elevado. La elevada valoración de precios de activos se refleja en la relación precio y utilidad esperada a un año de los mercados bursátiles de economías avanzadas (gráfico I.1). Destaca el caso de EE. UU., en que las valoraciones se encuentran por sobre su promedio de los últimos 10 años. De forma similar, los *spreads* corporativos en dicha economía (gráfico I.2) y en Europa para distintas clasificaciones de riesgo han disminuido desde el Informe previo. Por su parte, las economías emergentes también muestran un descenso en sus *spreads* soberanos y corporativos en los últimos meses, aunque sus ratios precio-utilidad esperada se encuentran cercanos a sus valores usuales. Adicionalmente, se ha sumado un descenso en los indicadores de volatilidad implícita de activos financieros (gráfico I.3), lo que, en conjunto con los antecedentes anteriores, parece coherente con un mayor apetito por riesgo.

El mayor apetito por riesgo se ha dado pese al escenario de alta incertidumbre respecto a las tensiones geopolíticas, comerciales e institucionales. Los indicadores de incertidumbre económica y comercial continúan en niveles altos (gráfico I.4), en un entorno en que las tensiones comerciales de EE. UU. continúan presentes. Las tensiones geopolíticas se mantienen con diversos focos de tensión, más allá de la evolución de algunos conflictos bélicos vigentes. Con todo, la magnitud y temporalidad de los impactos de dichas tensiones en el comercio global y en los mercados financieros globales continúan siendo inciertas.

GRÁFICO I.1 Elevados ratios precio y utilidad esperada a un año en mercado accionario de EE. UU.
RELACIÓN PRECIO Y UTILIDAD ESPERADA A 1 AÑO (1)
(ratio)

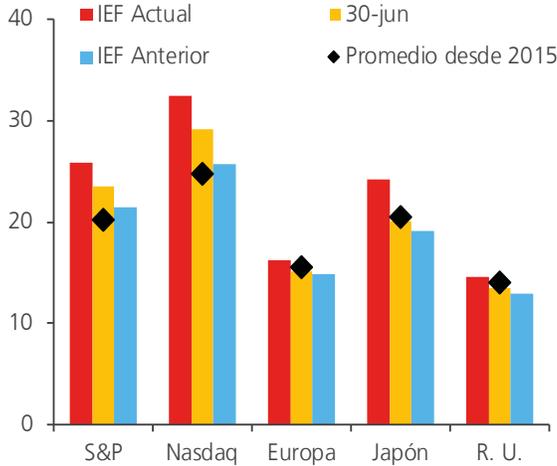


GRÁFICO I.2 Spreads corporativos en EE. UU. permanecen comprimidos.
SPREADS CORPORATIVOS EE. UU. (2)
(puntos base)

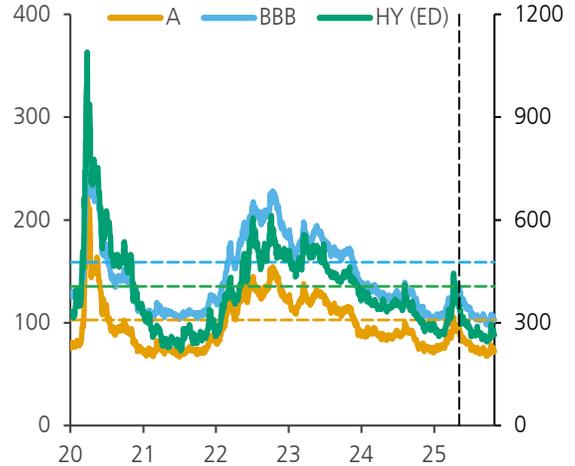


GRÁFICO I.3 Índices volatilidad de activos han retrocedido en últimos meses.
INDICADORES DE VOLATILIDAD (3)
(índices)

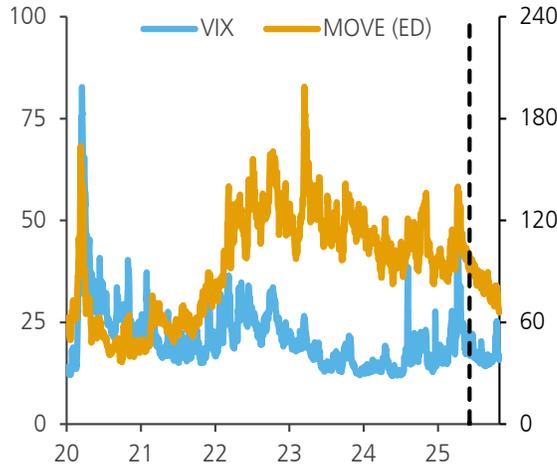
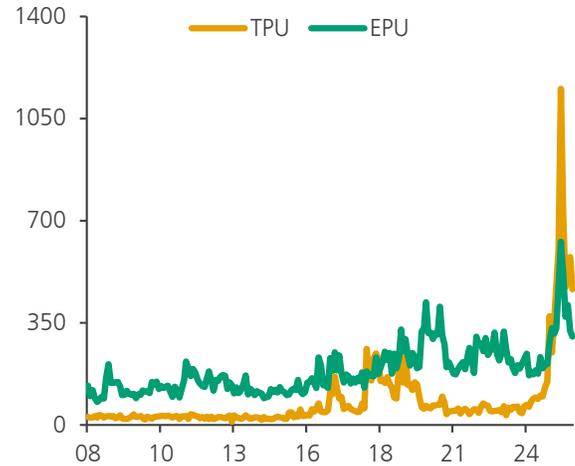


GRÁFICO I.4 Indicadores de incertidumbre económica y comercial continúan elevados para su historia.
INDICADORES DE INCERTIDUMBRE (4)
(índices)



(1) IEF actual corresponde al cierre estadístico de este Informe. IEF anterior corresponde al cierre estadístico del IEF Primer Semestre del 2025. (2) Líneas punteadas corresponden al promedio entre los años 2013 y 2023. La línea vertical negra corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. (3) La línea vertical negra 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. (4) Las medidas de incertidumbre son índices basados en noticias y medios de comunicación que cuantifican la atención mediática prestada a las noticias mundiales relacionadas a la incertidumbre en materia de política económica (EPU) y la incertidumbre en materia de política comercial (TPU).

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, [Davis \(2016\)](#) y [Caldara y Iacovello \(2022\)](#).



Se profundizan las vulnerabilidades asociadas al alto nivel de deuda soberana (gráfico I.5), en un entorno en que las tasas de largo plazo permanecen en torno a niveles de años recientes. Desde el último Informe, destaca la reforma tributaria en EE. UU. que extendió múltiples recortes de impuestos, la que se espera que contribuya a un aumento del déficit fiscal en los próximos años, generando mayor presión sobre la deuda pública ([CBO, 2025](#)). Por su parte, los países miembros de la OTAN se han comprometido a aumentar el gasto público en defensa, lo que también presionará los balances fiscales en los próximos años ([IPoM, septiembre 2025](#)). Estos factores continuarán presionando el funcionamiento del mercado de renta fija soberana, en donde las tasas de interés de largo plazo mundiales se mantienen en torno a niveles de los últimos 3 años (gráfico I.6).

El crecimiento de los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) en el segmento de crédito privado podría incrementar las vulnerabilidades financieras a través de sus interconexiones con el sector bancario. Los IFNB han aumentado su importancia en el sistema financiero global, con una mayor participación del endeudamiento bancario como fuente de financiamiento, representando alrededor de 9% de la cartera de préstamos de los bancos en Europa y EE. UU. ([GFSR, octubre 2025](#)). Un segmento relevante en el que participan los IFNB son los fondos de crédito privado (gráfico I.7). Si bien estos fondos harían uso de un grado de endeudamiento moderado ([Berrospide et al., 2025](#)), se enfocan en entregar financiamiento a empresas altamente apalancadas y suelen ser poco diversificados, aumentando la exposición a riesgos idiosincráticos de sus participantes ([BIS, marzo 2025](#)). Durante octubre, algunos bancos de EE. UU. reportaron pérdidas producto de posiciones en fondos de crédito privado, los cuales habían entregado financiamiento a las empresas Tricolor y First Brands, las que se declararon en quiebra. Este evento generó preocupación por el rol que tienen los bancos como financistas de estos intermediarios. Debido a las crecientes interconexiones entre bancos e IFNB, la posibilidad que éstas exacerben *shocks* adversos es mayor, producto de la mayor exposición que tiene el sistema bancario a mercados con escasa regulación ([GFSR, abril 2024](#)).

La presencia de los IFNB en el mercado de deuda soberana tiene el potencial de afectar el funcionamiento de este mercado, incrementando su volatilidad. Los *Hedge Funds* suelen emplear estrategias de inversión apalancadas que involucran el uso de *Treasury* repos. En eventos de alta volatilidad y aumentos de costo de financiamiento, es posible que estas inversiones apalancadas deban deshacerse rápidamente, lo cual implica la venta de *Treasuries*, presionando al alza las tasas de interés, creando así efectos de retroalimentación ([GFSR, octubre 2025](#)), como lo registrado en marzo de 2020. Sin embargo, el mercado mostró resiliencia en los días posteriores a los anuncios de tarifas por parte de EE. UU. durante abril de 2025. Por otro lado, un aumento repentino en tasas de mercado que reduzca la rentabilidad de los fondos mutuos de deuda podría generar solicitudes de rescate masivas que gatillen ventas forzadas de instrumentos como *Treasuries*, pudiendo reforzar el alza inicial de tasas ([GFSR, octubre 2025](#)). Adicionalmente, estas ventas en periodos de estrés y su impacto en el mercado pueden profundizar la corrección de precios de distintos tipos de activos, provocando demandas de liquidez adicionales y cambios en el apetito por riesgo, afectando a diversos participantes del mercado.

GRÁFICO 1.5 La deuda pública continúa elevada.
DEUDA BRUTA DE GOBIERNO (1)
(porcentaje del PIB)

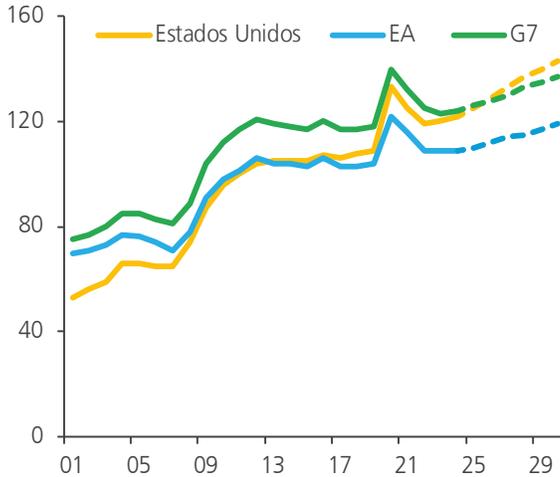


GRÁFICO 1.6 Tasas de interés de largo plazo permanecen en torno a niveles de años recientes.
TASAS SOBERANAS A 10 AÑOS (2)
(porcentaje)

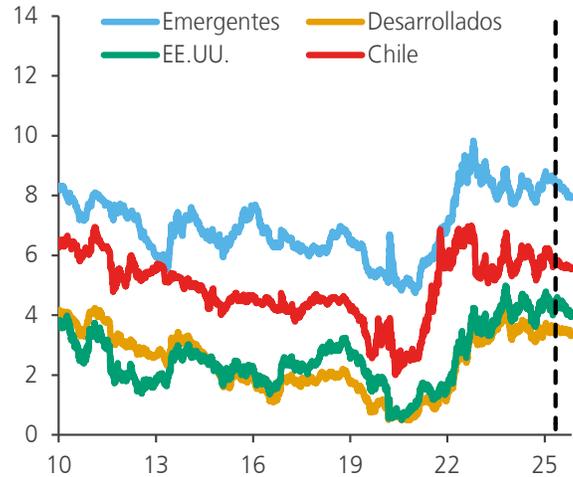
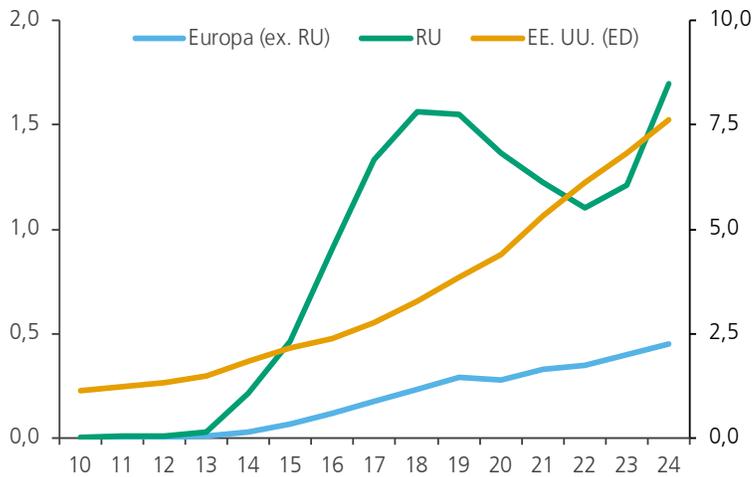


GRÁFICO 1.7 Mercado del crédito privado ha crecido en los últimos 15 años.

MERCADO CRÉDITO PRIVADO (3)
(porcentaje del crédito total)



(1) EA incluye un set de economías avanzadas definidas por el Fondo Monetario Internacional. (2) Línea negra corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. Desarrollados considera a: Australia, Alemania, Canadá, Corea, España, Estados Unidos, Italia, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Singapur y Suecia. Emergentes incluye a: Brasil, Chile, Colombia, Hungría, India, Indonesia, México, Perú, Polonia y Sudáfrica. (3) Se muestra el crédito privado como porcentaje del crédito total, definido como la suma de crédito privado más crédito bancario entregado al sector privado no financiero, por región del prestatario. El crédito privado es el volumen total de préstamos directos y respaldados por activos. Datos a diciembre de 2024.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, BIS y WEO de octubre 2025 del FMI.

SITUACIÓN FINANCIERA LOCAL

Las condiciones financieras locales registran una leve mejoría respecto al Informe anterior. Las tasas de bonos corporativos y bancarios (gráfico I.8), en conjunto con sus *spreads* (gráfico I.9) se han reducido desde el último Informe. Por su parte, tanto el nivel como la volatilidad de las tasas soberanas (gráfico I.10) han descendido desde el último Informe, situación que se repite en los *spreads* soberanos que han registrado caídas en el mismo período de tiempo (anexo estadístico). En tanto, el tipo de cambio se ha depreciado un 0,5% desde el último Informe, con niveles de volatilidad que han tendido a estabilizarse, los cuales se ubican por debajo lo registrado en los últimos 3 años (gráfico I.11). A su vez, el mercado bursátil local mantiene su acoplamiento a la dinámica de otras economías emergentes, que ha sido menor que la observada en el mercado accionario de EE. UU. (gráfico I.12). Además, la relación entre el precio y la utilidad esperada a 1 año de las acciones locales se ubica en niveles similares al Informe previo y en torno a su promedio de los últimos 10 años. Estos desarrollos han coincidido con entradas de flujos capitales desde principios de este año, tanto en Chile como en otras economías emergentes (gráfico I.13).

Las emisiones de bonos bancarios y corporativos locales han respondido primordialmente al refinanciamiento de pasivos. Las emisiones de renta fija corporativa local muestran un mayor dinamismo en los últimos meses (gráfico I.14), mientras que las emisiones bancarias locales continúan estables (gráfico I.15). Asimismo, se constata un mayor ritmo emisiones de bonos corporativos en el exterior (anexo estadístico). Las emisiones tanto corporativas como bancarias a nivel local tendrían como principal objetivo el refinanciamiento de pasivos. En este contexto, se observan elevados vencimientos —en comparación a lo registrado en la última década— de bonos corporativos y bancarios en los próximos 2 años, lo que como porcentaje del PIB equivale a 1,5% y 4,4%, respectivamente (gráfico I.16), que deben ser monitoreados.

Los mercados de intermediación financiera han funcionado con normalidad. Desde el último Informe, las tasas de mercado de corto plazo, así como también las tasas de créditos comerciales y de consumo (Capítulo III) han seguido de cerca los desarrollos de política monetaria local de los últimos meses, en que la TPM se ha reducido 25pb (gráfico I.17). Por su parte, el costo de financiamiento en pesos y en dólares a nivel local, medido por los *spreads* DAP-Swap y *spread on-shore* (anexo estadístico), respectivamente, han fluctuado en torno a sus medias históricas, sin dar cuenta de presiones de liquidez relevantes.

GRÁFICO I.8 Caen las tasas de interés de bonos corporativos de largo plazo.

TAŚAS BONOS CORPORATIVOS UF 10 AÑOS (1)
(porcentaje, media móvil 30 días)

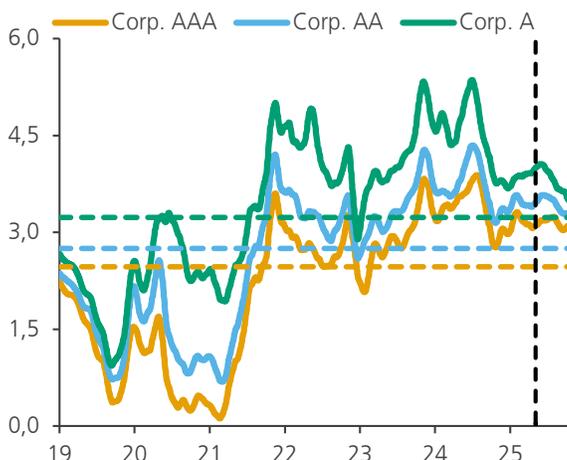
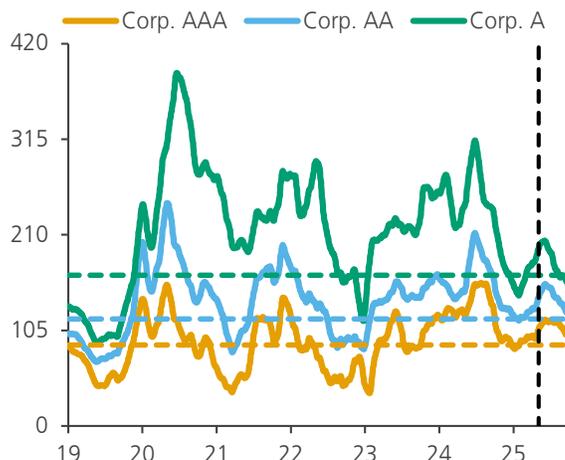


GRÁFICO I.9 Spreads corporativos también han descendido en los últimos meses.

SPREAD DE BONOS CORPORATIVOS UF 10 AÑOS (1)(2)
(puntos base, media móvil 30 días)



(1) Líneas horizontales representan los promedios de cada serie entre los años 2013 y 2019. Línea vertical negra indica cierre estadístico del IEF anterior. (2) *Spreads* calculados sobre SPC UF.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de RiskAmerica, utilizando tasas de bonos genéricos.

GRÁFICO I.10 Volatilidad de las tasas soberanas locales se ha reducido desde el Informe anterior.

VOLATILIDAD TASA SOBERANA EN PESOS A 10 AÑOS (1)
(puntos base)

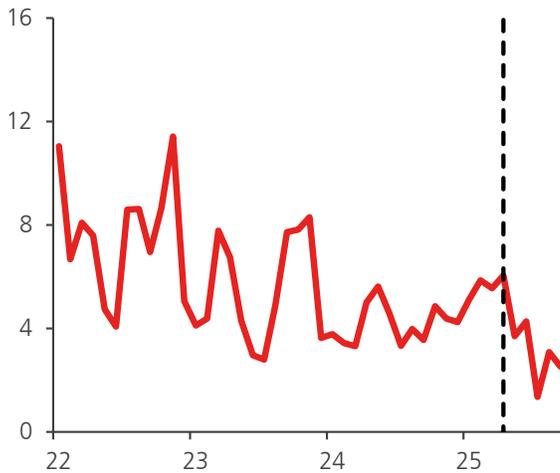


GRÁFICO I.11 Volatilidad cambiaria ha descendido en últimos meses.

VOLATILIDAD TIPO DE CAMBIO NOMINAL (2)
(porcentaje)

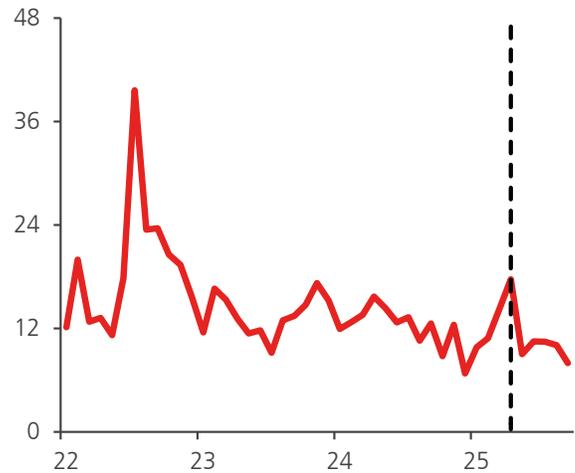


GRÁFICO I.12 Incremento de la bolsa local coincide con lo registrado en otras economías emergentes.

BOLSAS LOCALES ECONOMÍAS EMERGENTES Y S&P500 (3)
(índice base 100 = 03.01.2018)

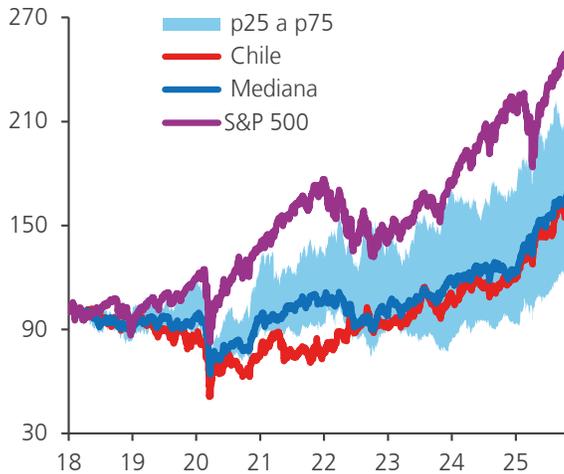
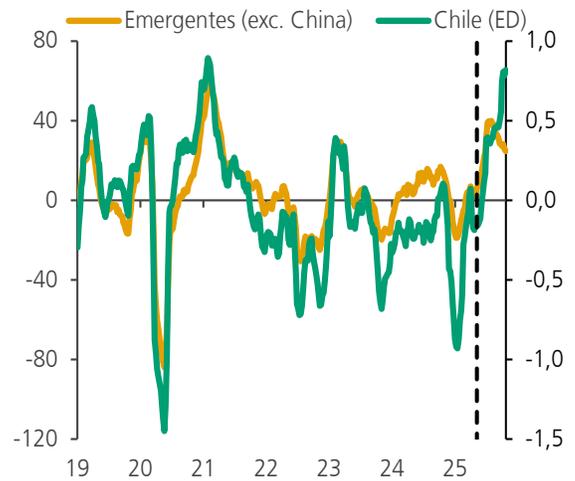


GRÁFICO I.13 Se han registrado entradas de flujos de capitales en 2025.

FLUJOS DE INVERSIÓN DE NO RESIDENTES (4)
(miles millones de dólares)



(1) Desviación estándar anualizada del cambio diario de la tasa soberana en pesos a 10 años. Línea vertical indica último dato incluido en el IEF anterior. (2) Desviación estándar anualizada del retorno diario del tipo de cambio nominal. Línea vertical indica último dato incluido en el IEF anterior. (3) Área muestra la diferencia entre el percentil 25 y 75 de la distribución de variaciones acumuladas desde ene.18 para un set de economías emergentes. Estas son: Brasil, Chile, Colombia, Hungría, India, Indonesia, México, Perú, Polonia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. (4) Corresponde a la suma móvil de 12 semanas de flujos de renta fija y variable, de fondos de inversión registrados por parte EPFR. La línea vertical negra corresponde a la semana del cierre estadístico del IEF anterior.

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

Los activos administrados por los fondos mutuos han continuado aumentando, superando niveles registrados previo a la pandemia (gráfico I.18). Destaca el incremento de los fondos que invierten en renta fija de mediano y largo plazo (tipo 3) y aquellos de libre inversión (tipo 6), cuyos activos muestran incrementos en términos reales de un 17,2% y 16,1% respectivamente, desde fines de abril de este año. En el caso de los fondos mutuos tipo 3, la inversión en bonos de Gobierno ha aumentado, por lo que, ante eventuales aumentos en las solicitudes de rescates, estos fondos podrían vender instrumentos de intermediación financiera en conjunto con estos instrumentos, reduciendo sus precios y elevando sus tasas *benchmark*. En todo caso, el crecimiento de los fondos de renta fija expone a estos intermediarios financieros a movimientos al alza de tasas de interés, situación que debe seguir siendo monitoreada.

Desde el último Informe, los activos de los fondos de pensiones continuaron aumentando, así como también su posición en derivados de tasas de largo plazo en dólares. En línea con el desempeño local e internacional de los mercados accionarios, los fondos menos conservadores han tenido un mejor desempeño respecto a los más conservadores (fondos C, D y E) desde el último Informe. La posición activa de los fondos de pensiones en derivados de tasas de interés en dólares de largo plazo se ha incrementado, al tiempo que ha aumentado la posición pasiva en plazos más cortos en dicha moneda (gráfico I.19). Este cambio en el portafolio de inversiones ha favorecido la rentabilidad y también la exposición al riesgo de alzas más pronunciadas en el tramo largo de la curva de rendimiento lo que genera potenciales necesidades de liquidez para cubrir llamados de margen. De esta forma, en escenario de estrés en los cuales las tasas de largo plazo suban abrupta y significativamente, puede llevar a estos fondos a tener que liquidar activos de renta fija local, tensionando esos mercados.

La liquidez del mercado de renta fija continúa en niveles bajos en perspectiva histórica, aun cuando se registra un alza paulatina en los últimos 3 años. Los montos transados en renta fija han continuado mostrando leves mejorías en los últimos años, debido principalmente a mayores transacciones de bonos soberanos en pesos en el mercado OTC. Este desarrollo ha coincidido con un incremento en la participación de inversionistas no residentes en el mercado de bonos soberanos. No obstante, en términos reales, las transacciones registradas actualmente equivalen a un 79% de lo registrado durante el año 2019, dando cuenta de un mercado que continúa menos profundo y líquido en comparación con el período prepandemia (gráfico I.20).

GRÁFICO I.14 Las emisiones corporativas locales repuntan durante este año.

EMISIONES BONOS CORPORATIVOS LOCALES (*)
(porcentaje del PIB)

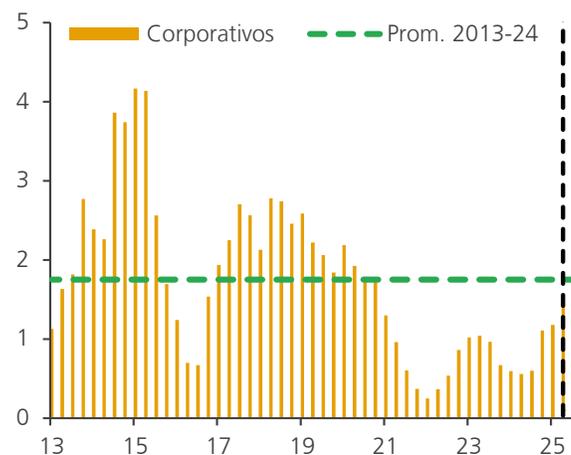
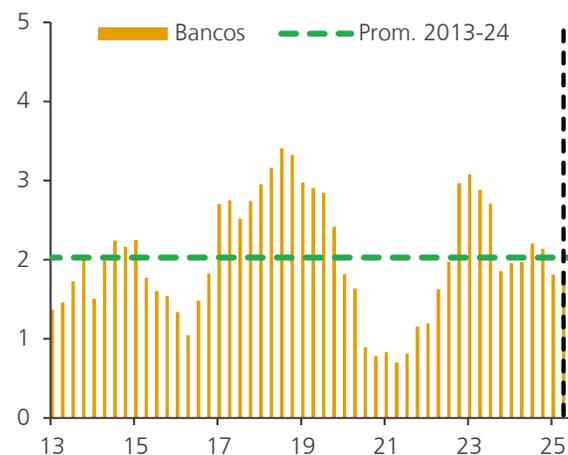


GRÁFICO I.15 Las emisiones bancarias locales se mantienen estables.

EMISIONES BONOS BANCARIOS LOCALES (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Datos trimestrales, último trimestre corresponde a 3T 2025. La línea vertical negra muestra el trimestre de publicación del IEF anterior. El numerador corresponde a la suma móvil de cuatro trimestres de emisiones. El denominador corresponde a una suma móvil de cuatro trimestres de la serie de PIB trimestral a precios corrientes.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bolsa de Comercio de Santiago, DCV y RiskAmerica.

GRÁFICO I.16 Se constatan elevados vencimientos de bonos bancarios y corporativos en los próximos 2 años.

VENCIMIENTO DE BONOS A DOS AÑOS (1)(2)
(porcentaje del PIB)

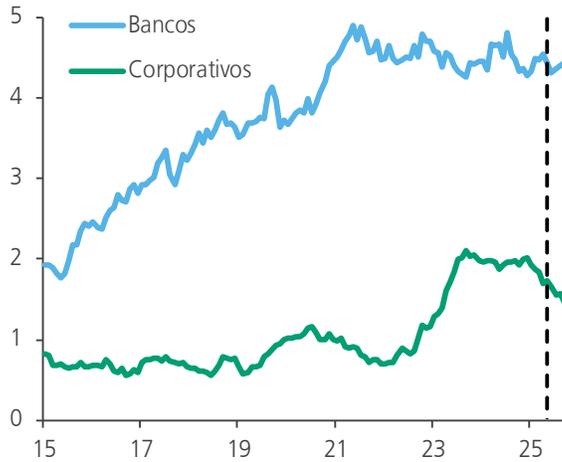


GRÁFICO I.17 Tasas de interés de corto plazo evolucionan acorde a desarrollos de política monetaria local.

TASAS SPC EN PESOS (1)
(porcentaje)

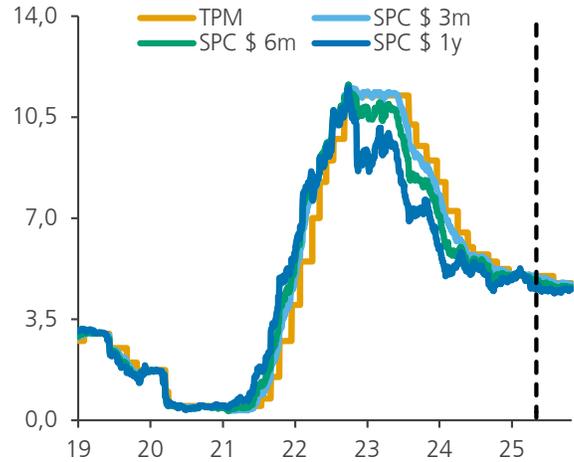


GRÁFICO I.18 Activos de fondos mutuos continúan incrementándose, mientras que los fondos de pensión lo hacen a un ritmo menor.

INVERSIONES DE FONDOS DE PENSIONES Y FONDOS MUTUOS (1)(3)
(porcentaje del PIB)

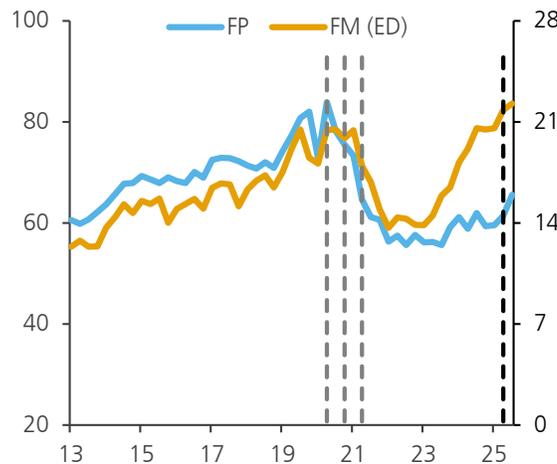
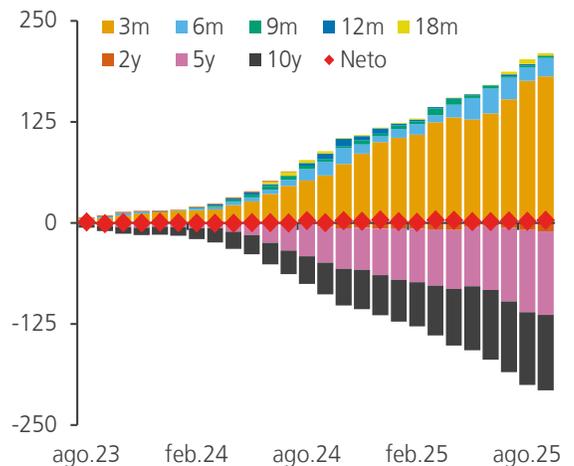


GRÁFICO I.19 Fondos de pensión han aumentado su exposición a pérdidas ante alzas de tasas de largo plazo.

MONTO VIGENTE NETO TOTAL POR PLAZO EN SWAP DE TASAS DE INTERÉS EXTRANJERA (4)
(miles de millones de dólares)



(1) Línea vertical negra indica cierre estadístico IEF anterior. (2) Numerador corresponde al *stock* de bonos con plazo residual menor a 730 días. El denominador corresponde a la suma móvil de cuatro trimestres del PIB a precios corrientes. 3T del PIB se estima en base a EEE de septiembre. (3) Datos trimestrales. Datos de 3T 2025 estimados en base a encuesta EEE de septiembre. Líneas verticales grises indican retiros de fondos de pensiones. (4) Valores positivos indican una posición neta de compra de tasa de interés variable de los fondos de pensiones (reciben tasa variable y entregan tasa fija), mientras que valores negativos indican una posición neta vendedora de tasa de interés variable (reciben tasa fija y entregan tasa variable).

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

PRINCIPALES RIESGOS

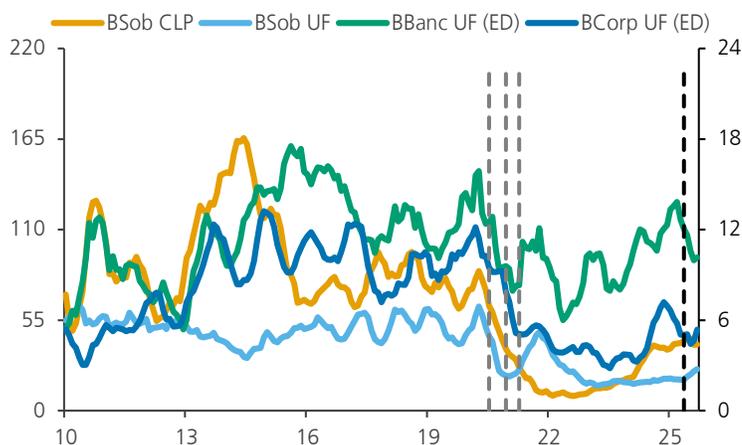
El principal riesgo para la estabilidad financiera local proviene de un posible deterioro del escenario global que podría estrechar abruptamente las condiciones de financiamiento. Existen diversos factores que podrían reducir el apetito por riesgo de los inversionistas, generar una descompresión global de *spreads* e implicar una caída en los precios de los activos financieros en los mercados internacionales, en un contexto de elevadas valoraciones de activos financieros globales. Una intensificación de las tensiones comerciales, geopolíticas, o institucionales, así como un impacto más pronunciado de dichas tensiones sobre la actividad o la inflación, o cambios en la percepción de los beneficios de las nuevas tecnologías que reduzcan las valoraciones de las empresas del sector y las expectativas de crecimiento agregadas, son factores que podrían estrechar las condiciones de financiamiento.

Una evaluación más negativa de la sostenibilidad fiscal de economías avanzadas podría elevar las tasas de interés de referencia del sistema financiero internacional. En el contexto de aumentos sostenidos de la deuda soberana de economías avanzadas, un incremento de las tasas de largo plazo soberanas incrementaría el costo de refinanciamiento de la deuda pública y el costo financiero de nuevas emisiones soberanas. Sumado a lo anterior, perspectivas de mayor deuda de largo plazo en Estados Unidos puede afectar directamente a la descompresión de *spreads* de economías emergentes respecto a economías desarrolladas a través del canal de premios por plazo (Recuadro I.1). Estos aumentos podrían verse amplificados y transmitidos a través de las interconexiones entre bancos e intermediarios financieros no bancarios.

Un deterioro de las condiciones macrofinancieras internacionales tendría efectos a nivel local. La materialización de estos escenarios de riesgo u otros similares podrían desencadenar salidas de capitales, aumentos en las tasas de interés, correcciones abruptas en los precios de bonos soberanos y movimientos en el tipo de cambio que interactúen con las vulnerabilidades financieras de usuarios y oferentes de crédito locales, en un contexto en que la profundidad de mercado continúa siendo baja en perspectiva histórica.

GRÁFICO I.20 La rotación de la renta fija ha mostrado una mejora paulatina desde 2022.

ÍNDICE DE ROTACIÓN DE LA RENTA FIJA (*)
(porcentaje, promedio semestre móvil)



(*) El índice de rotación de la renta fija contiene en el numerador la suma mensual de los montos transados a valor de mercado en pesos, considerando transacciones en la Bolsa de Comercio de Santiago y en el mercado OTC. El denominador contiene *stocks* nominales promedio por instrumento/moneda, convertidos a pesos con precios de cada fecha. Líneas verticales grises indican meses en los que se efectuaron retiros de fondos de pensiones. Línea vertical negra indica mes del IEF anterior.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del DCV y LVA índices.

RECUADRO I.1:

Riesgos de alza de premios por plazo en EE. UU. y traspaso a tasas soberanas locales

Las elevadas valoraciones de activos riesgosos en economías avanzadas estarían señalando un alto apetito por riesgo que podría revertirse ante diversos shocks. Las condiciones financieras externas han mostrado por algún tiempo una combinación de altas valoraciones de activos y spreads comprimidos ([GFSR, octubre 2025](#)), incluyendo un premio por plazo negativo en la deuda soberana estadounidense desde antes de la pandemia hasta fines de 2024, con un repunte acotado en 2025 que alcanzó 60 pb al cierre de este Informe (gráfico I.21). En este contexto, varios organismos internacionales han alertado sobre la posibilidad que diversos shocks pudiesen gatillar una reducción del apetito por riesgo de los inversionistas globales, correcciones en las valoraciones de activos, y descompresión de premios por riesgo, incluyendo el premio por plazo de la deuda soberana estadounidense.

Aumentos abruptos de este premio por plazo pueden afectar a la tasa de interés soberana chilena, que es la tasa de interés de referencia para el resto de las tasas de interés domésticas de mayores plazos. Las tasas de interés soberanas a 10 años en EE. UU. se correlacionan positivamente con las tasas de interés de similar madurez en países emergentes, como es el caso de Chile (gráfico I.6). Más aún, diversos estudios muestran que cambios en las tasas soberanas en EE. UU. se transmiten a tasas de países emergentes ([Albagli et.al, 2019](#); [Mehrotra et.al, 2019](#); [Caballero & Upper, 2026](#)). Esto ocurriría debido a que las tasas de los bonos del Tesoro son las tasas de referencia del sistema financiero global. Así, cuando el premio por plazo de estos instrumentos sube, y los inversionistas exigen una mayor compensación para mantener estos activos, la relación riesgo-retorno del resto de los activos se modifica y los portafolios globales se rebalancean.

La transmisión a tasas domésticas puede ser más pronunciada en situaciones en que la valoración de precios de activos riesgosos externos —notablemente en EE. UU— es particularmente alta. Esto se debe a que, en estas condiciones, un aumento del premio por plazo puede gatillar una descompresión más amplia de premios por riesgo ([GFSR, octubre 2017](#); [Menna et.al, 2025](#)).

Un ejercicio empírico muestra que un shock al premio por plazo de la tasa de interés soberana a 10 años de EE. UU. se traspasa más fuertemente a tasas de interés soberanas locales cuando la valoración de activos riesgosos externos es alta. Un indicador simple de esta valoración es el componente cíclico de la relación entre precio y utilidad esperada a 1 año de las acciones incluidas en el S&P 500. El gráfico I.22 muestra periodos en los que este indicador se encuentra en el cuartil superior de su distribución; que se consideran como de alta valoración. El gráfico I.23 muestra los resultados de usar una metodología de proyecciones locales ([Jordá, 2005](#)) en frecuencia semanal para estimar las respuestas dinámicas de la tasa de interés nominal soberana chilena ante un shock de 100 pb. al premio por plazo en EE. UU.^{1/} En promedio, la respuesta de las tasas locales muestra un aumento transitorio máximo en torno a 40 puntos base seis semanas después del shock. Sin embargo, en periodos de alta valoración de activos, esta respuesta se amplifica llegando a 80 pb. en el mismo horizonte y 100 pb. después de 30 semanas. Por su parte, ante el mismo shock, se constata una caída en la relación precio y utilidad esperada a 1 año de cotizaciones bursátiles estadounidenses, que es más profunda en contextos de alta valoración (gráfico I.24). Estos resultados son coherentes con la idea de que un aumento abrupto de estos premios por plazo, frecuentemente se dan en conjunto con una descompresión más general de premios por riesgo, y es en esos escenarios donde pueden tener un traspaso relevante en tasas locales.

^{1/} El shock de premio por plazo de EE. UU. corresponde al residuo de una regresión entre la variación semanal del premio por plazo y la variación semanal del componente riesgo neutral (ambos para la tasa nominal a 10 años de EE. UU.). Posteriormente se estima una regresión de proyecciones locales, donde la variable dependiente es la tasa nominal soberana de Chile a 10 años. Los regresores son el shock de premio por plazo y su interacción con una variable binaria que toma valor uno cuando el componente cíclico de la razón precio-utilidad esperada a 1 año se encuentra por sobre el percentil 75 de su distribución. Todas las regresiones controlan por 10 rezagos de la variable dependiente y por variaciones semanales del VIX. Inferencia estadística calculada en base a *block bootstrap*, con bloques de 52 semanas. Mayores detalles en Calani et al. (2025)

GRÁFICO I.21 Premios por plazo en deuda soberana de EE. UU. ha aumentado moderadamente en 2025.

SPREAD DE TASAS SOBERANAS DE CHILE Y EE. UU Y PREMIO POR PLAZO DE EE. UU A 10 AÑOS (puntos base)

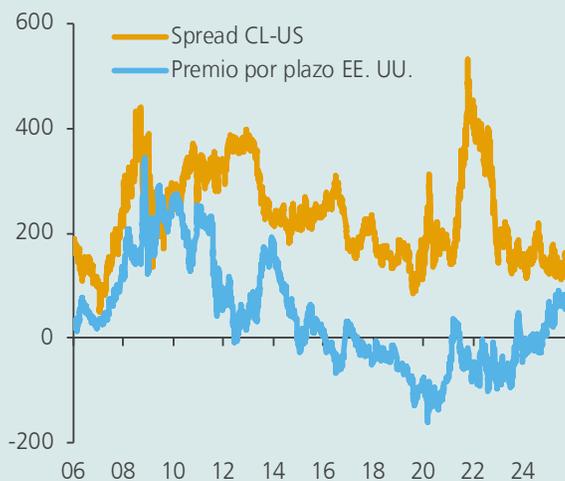


GRÁFICO I.22 Relación precio y utilidad esperada a 1 año de EE. UU. se ubica en niveles elevados.

COMPONENTE CÍCLICO DE LA RELACIÓN PRECIO Y UTILIDAD ESPERADA A 1 AÑO DE EE. UU. (1) (puntos porcentuales, datos semanales)

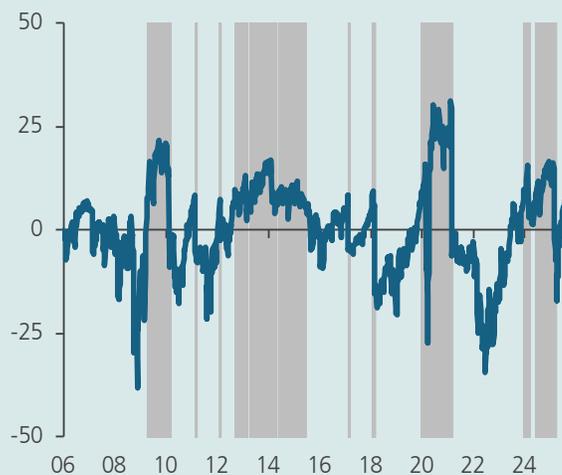


GRÁFICO I.23 Respuesta de tasas de interés locales ante shock en premios por plazo de EE. UU. es mayor en tiempos de alta valoración de activos en EE. UU.

RESPUESTA DE LA TASA DE INTERÉS NOMINAL A 10 AÑOS DE CHILE ANTE UN SHOCK DE 100 PB DE PREMIO POR PLAZO EN EE. UU (2) (puntos base, semanas)



GRÁFICO I.24 Valoración de otros activos riesgosos también cae después de un shock en premios por plazo de EE. UU.

RESPUESTA DE LA RAZÓN PRECIO A UTILIDAD ESPERADA ANTE UN SHOCK DE 100 PB DE PREMIO POR PLAZO EN EE. UU (2) (puntos porcentuales, semanas)



(1) Se descompone el componente cíclico y la tendencia de la relación precio y utilidad esperada a 1 año con datos semanales, en base a [Ravn & Uhlig \(2002\)](#). Áreas sombreadas corresponden a semanas donde el componente cíclico es superior al percentil 75 de su distribución histórica. (2) Alta valoración corresponde a momentos en que razón entre precio y utilidad esperada a 1 año de las acciones incluidas en el S&P 500 se encuentran por sobre el percentil 75 de la distribución. Baja valoración corresponde al resto de los casos. Los datos destacados con círculos son significativos al 95% utilizando *block bootstrap*.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y Federal Reserve Bank of New York.



II. USUARIOS DE CRÉDITO

Los indicadores de vulnerabilidad de los usuarios de crédito se han mantenido relativamente estables en los últimos seis meses, con algunas mejoras para empresas que reflejan el aumento de las ventas. En los hogares, las vulnerabilidades se mantienen en niveles bajos, similares a lo descrito en el Informe anterior. Así, la deuda en riesgo de las personas no muestra cambios relevantes. Las empresas disminuyeron sus indicadores de endeudamiento, carga financiera e impago, reflejando una menor vulnerabilidad financiera respecto del Informe anterior. Los ejercicios de tensión muestran una reducción generalizada de la deuda en riesgo, producto de la situación inicial de menor impago (excepto sector inmobiliario), mayores ventas y márgenes. No obstante, persiste la debilidad destacada en Informes anteriores en firmas del sector inmobiliario residencial —aunque con mejoras en algunos indicadores en los últimos meses— en empresas de menor tamaño y en una fracción de aquellas que accedieron a créditos FOGAPE durante la pandemia. En cuanto a las finanzas públicas, la persistencia de déficits estructurales por varios años ha reducido las holguras fiscales y ha aumentado la deuda. Mantener 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, permitiendo que los agentes locales dispongan de mejor acceso al financiamiento externo e interno a un menor costo. El principal riesgo financiero para estos agentes continúa siendo un estrechamiento abrupto de las condiciones de financiamiento por un deterioro del escenario externo, lo cual impactaría negativamente en su capacidad de pago.

EMPRESAS

La razón de endeudamiento de las empresas disminuyó en comparación al cierre 2024, principalmente por efecto de las mayores ventas. El endeudamiento agregado de las empresas no bancarias disminuyó a 106,5% del PIB durante el segundo trimestre de 2025 (gráfico II.1). En este resultado incidió la mejora en la actividad económica y la caída del crédito comercial, esto último explicado principalmente por factores del lado de la demanda ([ECB, tercer trimestre 2025](#)). El menor endeudamiento bancario, fue compensado en parte por la mayor deuda externa, a pesar de la apreciación del peso. En la misma dirección, las emisiones de bonos corporativos han mostrado mayor dinamismo que en años anteriores, tanto en el mercado local como en el externo (Capítulo I).

Las firmas que reportan sus estados financieros a la CMF mejoraron levemente sus indicadores. Estas empresas muestran mayores ingresos y flujos operacionales, niveles de liquidez estables y un descalce cambiario acotado^{1/}, lo que ha reducido sus vulnerabilidades. En el segundo trimestre del año, la rentabilidad alcanzó un 6,6% sobre los activos mientras que el endeudamiento y la cobertura de intereses se redujeron levemente a 0,7 veces el patrimonio y a 2,7 veces el gasto financiero respectivamente en comparación al Informe anterior (gráfico II.2).

^{1/} Los riesgos cambiarios asociados a la emisión de bonos externos 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](#)).

GRÁFICO II.1 La deuda de las empresas no bancarias ha disminuido como porcentaje del PIB.

DEUDA DE EMPRESAS NO BANCARIAS (1)(2)
(porcentaje del PIB, 2T. 2025)

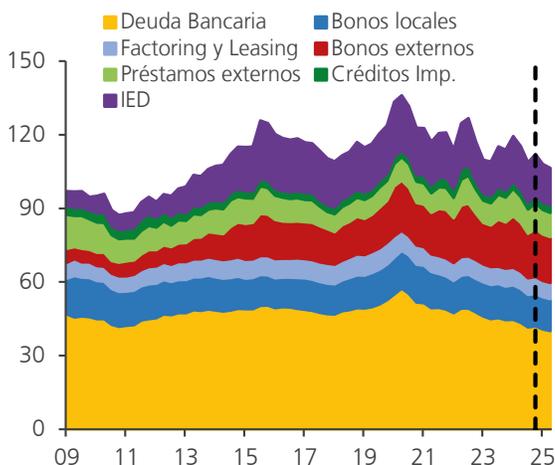


GRÁFICO II.2 Las firmas que reportan a la CMF redujeron levemente su endeudamiento.

INDICADORES FINANCIEROS (1)(3)

(porcentaje de activos totales; veces gastos financieros; veces patrimonio)

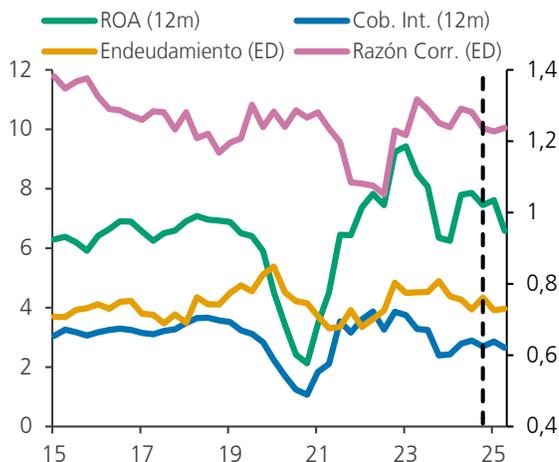


GRÁFICO II.3 El endeudamiento bancario de las empresas disminuyó levemente.

RAZÓN DEUDA SOBRE VENTAS (1)(4)

(veces ventas mensuales, promedio móvil trimestral, mediana)

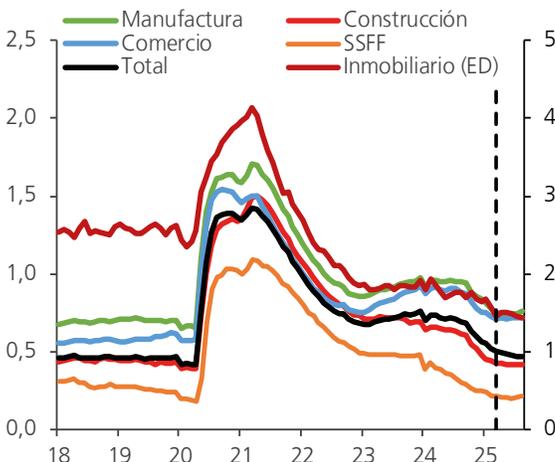
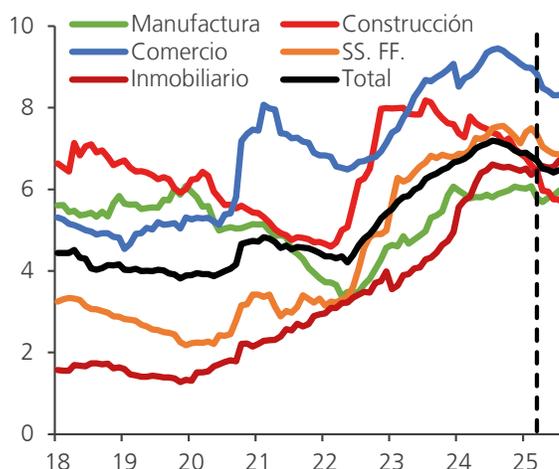


GRÁFICO II.4 El incumplimiento se redujo, excepto en los sectores inmobiliario y manufactura donde se mantuvo más estable.

CARTERA EN INCUMPLIMIENTO (1)(4)(5)

(porcentaje de la deuda)



(1) Línea vertical corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. (2) Basado en información a nivel de empresas a excepción de *factoring*, *leasing* y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. (3) 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. Razón corriente corresponde a activos corrientes sobre pasivos corrientes. No se consideran empresas estatales ni aquellas clasificadas en los sectores Servicios Financieros y Minería. (4) Empresas con financiamiento bancario local. No considera personas. (5) Cartera en incumplimiento corresponde a cartera C o grupal en incumplimiento. Para más información ver [Recuadro II.1 IEF Primer Semestre 2024](#).

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

Desde el Informe anterior, las empresas que se financian exclusivamente con la banca local disminuyeron levemente su endeudamiento como resultado de la mayor actividad (gráfico II.3). Algo similar se observó en la carga financiera sobre ventas, la cual disminuyó, además, producto de la caída generalizada en las tasas de interés comerciales del sistema bancario tanto por clasificación de riesgo como por estratos de ventas.

La evolución de las distintas medidas de impago bancario sugiere una vulnerabilidad financiera algo menor de las empresas, con algunas excepciones. En agosto de 2025, el incumplimiento de pago alcanzó 6,4% de las colocaciones comerciales^{2/}, algo por debajo del 6,7% visto en el Informe anterior, pero aún sobre los niveles registrados previo a 2019 (gráfico II.4). Esto es similar a la evolución de la mora comercial, que se ubica cercana al nivel registrado en el IEF anterior (Capítulo III). A nivel sectorial, destaca la caída en el incumplimiento de los sectores comercio, servicios financieros y de la construcción. No obstante, la situación del sector inmobiliario y de la construcción continúa debilitada (ver sección Sector Inmobiliario). Adicionalmente, persiste la relativa mayor vulnerabilidad en las firmas de menor tamaño y una fracción de las que obtuvieron créditos FOGAPE durante la pandemia (anexo estadístico).

EJERCICIO DE TENSIÓN PARA EMPRESAS^{3/}

Ante un escenario de tensión severo, la deuda en riesgo de no pago de empresas que se financian exclusivamente con la banca se reduce respecto al Informe anterior. Frente a la materialización de un escenario severo que contempla una caída pronunciada en las ventas y tasas de interés elevadas, la deuda en riesgo, correspondiente a las empresas que no podrían cumplir sus compromisos financieros, alcanzaría 2,0% del PIB con información a junio de este año (gráfico II.5). Este nivel, es menor al 2,4% del ejercicio en el Informe anterior con datos a diciembre de 2024. Esta reducción se explica por una mejor situación inicial de las empresas a las que se aplica el escenario de tensión. Esto se configura por un menor incumplimiento bancario entre ambos ejercicios (gráfico II.4) producto de mayores ventas y una caída en la carga financiera asociada a menores tasas de interés comerciales. Así, bajo tensión, el impacto del *shock* de ventas 0,22pp y el de tasas 0,15pp menor en comparación al Informe anterior términos de deuda comercial en riesgo, concentrándose en empresas grandes y medianas de los sectores comercio y manufactura^{4/}. Al cierre del ejercicio, no se observaron cambios relevantes en la carga financiera, ventas o impago, por lo que la deuda comercial en riesgo se habría mantenido estable en los últimos meses.

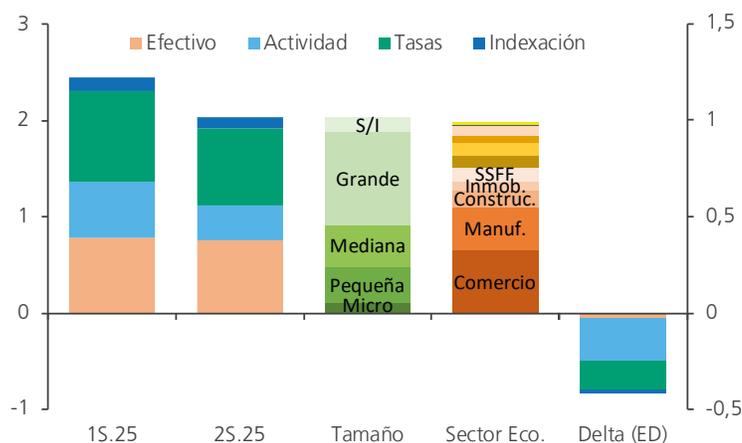
^{2/} La cartera en Incumplimiento incluye "a los deudores y sus créditos para los cuales se considera remota su recuperación, pues muestran una deteriorada o nula capacidad de pago" (CMF). En otras palabras, se consideran además de los deudores en impago, aquellos que han requerido una reestructuración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

^{3/} Ejercicio para empresas que se financian solamente con la banca local. 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.

^{4/} Este ejercicio considera adicionalmente 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.5 La deuda en riesgo de las empresas se redujo producto de la situación inicial de menor impago bancario efectivo (excepto sector inmobiliario), mayores ventas y márgenes.

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. A junio 2025 la participación en la deuda comercial de cada sector es: Comercio (18%); Construcción (13%); Inmobiliario (18%); Manufactura (7%); SS. FF. (15%); y Resto (29%).

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

SECTOR INMOBILIARIO

La situación del sector inmobiliario residencial continúa débil. La debilidad del sector inmobiliario se ha prolongado por varios años, lo que se ha reflejado en el aumento del incumplimiento bancario de las empresas del sector (gráfico II.4). Para enfrentar esta situación las inmobiliarias han gestionado sus requerimientos de liquidez de diversas formas, entre las que destacan: aportes de capital, financiamiento alternativo al bancario y reducción en su nivel de operaciones. Otro reflejo de esta debilidad es que el *stock* de viviendas en la RM sigue mostrando una importante concentración de unidades terminadas. Al tercer trimestre de 2025 cerca de la mitad del *stock* se encontraba listo para su entrega, por sobre el promedio alcanzado entre 2011 y 2019 (gráfico II.6). Como resultado de lo anterior, y asumiendo que las ventas se realizaran solo con unidades terminadas, actualmente se requerirían 14 meses para agotar el *stock* de viviendas terminadas en la RM, mientras que en el período antes mencionado (2011-19) se requerirían en promedio 7 meses.

Los precios de viviendas han mostrado un mayor ritmo de crecimiento en los últimos trimestres. El precio de viviendas aumentó 3% real anual al segundo trimestre de 2025, con un incremento mayor en las nuevas (gráfico II.7). No obstante, como se ha destacado en Informes previos, un ajuste a la baja de los precios de vivienda es parte de los escenarios de riesgo factibles.

Un escenario adverso de caída abrupta en los precios de las viviendas aumentaría las provisiones bancarias, con efectos reducidos sobre el capital de los bancos. Dado que el valor de las viviendas constituye la garantía de los créditos hipotecarios, una caída significativa en dicho valor afectaría la recuperación de estos créditos y obligaría a las instituciones financieras a incrementar provisiones para cubrir el mayor riesgo. Este mayor nivel de provisiones no tendría efectos relevantes sobre el capital bancario, gracias a los actuales mitigadores basados en la regulación prudencial relacionados con la razón deuda a garantía y con los criterios conservadores de valorización de colaterales ([Recuadro II.1 IEF, segundo semestre 2024](#)). En esta línea, al cuarto trimestre de 2024, se estima que 85% del *stock* de la deuda hipotecaria corresponde a créditos cuyo saldo es inferior al 80% del valor de la vivienda. No obstante, el grado de interconexión con la economía real y el sector financiero, relevan la importancia de mantener un monitoreo a la situación financiera de las empresas del sector.

En este escenario aun debilitado, se han observado algunas señales positivas desde el Informe anterior.

La entrada en vigor del programa FOGAES Apoyo a la Vivienda Nueva mejoró las condiciones de acceso a créditos hipotecarios de viviendas bajo 4.000 UF, dada la garantía estatal y el subsidio a la tasa de interés. Esto contribuyó a que las tasas hipotecarias bancarias disminuyeran, ubicándose en torno a 4,2% en septiembre de 2025, algo por debajo del promedio observado en los últimos tres años^{5/}. A su vez, al tercer trimestre de 2025 la demanda por créditos para la vivienda fue percibida como más fuerte respecto del trimestre previo (ECB). En este contexto, las ventas han presentado una mejora reciente, registrando en la Región Metropolitana un aumento de 18% en el tercer trimestre respecto al año previo. Sin embargo, el volumen de unidades vendidas aún se ubica 10% por debajo del promedio alcanzado en el período 2011 a 2019 (gráfico II.8). Por su parte, las tasas de interés de los créditos comerciales han disminuido, lo que ha aliviado la carga financiera de las firmas inmobiliarias y constructoras. El valor bursátil de las principales empresas inmobiliarias y constructoras acumuló ganancias en lo que va de 2025, registrando rentabilidades incluso sobre el IPSA, lo que sugiere una mejora en la percepción del sector. En esta línea, se han registrado colocaciones importantes de bonos en el mercado local, destinados al refinanciamiento de pasivos y nuevos proyectos. Adicionalmente, se ha observado una recuperación en la entrada de proyectos al catastro de la CBC.

En el sector no residencial, la tasa de vacancia en oficinas permanece en valores elevados, en torno a 10% durante la primera mitad de 2025. En bodegas, entre 2017-2020 la vacancia promedio fue de 6%, situándose en 5% al cierre de 2024, donde el ajuste estuvo acompañado de una caída en los precios en los últimos años. A marzo de 2025, la exposición de los Fondos de Inversión Públicos (IFP) al sector inmobiliario local alcanzó 19% de sus activos, mientras que la exposición de las CSV se ubicó en torno a 28%, al cierre del primer semestre^{6/}.

GRÁFICO II.6 Stock de viviendas terminadas sigue elevado
STOCK DE OFERTA DE VIVIENDAS NUEVAS (1)(2)
(miles de unidades)

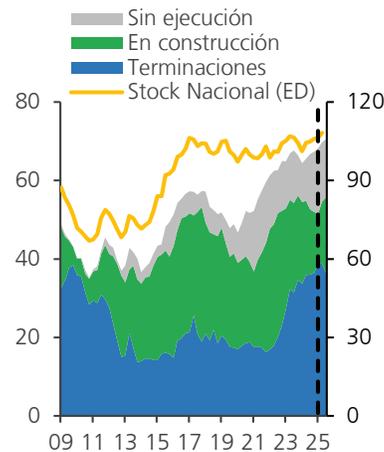


GRÁFICO II.7 Precios de viviendas continúan creciendo
ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDAS TOTAL (IPV) (1)
(Índice, 100=2015.T1)

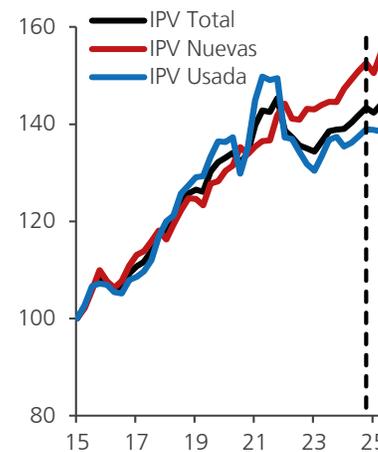
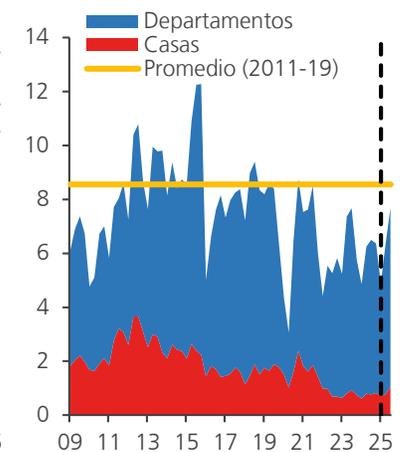


GRÁFICO II.8 La venta de viviendas aumentó en el 3T.25
VENTA DE VIVIENDAS NUEVAS: RM (1)
(miles de unidades, ventas trimestrales)



(1) Línea vertical corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. (2) Áreas representan stock en la Región Metropolitana.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CChC y SII.

^{5/} Más información en [Base de Datos Estadísticos](#).

^{6/} [Reporte Inmobiliario 2025, ACAFI](#). La exposición de las CSV considera la suma de inversiones inmobiliarias (16%) y mutuos y letras hipotecarias (12%). No considera inversiones a través de instrumentos financieros como fondos de inversión o acciones ([Informe Financiero del Mercado Asegurador, junio 2025](#)).



HOGARES

El ahorro y la riqueza de los hogares se mantuvieron estables en comparación al Informe anterior. El crecimiento de los ingresos, así como la trayectoria del consumo, permitieron que la tasa de ahorro se ubicara en 5,5% del PIB en el segundo trimestre de este año, nivel similar al observado a fines de 2024 ([CNSI 2T.25](#))^{7/}. Un mayor ahorro permite a los hogares ser más resilientes frente a una potencial pérdida de ingresos en el futuro. En tanto, la riqueza financiera neta se situó en 121,6% del PIB, aumentando levemente en comparación al Informe anterior. Respecto del mercado laboral, el desempleo se ubicó en 8,5% en el trimestre móvil julio-septiembre de 2025, mientras los salarios reales crecieron cerca de 2% anual al mes de agosto ([INE](#)), disminuyendo marginalmente su ritmo desde lo observado en el Informe anterior^{8/}.

En los hogares, las vulnerabilidades se mantienen en niveles bajos, similar a lo descrito en el Informe anterior. En un contexto de debilidad del crédito a personas (Recuadro II.1) el endeudamiento tuvo una leve disminución en los últimos seis meses, excepto para quienes se ubican en el quintil de mayores ingresos (gráfico II.9). La carga financiera sobre ingreso no presentó cambios relevantes en el agregado (gráfico II.10)^{9/}. No obstante, los deudores de menores ingresos —quintiles 1 y 2— cambiaron la tendencia decreciente que venían mostrando por varios años, con una incipiente subida que se asocia a mayor uso de crédito de consumo rotativo. Este tipo de deuda involucra tasas de interés superiores a las de créditos de consumo en cuotas y típicamente lleva consigo mayor riesgo de impago. Una mayor carga financiera aumenta la vulnerabilidad ante *shocks* adversos, especialmente en aquellos hogares de menores ingresos y más endeudados. Si bien algunos segmentos presentan una vulnerabilidad algo mayor, esto no implica un riesgo de carácter sistémico, dada su menor participación en la cartera bancaria.

Respecto del Informe anterior, la deuda en impago de los créditos de consumo e hipotecarios no tuvo mayores cambios. Dicho indicador, que computa la deuda de las personas en mora respecto de la deuda total, se ubicó en junio en 10,4% para créditos de consumo y en 2,5% para créditos hipotecarios. Estas cifras son similares al 11,5% y 2,4% registrados en diciembre del año pasado, respectivamente (gráfico II.11). El indicador de deuda impaga, que se basa en datos administrativos, es una aproximación de la mora contable. Dado el distinto origen, difieren en sus niveles, pero muestran dinámicas similares, ya que ambos retornan en el agregado a valores cercanos a los vistos antes de 2019 en ambas carteras (Capítulo III). Asimismo, para el mismo período previo, tanto la composición como el perfil de quienes se encuentran morosos en su deuda hipotecaria son similares a lo visto en aquel entonces ([Recuadro II.1, IEF primer semestre 2025](#)).

^{7/} De acuerdo con el informe de [Cuentas Nacionales por Sector Institucional](#), en el segundo trimestre del año, el ingreso disponible bruto de los Hogares aumentó 9,1% nominal anual con respecto al mismo periodo del año anterior. Este resultado se debió principalmente a las rentas de la producción (salarios e ingresos de independientes), que aumentaron anualmente en 5,2% con una incidencia de 4,3pp, seguido de las rentas de la propiedad —a través de los retiros de rentas— en 3,6pp.

^{8/} Adicionalmente, la masa salarial presentó un crecimiento anual de 2,5% a julio 2025. Mas información en [Informe de Política Monetaria septiembre 2025](#).

^{9/} El endeudamiento y la carga financiera reportados con microdatos presentan diferencias con lo presentado en la [Encuesta Financiera de Hogares \(EFH\)](#). La EFH considera al hogar como unidad de análisis y recopila información autodeclarada sobre: ingresos totales, distintos tipos de deuda (bancaria, no bancaria e informal) y carga financiera. En contraste, los indicadores presentados en esta sección se basan en datos administrativos, utilizando como unidad de análisis a individuos con ingreso laboral formal, limitando el universo a deudores registrados en el sistema bancario y algunas instituciones no bancarias.

GRÁFICO II.9 En el agregado, el endeudamiento de los hogares tuvo una leve disminución en los últimos seis meses.

RAZÓN DEUDA BANCARIA – INGRESO (1)(2)
(veces el ingreso mensual, mediana, prom. móvil 6 meses)

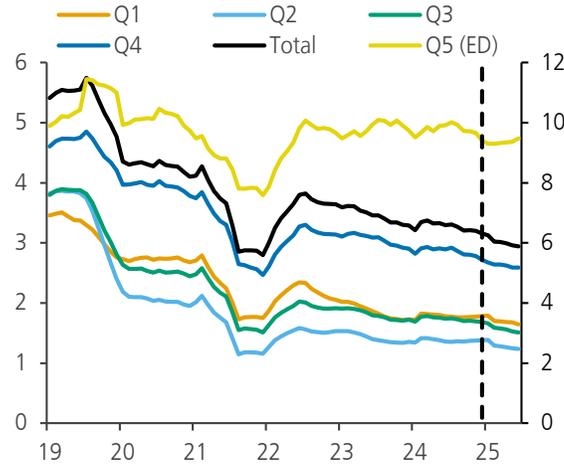


GRÁFICO II.10 La carga financiera sobre ingresos no presentó cambios relevantes en el agregado.

RAZÓN CARGA FINANCIERA – INGRESO (1)(2)
(porcentaje del ingreso mensual, mediana, prom. móvil 6 meses)

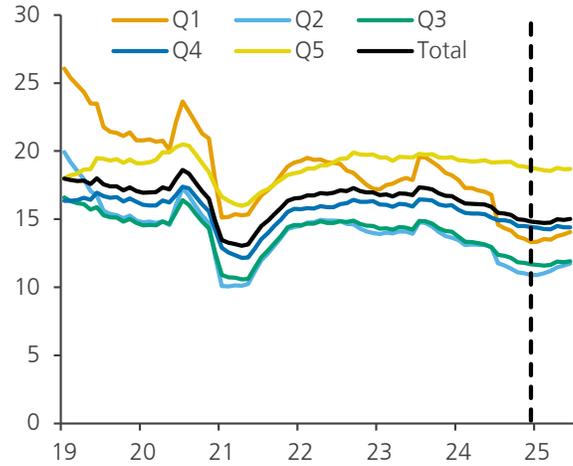


GRÁFICO II.11 La deuda en impago de los créditos de consumo e hipotecarios no tuvieron mayores cambios.

ÍNDICE DE DEUDA IMPAGA (1)(2)(3)
(porcentaje de deuda de cada grupo)

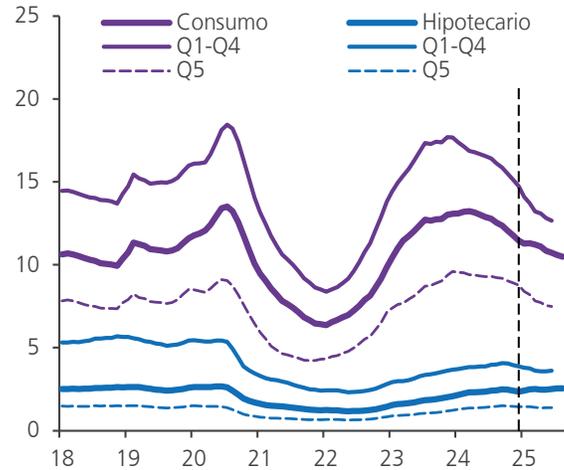
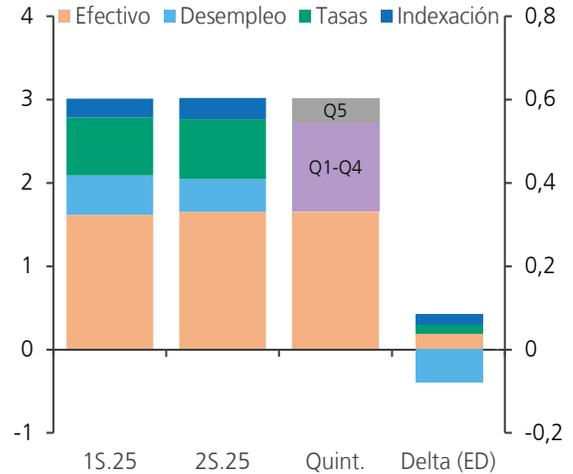


GRÁFICO II.12 La deuda en riesgo de los hogares es similar a la del IEF anterior.

DEUDA EN RIESGO (1)(4)
(porcentaje del PIB)



(1) Q1 hasta 450mil, Q2 hasta 680mil, Q3 hasta 1M, Q4 hasta 1.6M, Q5 hasta 5.2M. Quintil 5 truncado en tope imponible.

(2) Línea vertical corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. (3) Totales por cartera a agosto 2025. (4) Deuda en riesgo corresponde a la deuda individual multiplicada por la probabilidad de impago de cada deudor por cartera.

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

EJERCICIO DE TENSION DE HOGARES^{10/}

Ante un escenario de tensión severo, la deuda en riesgo de los hogares se mantiene en el nivel del Informe anterior. El escenario de tensión se caracteriza por un rápido aumento en el desempleo, alza en las tasas de interés y mayor inflación, lo cual en su conjunto reduce los ingresos laborales y encarece el pago de obligaciones, la deuda de los hogares que entraría en impago se ubica en 3% del PIB (gráfico II.12). Esta cifra es similar a la del ejercicio anterior y que se sitúa algo por debajo de lo registrado previo a 2019. Dos factores explican este resultado. Por un lado, las condiciones iniciales sobre las que se aplica el escenario de tensión empeoraron marginalmente por un leve aumento de la deuda hipotecaria efectivamente en impago. Por otra parte, el crecimiento de la masa salarial real, aunque moderado, resultó en un menor impacto del *shock* de desempleo aplicado. Bajo el escenario de tensión, la deuda en riesgo sigue concentrada en los quintiles de menores ingresos. Información posterior al cierre del ejercicio de tensión (junio de 2025) sugiere que la deuda en riesgo efectiva se habría mantenido estable en los últimos meses.

GOBIERNO CENTRAL

Como se ha señalado en informes previos, la persistencia de déficits estructurales por varios años ha reducido las holguras fiscales y ha aumentado la deuda pública. De acuerdo a las proyecciones oficiales, la deuda bruta del gobierno central alcanzará 42,4% del PIB a fines de 2025 ([IFP3T.25](#)) (gráfico II.13). Esto representa un aumento de 0,2pp del PIB respecto a lo proyectado en el segundo trimestre (42,2% del PIB, [IFP2T.25](#)) y de 0,7pp del PIB respecto al cierre de 2024 (41,7% del PIB). El aumento de la deuda durante los últimos años se ha explicado principalmente por los déficits fiscales y la mayor participación de gastos financieros y de capital, tales como bonos de reconocimiento, compra de cartera de Crédito con Aval del Estado y capitalización de empresas públicas, entre otros. Si bien las proyecciones oficiales indican que el nivel de deuda definido como prudente por la autoridad no sería superado en los próximos años, existen escenarios de riesgo como ha señalado el CFA ([CFA, 2025](#))^{11/}. Con todo, la clasificación crediticia de Chile fue recientemente ratificada por Moody's (A2) y S&P (A), con perspectiva estable, basada principalmente en una expectativa de consolidación fiscal en los próximos años. Mantener la cautela en las cuentas fiscales es fundamental para preservar adecuadas condiciones de financiamiento de hogares y empresas y también para la capacidad de la economía de mitigar el impacto de futuros *shocks*.

El perfil de vencimientos de la deuda la expone a posibles alzas en las tasas de interés externas. Un 39% de la deuda del gobierno central que vence en los próximos diez años se concentra entre 2028-2030^{12/}. En el actual escenario no se puede descartar que las tasas de interés de largo plazo a nivel internacional se incrementen (Capítulo I), empeorando las condiciones de renovación de esta deuda y aumentando el gasto en intereses. Adicionalmente, un 34% de la deuda se encuentra pactada en moneda extranjera ([Reporte Trimestral de Deuda Bruta del Gobierno Central, junio 2025](#)), por lo que su costo también se encuentra expuesto a la variación del tipo de cambio, riesgo que debe ser monitoreado ([CFA, 2025](#)).

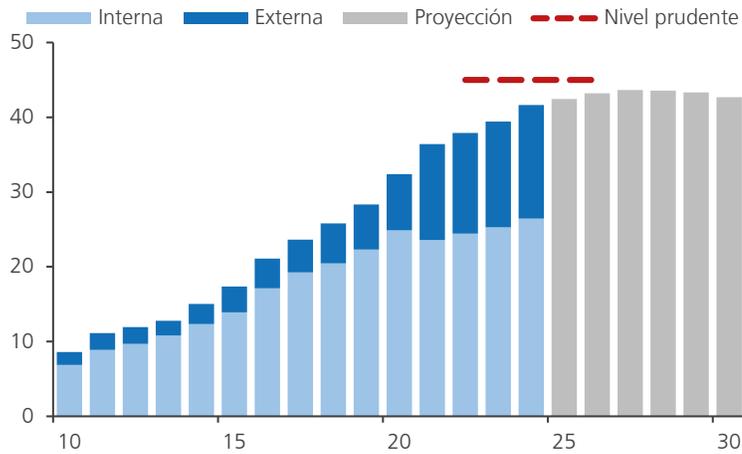
^{10/} Los ejercicios de tensión evalúan el efecto potencial de *shocks* en escenarios de estrés extremos, de baja probabilidad y alto impacto. Estos ejercicios son de naturaleza parcial, pues no modelan las reacciones de los agentes y no constituyen proyecciones. Mayor detalle en [Recuadro V.1 del Informe 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.

^{11/} 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 período 2022-2026. En este contexto, se determina un nivel prudente de deuda de 45% del PIB.

^{12/} El 37% del total de los bonos soberanos vencen entre este año y el 2030.

GRÁFICO II.13 La deuda bruta del gobierno central ha aumentado y alcanzará el 42,4% del PIB a fines de 2025.

DEUDA BRUTA DE GOBIERNO CENTRAL (*)
(porcentaje del PIB)



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

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

RECUADRO II.1:

Liquidez de los hogares y demanda por créditos de consumo a la luz de la Encuesta Financiera de Hogares

Desde el inicio de la pandemia el crédito de consumo ha mostrado debilidad, con periodos prolongados de contracción real. Durante 2020 y 2021 las colocaciones se redujeron fuertemente, mostrando una recuperación parcial y transitoria en 2022. Desde entonces, las tasas de crecimiento han sido moderadamente negativas (IEF 2S 2024, 1S 2025), mostrando una incipiente recuperación real anual en la punta. Coherente con estos desarrollos, la recientemente publicada EFH 2024 da cuenta de una reducción importante en la tenencia de deuda de consumo —porcentaje de hogares que declaran deuda con estos fines—, especialmente para préstamos bancarios en cuotas (gráfico II.14).

La EFH 2024 recoge información importante sobre la situación financiera de los hogares, en particular su endeudamiento y motivos de éste, dando cuenta y contribuyendo al entendimiento de la debilidad de las colocaciones de consumo. La encuesta muestra un aumento en el porcentaje de hogares sin deudas, pasando de 33,6% en 2017 a 48,6% en 2024, lo que consolida la fuerte caída observada en 2021 (EFH 2024). Por su lado, el indicador de razón carga ingreso —RCI, que mide el porcentaje del ingreso mensual que un hogar destina al pago de deudas— se ubicó en 26,4% en 2024, que es similar al nivel de 24,7% en 2017. La proporción de hogares con un RCI superior al 40% disminuyó de 21,7% en 2017 a 17,4% en 2024. Por otro lado, la EFH 2024 no muestra evidencia de que los hogares estén recurriendo a fuentes alternativas de financiamiento: la tenencia de “otras deudas no bancarias” alcanza 6,0%, que es incluso menor que en 2017 (6,8%). Finalmente, la proporción de hogares que no han solicitado créditos durante el último año ha aumentado respecto de 2017 (de 83% a 89%). De éstos, los que declaran “no necesitarlo” como la principal razón también se incrementan respecto a rondas anteriores (tabla II.1).

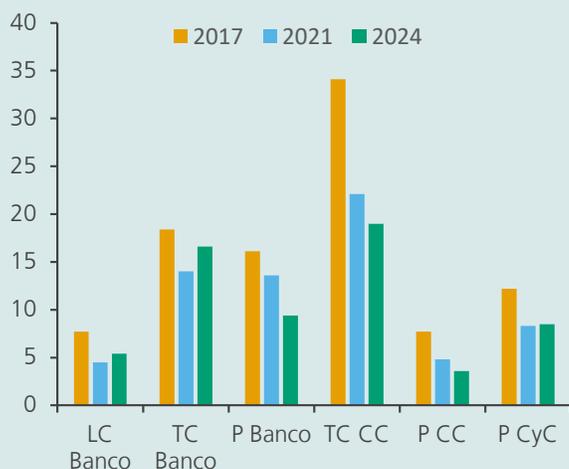
Distintos factores han contribuido a una menor demanda por financiamiento por parte de los hogares: entre ellos, la mayor liquidez recibida durante la pandemia. Producto de medidas como los retiros previsionales, los hogares recibieron liquidez que acumularon en cuentas corrientes y vista (Cerletti et al., 2025), así como en depósitos a plazo. Esta mayor liquidez disponible causó una caída del endeudamiento de corto plazo de algunos hogares: sumado al pago de deudas previas (Cerletti et al., 2023), también implicó una menor probabilidad de demanda por crédito posterior. Estos saldos han disminuido paulatinamente y en la actualidad se encuentran levemente por sobre su nivel previo a la pandemia (gráfico II.15)

La liquidez recibida por los hogares en pandemia también podría tener un efecto indirecto, a través de una menor necesidad de financiamiento de compra de durables. El gasto en bienes durables experimentó una expansión significativa entre el tercer trimestre de 2020 y fines de 2022 (gráfico II.15), impulsado en gran parte por la liquidez provista por los retiros previsionales y el IFE Universal (Hadzi-Vaskov et al., 2025). Desde 2023, este gasto, como porcentaje del PIB, se contrajo y permanece por debajo de su nivel previo a la pandemia, coherente con la compra infrecuente de este tipo de bienes (Adda y Cooper, 2000; Mian y Sufi, 2009). Las distintas olas de la EFH han mostrado consistentemente que la principal motivación reportada por los hogares para contraer deuda de consumo es la compra de vehículos y otros bienes durables (tabla II.2), en línea con la evidencia internacional sobre el vínculo entre compras de durables y endeudamiento de los hogares (ECB, 2020; Gavazza y Lanteri, 2021). Por lo tanto, la debilidad en este tipo de gasto podría a su vez contribuir en el margen a una menor demanda de crédito.

Hacia adelante, es relevante seguir monitoreando los distintos factores que afectan el endeudamiento de corto plazo de los hogares. En particular, la persistencia de los canales destacados en este recuadro dependerá, por un lado, de la velocidad con que los hogares reduzcan sus activos líquidos, y la depreciación de los bienes durables adquiridos durante la pandemia. Entre otros factores importantes, usualmente monitoreados en este informe, están el ingreso de los hogares, su ahorro, y su capacidad de enfrentar gastos imprevistos. La EFH 2024 permitirá explorar con mayor detalle la situación de los hogares en varias de estas dimensiones.

GRÁFICO II.14 La tenencia de deuda de consumo se ha reducido respecto a su nivel previo a la pandemia.

TENENCIA DE DEUDAS DE CONSUMO (1)
(porcentaje de hogares)



(1) Porcentaje de hogares que reporta tener cada tipo de deuda. LC Banco: líneas de crédito bancarias. TC Banco: tarjetas de crédito bancarias. P Banco: préstamos de consumo bancarios. TC CC: tarjetas de crédito de casas comerciales. P CC: préstamos de consumo de casas comerciales. P CyC: préstamos de cajas de compensación y cooperativas. (2) A partir de series a precios constantes de 2021.T4. Eje izquierdo: Activos líquidos: saldos en cuentas corrientes, cuentas vista y depósitos a plazo de personas naturales, como porcentaje del PIB. Cuentas vista y depósitos a plazo de personas fueron imputadas para el período 2017-2018. Eje derecho: Gasto en durables: gasto en bienes durables de hogares e IPSFL como porcentaje del PIB. Colocaciones de consumo: flujo de colocaciones bancarias de consumo, como porcentaje del PIB. Basada en balances individuales, sin incluir rotativos de tarjetas. Línea vertical indica el inicio de la pandemia.

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

GRÁFICO II.15 Los activos líquidos y el gasto en durables crecieron fuertemente durante la pandemia, mientras las colocaciones de consumo se contraían.

ACTIVOS LÍQUIDOS, FLUJO DE COLOCACIONES DE CONSUMO Y GASTO EN DURABLES (2)
(porcentaje del PIB)

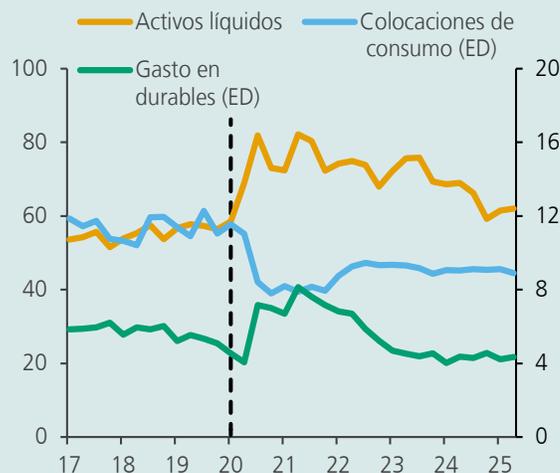


TABLA II.1 En la EFH 2024 se incrementó la fracción de hogares que no solicita créditos y que declara no necesitarlos.

SOLICITUDES DE CRÉDITOS Y RAZONES PARA NO SOLICITAR (3)
(porcentaje de hogares)

| Hogares que no solicitan crédito | 2017 | 2021 | 2024 |
|------------------------------------|------|------|------|
| No solicitó | 82,6 | 90,0 | 89,3 |
| Razón para no solicitar | | | |
| No lo necesita | 38,6 | 40,9 | 49,2 |
| No le gusta pedir créditos | 30,7 | 24,0 | 20,3 |
| No podría hacer frente a los pagos | 17,3 | 20,1 | 17,9 |
| No se lo concederían | 11,3 | 3,7 | 3,4 |
| Otras razones | 2,1 | 11,4 | 9,1 |

TABLA II.2 La principal razón para utilizar deuda de consumo es la compra de durables.

MOTIVACIONES DE ENDEUDAMIENTO (4)
(porcentaje de hogares)

| Motivación | 2017 | 2021 | 2024 |
|--------------------------------|------|------|------|
| Vehículos y otros durables | 28,3 | 34,9 | 28,2 |
| Mercadería y otros no durables | 12,0 | 13,7 | 19,3 |
| Cancelar otras deudas | 14,2 | 13,6 | 12,5 |
| Compra de vestuario | 11,5 | 5,2 | 7,1 |
| Tratamiento médico | 6,3 | 7,6 | 6,7 |
| Remodelaciones | 5,5 | 6,8 | 6,7 |
| Otras | 22,2 | 18,3 | 19,5 |

(3) Porcentaje de hogares que solicitó créditos o ampliaciones de cupo en los 12 meses anteriores a la entrevista, y porcentaje que declara como principal razón para no pedir crédito entre aquellos que no han solicitado créditos ni aumentos de cupos. Otras razones incluye No cumplir requisitos mínimos (2021 y 2024) y Tasas de interés muy altas (2024). (4) Principal motivación para solicitar deudas de consumo, condicional en tenencia. Excluye préstamos educacionales.

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



III. OFERENTES DE CRÉDITO

La banca local se encuentra en una situación financiera que le permitiría enfrentar en buen pie los riesgos del escenario macro financiero. Sus niveles de capital y liquidez superan los requerimientos regulatorios y la rentabilidad es algo mayor a los promedios históricos. El crédito todavía se mantiene débil aun cuando se observan algunas señales de recuperación en los datos más recientes. En tanto, la morosidad muestra cierta estabilización, la que estaría cubierta con las provisiones y garantías que disponen los bancos. Por su parte, los ejercicios de tensión señalan que la banca se mantiene solvente ante un escenario adverso severo. Bajo la métrica más exigente del CET1, los resultados indican que los bancos tienen capacidad para enfrentar shocks, pero podrían utilizar parte de los colchones previstos para dichos escenarios.

SITUACIÓN DE LOS OFERENTES

Desde el Informe anterior, el crédito bancario muestra algunas señales de recuperación, mayormente asociadas a la cartera comercial. Las colocaciones bancarias totales han mostrado variaciones positivas en los últimos meses, a diferencia de las caídas registradas hasta el IEF previo. El stock de colocaciones comerciales aumentó en los últimos meses, contrastando con las contracciones de los tres años previos (gráfico III.1). En esta cartera, las condiciones de oferta de crédito se han mantenido estables, mientras que las tasas de interés a distintos plazos exhiben un descenso en línea con sus tasas de referencia. Este escenario daría cuenta de una demanda que continúa debilitada, pero con algunas señales de recuperación incipientes. Lo anterior también lo sugieren los resultados de las encuestas como la Encuesta de Percepciones de Negocios (EPN) y la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) más recientes. Por su parte, la expansión de las colocaciones de consumo se explica por el mayor uso de tarjetas de crédito, principalmente las emitidas por las sociedades de apoyo al giro (SAG)^{1/}. Las colocaciones del segmento vivienda continúan con un crecimiento estable (1,5%), registrándose un aumento de flujos hipotecarios en lo reciente, dando cuenta del impacto del programa Fogaes vivienda (Capítulo II).

Los indicadores de riesgo de crédito de la banca se han estabilizado. La fracción de la cartera comercial que se encuentra en mora se ubica en torno a 2,6% de las colocaciones, cifra similar lo observado en el Informe anterior, aunque sobre sus promedios históricos (gráfico III.2). De la misma forma, el incumplimiento de pago de las colocaciones comerciales ha mostrado alguna mejora respecto del IEF previo (Capítulo II). La morosidad del segmento de consumo no registra cambios significativos desde el último IEF, mientras la mora de vivienda ha atenuado su crecimiento. Asimismo, la cobertura de provisiones se ha mantenido sin cambios relevantes, aunque algo por debajo de sus patrones históricos para la cartera comercial y de vivienda, dado el mayor uso de cobertura de garantías (anexo estadístico).

^{1/} Corresponden a filiales bancarias creadas con el objetivo de facilitar el cumplimiento de sus funciones o realizar ciertas operaciones relacionadas con el giro bancario, sin captar dinero del público.

GRÁFICO III.1 La variación anual del stock de crédito ha mostrado algunas señales de recuperación
CRECIMIENTO DE LAS COLOCACIONES (1)(2)
 (variación real anual, porcentaje)

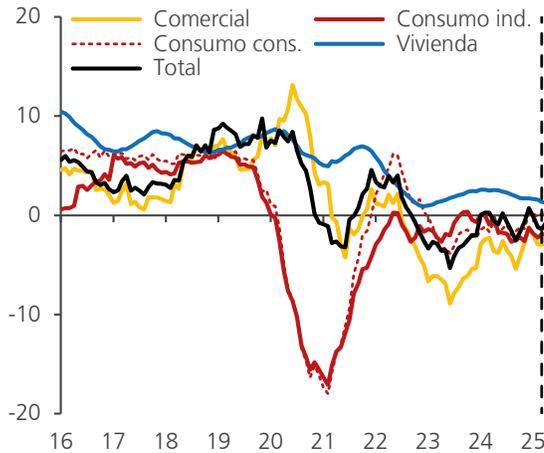


GRÁFICO III.2 Los ratios de morosidad se han estabilizado
ÍNDICE DE MORA DEL SISTEMA (1)(3)
 (porcentaje de las colocaciones de cada cartera)

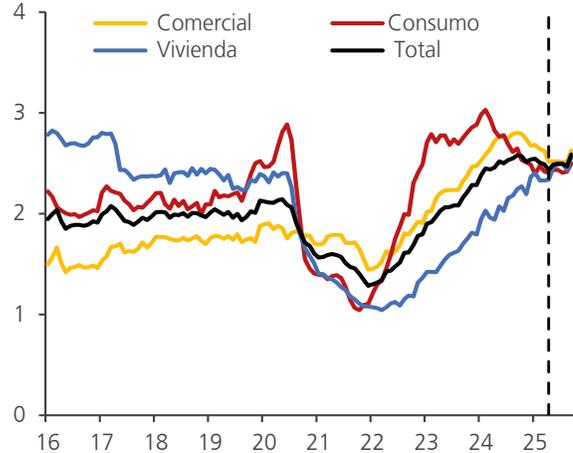


GRÁFICO III.3 SAG y OCNB explican el mayor dinamismo a la cartera de consumo
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE CONSUMO (4)
 (porcentaje anual)

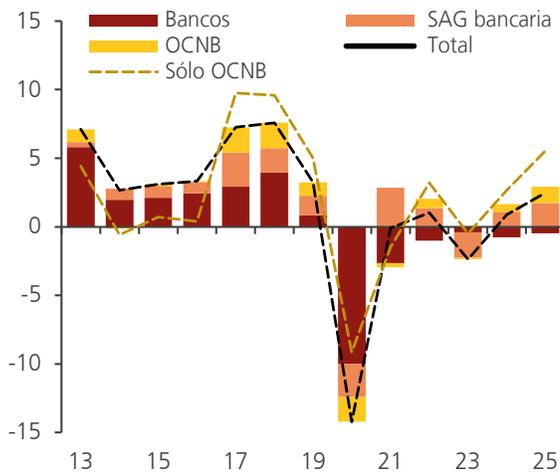
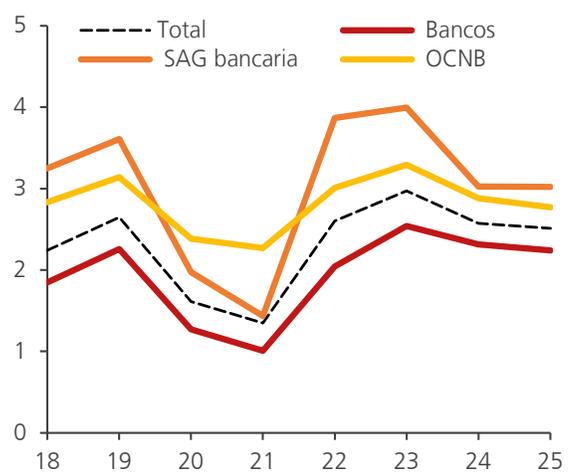


GRÁFICO III.4 Morosidad de cartera de consumo se mantiene estable
INDICADOR DE MORA CONSUMO POR AGENTE (4)(5)
 (porcentaje de las colocaciones de consumo)



(1) Línea vertical corresponde a cierre estadístico del IEF anterior. (2) Ind: individual, cons: consolidado. Basado en estados financieros individuales, excepto total y consumo consolidado local que incluye colocaciones de Sociedades de Apoyo al Giro. (3) Mora corresponde al atraso en el pago de 90 días o más. Información en base a estados financieros consolidados localmente. (4) Información a diciembre de cada año, excepto 2025 que corresponde a junio. (5) Mora corresponde al atraso en el pago de 90 días o más.

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



Los créditos de consumo de oferentes de crédito no bancario (OCNB)^{2/} han crecido y su morosidad se ha estabilizado. El crecimiento de los créditos de consumo de los OCNB fue 5,5% anual al segundo trimestre, superior a lo registrado por la banca (gráfico III.3). Este crecimiento fue empujado por las cajas de compensación de asignación familiar y, en menor medida, por las cooperativas de ahorro y crédito, mientras el crédito de entidades de financiamiento automotriz continúa disminuyendo. En tanto, la morosidad de estas instituciones no bancarias a junio 2025 muestra un leve descenso, en línea con la tendencia de la banca y las SAG en ese período (gráfico III.4).

La estructura de fondeo y los indicadores de liquidez de la banca no muestran grandes cambios. Los bancos han mantenido su estructura de fondeo respecto del Informe previo, donde los depósitos minoristas alcanzan 18,4% de los pasivos y la participación de inversionistas institucionales es menor que la registrada previo al año 2019. Por otro lado, el financiamiento vía deuda supera el 24% de los pasivos. En este aspecto se observa un aumento del endeudamiento externo y la estabilización de las emisiones locales. En tanto, los spreads de bonos bancarios en el mercado secundario han disminuido respecto al Informe anterior. Por su parte, el indicador de LCR permanece en promedio 96pp por sobre los requerimientos regulatorios, suficientes como para cumplir con los compromisos de corto plazo y absorber la volatilidad del tipo de cambio. Asimismo, el NSFRR se encuentra con holguras sobre su requerimiento en plena implementación, lo que permite aumentar el otorgamiento de créditos manteniendo el cumplimiento con los límites regulatorios.

La rentabilidad de los bancos es similar al informe anterior y se encuentra cercana a su promedio histórico. El retorno sobre los activos (ROA) continúa por sobre el promedio observado en la última década, llegando a 1,3% al cierre de este Informe, debido a gastos operacionales que continúan bajos y un descenso de los gastos en provisiones. Los márgenes de intereses se han mantenido estables, a la vez que los márgenes de reajustes se reducen en línea con la baja de la inflación y un descalce en UF sin cambios. La rentabilidad sobre el capital (ROE) disminuye levemente, a diferencia del ROA, debido a la reducción del apalancamiento producto de la acumulación de capital en el contexto de la implementación de Basilea III (gráfico III.5).

Los ratios de capital regulatorio no muestran cambios significativos desde el tercer trimestre del 2024, mientras han aumentado las exigencias de capital. El capital regulatorio ha permanecido estable, con un ratio de CET1 en torno a 12%, lo que da cuenta que los bancos han continuado adaptándose a las nuevas exigencias de BIII, cuyo proceso de implementación finaliza en diciembre de este año (gráfico III.6). La acumulación de capital de la banca, incluidas las emisiones de bonos perpetuos, y la disponibilidad de colchones regulatorios han sido importantes para fortalecer la capacidad del sistema para absorber shocks financieros.

Los riesgos del escenario externo podrían afectar a la banca local aumentando su costo de fondeo y riesgo de crédito. Un estrechamiento de las condiciones financieras mundiales elevaría las tasas de largo plazo generalizadamente, incluyendo a Chile. Ello redundaría en un mayor costo de fondeo de largo plazo para la banca reduciendo su rentabilidad y disminuyendo la actividad crediticia en operaciones de más largo plazo como las hipotecarias. Tasas de interés de largo plazo más altas también reducen el valor de los activos de la banca incluidos en su libro de negociación. Por otra parte, un escenario de actividad mundial más deprimido aumentaría el riesgo de crédito de aquellos deudores de la banca con exposición al comercio exterior. Los exportadores y sus proveedores representan en torno a 17% de la cartera comercial de la banca ([Recuadro III.1 IEF Primer Semestre 2025](#)). Los ejercicios de tensión que se reportan a continuación indican que el sistema bancario parece bien preparado para un shock que eleve las tasas de crecimiento de largo plazo y aumente el riesgo de su cartera de crédito.

^{2/} Estas entidades incluyen a 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 El ROE aumenta en menor medida que el ROA debido al mayor capital
RENTABILIDAD Y APALANCAMIENTO (1)
 (porcentaje, veces)

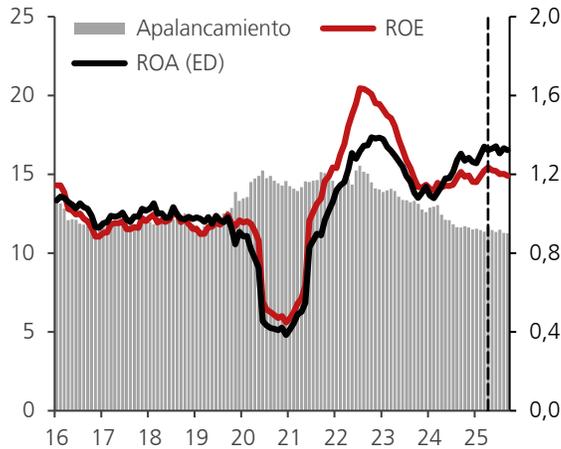
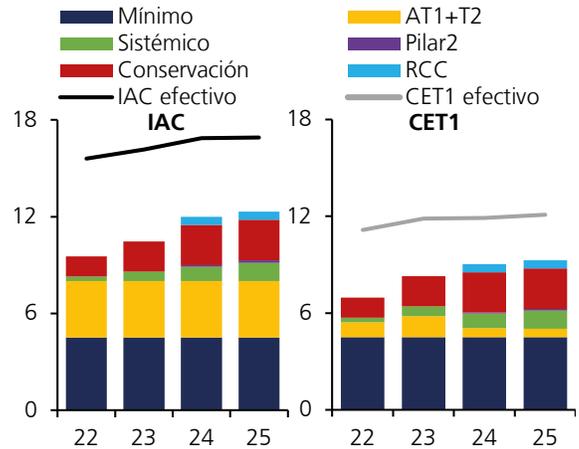


GRÁFICO III.6 La banca muestra ratios de capital por sobre los límites normativos
REQUERIMIENTOS DE CAPITAL DEL SISTEMA (2)
 (porcentaje de los APR)



(1) El apalancamiento se mide como la razón entre activos totales y capital. Línea vertical corresponde a cierre estadístico del IEF anterior. (2) Información a diciembre de cada año. Dato efectivo de capital a agosto de 2025. Cifras de requerimiento a diciembre de 2025 consideran el calendario de convergencia a Basilea III.
 Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS BANCARIOS^{3/}

Los bancos cuentan con niveles de capital y liquidez que les permitirían mantenerse solventes en un escenario de tensión severo. El ejercicio de tensión considera un escenario de contracción abrupta de la actividad, acompañada por un incremento de los costos de fondeo de los bancos, disminución de la demanda interna y deterioro de las condiciones financieras (anexo estadístico). Al igual que en el Informe anterior, se considera un shock de 200pb en las tasas de interés de largo plazo y de 300pb en las de corto plazo. Además, se adiciona un incremento de la volatilidad del tipo de cambio, situándose en 16%, y una depreciación del peso chileno de 20%, que sigue la metodología usual. El ejercicio se ancla en la información financiera contable de los bancos a junio 2025^{4/}.

El impacto de los riesgos de mercado se mantiene en niveles acotados y similares a los observados en el Informe previo. En comparación con el ejercicio anterior, el riesgo de moneda se reduce marginalmente, de la mano de una ligera caída de los descalces cambiarios. En tanto, las pérdidas por los riesgos de valoración de activos^{5/} y reprecio^{6/}, como resultado de los shocks en las tasas de interés, presentan un leve incremento. Pese a este cambio, el sistema bancario conserva un bajo descalce de plazos, lo que mantiene reducida su exposición al riesgo de reprecio (gráfico III.7).

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

^{4/} Los ejercicios de tensión se realizan de forma semestral en base a información contable a diciembre para el primer semestre y junio para el segundo.

^{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 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.



Las pérdidas por riesgo de crédito se reducen marginalmente en comparación con el ejercicio anterior, debido principalmente a la menor exposición a este riesgo. La exposición al riesgo de crédito respecto del capital se redujo producto de la contracción de las colocaciones comerciales y de consumo entre diciembre 2024 y junio 2025, lo que disminuyó el impacto de los escenarios de tensión sobre los resultados de los bancos. Lo anterior fue compensado, en parte, por la leve alza de los indicadores de riesgo de la cartera de vivienda respecto del ejercicio previo. Así, se estima que la pérdida de capital por riesgo de crédito bajo el escenario severo se traduciría en una pérdida de 14,6% del capital, ligeramente menor a la pérdida del ejercicio anterior (15,8%) (gráfico III.7).

Los resultados señalan que los bancos permanecen con holguras de capital total en un escenario de estrés severo. El capital inicial, medido a través del Índice de Adecuación de Capital (IAC), mostró alguna mejora respecto del ejercicio anterior. La destrucción de capital producto del escenario de tensión –equivalente a la diferencia entre el capital inicial y final– llega a 2,5pp, similar al Informe previo (gráfico III.8). Así, las pruebas de tensión dan cuenta que el nivel de capital actual le permite a la banca enfrentar escenarios de estrés sin afectar su posición de solvencia. Asimismo, los resultados del ejercicio muestran que el sistema presenta niveles adecuados para completar la última etapa de la implementación de las nuevas exigencias de capital de Basilea III^{7/} en diciembre de este año (gráfico III.9).

El sistema bancario también mantiene su capacidad para absorber las pérdidas originadas por shocks severos bajo la métrica más exigente de CET1, pero algunos utilizarían parte de los colchones. En el escenario de tensión, el sistema bancario destruiría 2,3pp de CET1, mientras que la holgura se mantendría estable respecto del ejercicio anterior (gráfico III.9). En consecuencia, aún luego de aplicar el escenario de tensión, la banca se encontraría por sobre los requerimientos normativos mínimos, considerando una liberación del RCC por parte de la autoridad y la disponibilidad del colchón de conservación, ambos contemplados para ser utilizados en este tipo de circunstancias. No obstante, una distancia corta respecto de los requerimientos y el aumento de la probabilidad de uso del colchón de conservación en un escenario estresado por parte de algunos bancos podría generar un efecto adicional en el crédito, el cual debe seguir monitoreándose.

La banca cuenta con liquidez suficiente para hacer frente a un escenario extremo. Los ejercicios de tensión de liquidez se basan en la disponibilidad de activos líquidos para cubrir egresos netos estresados en 30 días, recogidos en la métrica del LCR. Los resultados indican que el sistema cuenta con holguras para absorber salidas de depósitos superiores a los normativos, depreciación de la moneda y shocks de tasas de interés, que disminuirían el valor de sus activos.

^{7/} 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 Las pérdidas por riesgo muestran alguna reducción respecto del ejercicio previo
RIESGOS DE CRÉDITO Y DE MERCADO DEL SISTEMA (1)
(porcentaje del capital básico)

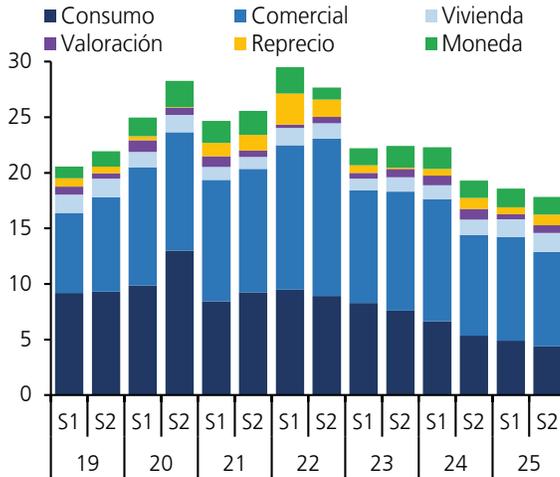


GRÁFICO III.8 La destrucción de capital bajo tensión no muestra cambios significativos
IMPACTO DEL ESCENARIO DE ESTRÉS SOBRE EL ÍNDICE DE ADECUACIÓN DE CAPITAL (2)
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)

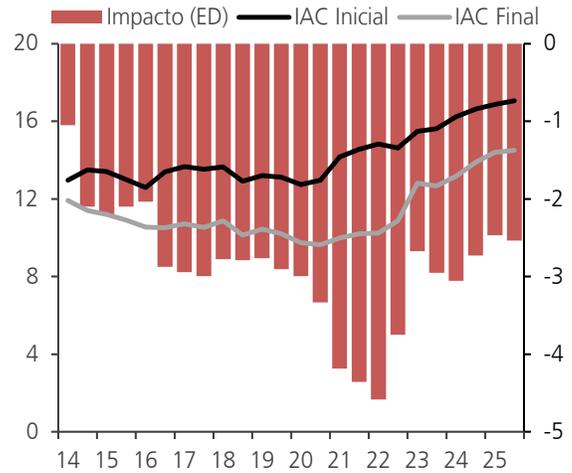
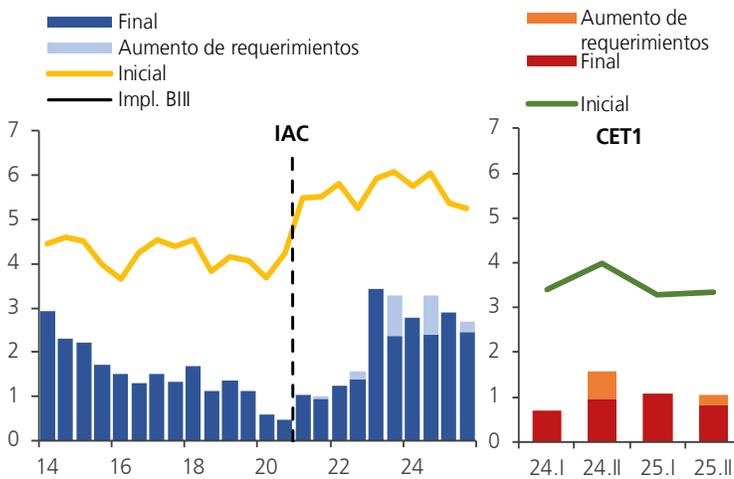


GRÁFICO III.9 El sistema bancario muestra holguras de capital sobre los requerimientos regulatorios bajo un escenario de tensión severo
HOLGURAS DE CAPITAL BAJO EL ESCENARIO DE ESTRÉS SEVERO (3)
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



(1) A partir del 2021 se consideran las SAG de consumo en el riesgo de crédito. (2) Considera reinversión de utilidades. (3) Exceso de patrimonio efectivo (IAC) y de capital básico (CET1) sobre el mínimo regulatorio y los colchones, respectivamente. No incluye el RCC en el escenario de tensión. 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, 2024 y 2025, 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.

IV. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

En la Reunión de Política Financiera (RPF) del segundo 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). Esta decisión considera tanto el marco de política anunciado en noviembre de 2024, como la 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 ha enfocado este año en iniciativas relacionadas con la implementación de la Ley de Resiliencia, priorizando en este capítulo, el ejercicio de las nuevas atribuciones del BCCh respecto a infraestructuras de mercado financiero. Por último, se explica el rol del Banco en el sistema de pensiones en el contexto de la aprobación de la reforma del semestre pasado.

Los requerimientos de capital de Basilea III se estructuran en componentes orientadas a fortalecer la resiliencia del sistema bancario desde una perspectiva micro y macroprudencial. Estos requerimientos funcionan como un sistema integrado que combina requerimientos mínimos, requerimientos adicionales estructurales y adicionales contingentes. Esta estructura busca asegurar la solvencia a nivel individual de las instituciones (dimensión microprudencial) y fortalecer la resiliencia bancaria en su conjunto frente a escenarios de estrés severos, producto de la materialización de riesgos de carácter sistémico (BCCh, 2024) (dimensión macroprudencial) (tabla IV.1).

La experiencia internacional muestra diferentes aproximaciones para coordinar el rol de las autoridades macro y micro prudenciales. En Chile la coordinación formal entre la autoridad microprudencial (CMF) y macro prudencial (BCCh) se realiza bajo el esquema de Informe Previo Favorable (IPF) requerido en forma recíproca, según sea el caso (Art. 67 LGB). La implementación de este requerimiento legal está acompañada de un proceso de coordinación permanente entre ambas instituciones.

TABLA IV.1 Los requerimientos de capital bancario han evolucionado incorporando componentes micro y macroprudenciales

MARCO REQUERIMIENTOS DE CAPITAL

| Requerimiento | Enfoque regulatorio | |
|----------------------|---|---|
| | Microprudencial | Macroprudencial |
| Mínimo o Estructural | Determinación Activos Ponderados por Riesgo (APR), para requerimientos mínimos por riesgo de crédito, mercado y operacional (1) | Colchón de Conservación |
| Contingente | Requerimientos asociados al proceso de revisión supervisora - Pilar 2 | Requerimiento de Capital Contracíclico (2) Requerimiento de Capital a bancos de importancia sistémica (DSIB) |

(1) Todos los requerimientos de los restantes cuadrantes de la tabla están definidos en términos de patrimonio efectivo sobre APR. En este sentido, la determinación de APR, si bien tiene un foco microprudencial su incidencia es clave en toda la estructura de capital de la banca. (2) En el caso de Chile, el BCCh ha establecido una lógica que busca mantener un valor relativamente estable para el RCC aunque, excepcionalmente, en un contexto de aumento significativo de riesgo sistémico, mayor a su nivel estándar, el RCC podría situarse por sobre el RCCN, de manera de tener una mayor capacidad de respuesta ante un evento de estrés.
Fuente: Banco Central de Chile.



REQUERIMIENTOS MACROPRUDENCIALES DE CAPITAL BANCARIO

Entre los requerimientos de capital bancario de Basilea III, el colchón de Capital Contracíclico (RCC) y el cargo de capital para instituciones sistémicas juegan un rol clave ([Recuadro IV.1, IEF 1S.24](#)). El RCC, definido por el BCCh con Informe Previo Favorable de la CMF, tiene el objetivo de preservar la resiliencia del sistema bancario y facilitar la provisión de créditos y otros servicios financieros incluso frente a condiciones macrofinancieras adversas. El cargo de capital sistémico, definido por la CMF con el Informe Previo Favorable del BCCh, se aplica a los bancos que, por su complejidad, tamaño, e interconexiones, despliegan funciones críticas para el sistema financiero en su conjunto.

Decisiones del BCCh sobre Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC)

En la Reunión de Política Financiera (RPF) del segundo semestre de 2025, el Consejo del Banco Central de Chile decidió mantener el RCC en 0,5% de los activos ponderados por riesgo (APR). La decisión se enmarca en la actualización del marco de política del RCC anunciado en la RPF de noviembre 2024, en que se estableció un Nivel Neutral Positivo (NNP) de 1% de los APR ([BCCh, 2025](#)). En esa instancia, se comunicó que, a partir de la primera RPF 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.

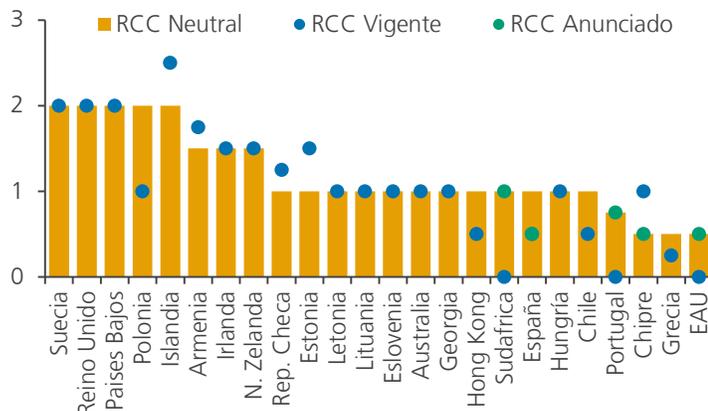
El nivel definido por el Consejo para el RCC permite ampliar la capacidad de respuesta de las autoridades frente a una eventual materialización de riesgos. La Ley General de Bancos (LGB) establece que el RCC debe conformarse íntegramente por capital básico (CET1), el cual es considerado el de mayor calidad para enfrentar situaciones de estrés ([Recuadro IV.1, IEF 1S.24](#)). El actual nivel de RCC definido por el BCCh permite contar con aproximadamente 1.500 MM USD como un *buffer* de capital bancario que, en un evento de estrés financiero, podrían ser liberados a través de una disminución del RCC, reduciendo su impacto en el crédito y conteniendo la amplificación del evento. Hasta ahora, gran parte de este requerimiento ha sido cubierto con las holguras de capital con que contaba la banca antes de la implementación del RCC.

El enfoque precautorio y de resiliencia para el RCC adoptado por el BCCh ha ganado adhesión entre aquellas jurisdicciones que cuentan con esta herramienta. El Banco de Inglaterra fue pionero en el desarrollo de un marco de política en el cual fuese posible activar el RCC por razones de resiliencia, en condiciones macrofinancieras normales, sin que necesariamente la economía se encuentre en una fase expansiva del ciclo de crédito ([Bank of England, 2016](#)). Este marco ha servido de base para posteriores desarrollos metodológicos de otras jurisdicciones que han avanzado en otorgar mayor estabilidad al cargo, como en el caso del BCCh. Esto aumenta la disponibilidad de este *buffer* a través del tiempo y, por lo tanto, su usabilidad frente a *shocks* de distinta naturaleza que afecten al sistema financiero, especialmente aquellos que no se pueden vincular al ciclo de este sistema. La Pandemia del COVID-19 fue un ejemplo de este tipo de crisis, y uno de los factores que motivó a un número creciente de jurisdicciones a adherir a este enfoque. A la fecha, 24 jurisdicciones han establecido un NNP para su RCC. De esta muestra, 12 mantienen dicho nivel en 1%. Desde el último IEF, el RCC se ha acercado a su nivel neutral en 4 jurisdicciones^{1/}. Los enfoques de política y los niveles de RCCN definidos no han presentado variaciones en las jurisdicciones revisadas (gráfico IV.1)

^{1/} Polonia, Letonia, Hungría y Grecia.

GRÁFICO IV.1 La mayoría de las jurisdicciones que han implementado un NNP se encuentran en su nivel definido, mientras otras comienzan a anunciar su avance hacia su nivel neutral

JURISDICCIONES CON NIVEL NEUTRAL POSITIVO DEFINIDO Y CARGO ACTUAL DE RCC (*)
(porcentaje de los 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 y páginas web de autoridades de RCC en cada jurisdicción.

Aunque existen variaciones respecto a los riesgos específicos que busca cubrir, el RCCN comparte el objetivo común de robustecer la resiliencia ante shocks financieros. La determinación del nivel del RCC por parte del BCCh se basa en una evaluación integral de las condiciones macro financieras y del estado de los riesgos sistémicos, considerando los demás requerimientos de capital vigentes y los costos asociados a su acumulación a través del tiempo ([BCCh, 2024](#)). Lo anterior, en línea con prácticas internacionales, donde el RCCN puede cubrir tanto riesgos del ciclo financiero doméstico como riesgos no cíclicos, e incorporar la incertidumbre respecto a eventuales riesgos sistémicos no previstos. Este enfoque permite mantener un *buffer* activado de forma preventiva, incluso en ausencia de señales evidentes de tensión, habilitando una respuesta eficaz ante eventos disruptivos inesperados ([Bank for International Settlements, 2024](#)).

La posibilidad de aumentar el RCC sobre su nivel neutral, en nuestro marco, se reservaría para consideraciones cíclicas excepcionales. Hasta la fecha, solo 3 jurisdicciones^{2/} mantienen su RCC sobre el nivel neutral, lo cual fue justificado con los resultados de los análisis de las condiciones macro financieras y del mercado crediticio, así como con los resultados de las pruebas de tensión. Las posibilidades de aplicación más bien limitadas que originalmente se encontraron para establecer un nivel de RCC sobre cero, se trasladan a la aplicación sobre el RCCN. Acorde al marco establecido por el BCCh para la implementación del RCC, el incremento de este por sobre su nivel neutral, solo se justificaría en escenarios de vulnerabilidad sistémica significativa, como un crecimiento del crédito desalineado de sus fundamentos, niveles elevados de apalancamiento en hogares y empresas, sobrevaloración de activos por mayor toma de riesgos, o riesgos externos inusualmente altos, todo en un contexto donde los balances bancarios muestran actividad y resultados excepcionalmente elevados.

Si bien el Colchón de Conservación de Capital (CCC) es estable en el tiempo, y con valor uniforme para todos los bancos (2,5%), presenta una dimensión macroprudencial. Este requerimiento de capital, al tener una naturaleza de colchón o *buffer*, permite absorber pérdidas sin implicar un incumplimiento que active procesos de regularización o resolución. Este colchón, junto con el RCC, constituyen parte de las innovaciones más relevantes de Basilea III en cuanto a permitir una gestión más eficiente del capital en períodos de tensión financiera.

A través del proceso de implementación de Basilea III, la experiencia práctica sugiere que puede presentar algunas limitaciones relacionadas con el denominado efecto estigma. Las entidades financieras pueden mostrarse reticentes a utilizar colchones, como el CCC, debido a preocupaciones sobre cómo podrían reaccionar los mercados, incluyendo agencias calificadoras, inversionistas y analistas bursátiles, ante una reducción del capital disponible ([BIS, 2022](#)). En este sentido, se estima que el RCC tiene la ventaja de poder ser liberado por la autoridad en casos de estrés sistémico.

^{2/} República Checa, Armenia y Estonia.



Decisiones de la CMF sobre Requerimientos de Capital Sistémico

La calificación de un banco como sistémico se basa en una metodología que considera cuatro dimensiones: tamaño, interconexión, sustituibilidad y complejidad^{3/}. El objetivo es reconocer aquellas entidades cuya eventual disrupción podría generar efectos adversos significativos sobre el sistema financiero y la economía, y establecer medidas que refuercen su resiliencia, mediante un cargo de capital básico adicional, proporcional a su grado de importancia sistémica. Para el año 2025, la CMF, contando con el IPF del BCCh, estableció cargos entre 1,0% y 1,5% de sus APR para las seis entidades identificadas como sistémicas, los cuales entrarán plenamente en vigor al cierre del año^{4/}. Estas medidas buscan fortalecer la solvencia de las entidades sistémicas, mitigando riesgos de contagio y contribuyendo a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

Tras cinco años de aplicación, la metodología para la definición y aplicación de cargos de capital a bancos sistémicos ha permitido acumular información y experiencia relevantes, facilitando su evaluación técnica.

Esta metodología, emitida por la CMF con el Informe Previo Favorable del BCCh, es aplicada anualmente para identificar los bancos sistémicos locales y calibrar sus respectivos cargos de capital. A través de este proceso se ha logrado sistematizar información clave, contribuyendo al fortalecimiento de las bases de datos disponibles, y acumular experiencia de supervisión. A partir de este aprendizaje, se han identificado espacios de perfeccionamiento que debieran aumentar la calidad de la información existente para las instituciones calificadas como sistémicas y establecer criterios de calibración que permitan fortalecer la estabilidad y predictibilidad de este cargo en el tiempo.

REQUERIMIENTOS MICROPRUDENCIALES DE CAPITAL BANCARIO

La mayor parte de los componentes del marco de capital de Basilea III tienen un objetivo microprudencial, que se asocia fundamentalmente a las exposiciones de riesgos individuales de los bancos. Bajo este enfoque microprudencial, los Activos Ponderados por Riesgo (APR) se construyen en función de las exposiciones específicas que enfrentan los bancos, permitiendo una medición más precisa de su perfil de riesgo. Adicionalmente, el marco microprudencial de Basilea III confiere a la CMF el denominado Pilar 2, concebido como una herramienta para reforzar la solvencia de instituciones específicas ante riesgos no cubiertos completamente por el marco estándar.

En Chile, la adopción de Basilea III en 2019 introdujo nuevas metodologías de cálculo de activos ponderados por riesgo (APR) que reflejan con mayor precisión el perfil de riesgo de las instituciones bancarias. La CMF, acorde a lo establecido en la LGB, incorporó metodologías estandarizadas para la ponderación de activos por riesgo, incluyendo riesgos de crédito (APRC), mercado (APRM) y operacional (APRO), las cuales contaron con el Informe Previo Favorable del BCCh^{5/}. Este cambio metodológico significó que los APR fueran más representativos del riesgo asumido por los bancos, en comparación con los ponderadores fijos de Basilea I que solo consideraban riesgo de crédito. El resultado de esta nueva metodología, aplicada desde diciembre 2021, implicó reducir los APRC en 15,6%, lo cual fue compensado con la adición de los APRM y APRO al cálculo de los APR totales (gráfico IV.2).

El riesgo de crédito es el principal componente de los APR, lo que genera incentivos para que la banca explore el desarrollo de modelos internos para su cálculo. Al cierre de junio 2025, la composición de los APR en el sistema bancario chileno se mantiene dominada principalmente por los APRC que representan un 80% del total, seguidos por los APRO que representa un 11% y los APRM con un 9% (gráfico IV.3). Esta distribución ha permanecido relativamente estable desde que los bancos empezaron a reportar los tres componentes bajo la nueva normativa. La alta participación de los APRC en el total de APR ha generado un creciente interés de la banca de utilizar modelos internos para su estimación, lo cual está contemplado por la regulación de la CMF en su RAN 21-6.

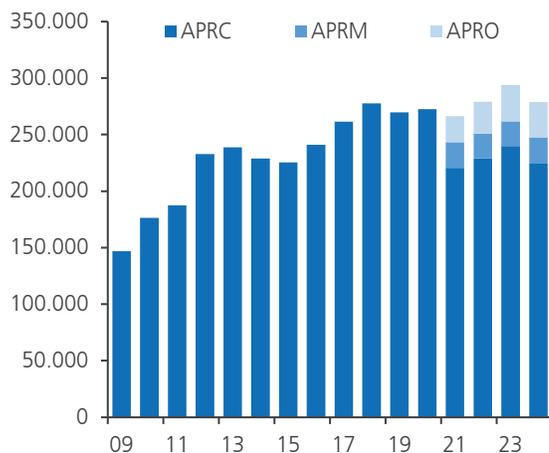
^{3/} La metodología fue modificada en 2024 para incorporar mayor precisión en la información recibida por CMF y ajustar el umbral inferior para la determinación del primer grupo de bancos sistémicos. Ver [CMF \(2024\)](#).

^{4/} Detalles adicionales en el [enlace](#).

^{5/} Hasta 2019, la LGB definía ponderadores fijos y solo aplicables a riesgo de crédito, en línea con Basilea I.

GRÁFICO IV.2 La inclusión de los APRM y APRO han compensado la baja en APRC a consecuencia de la implementación de Basilea III.

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO (APR).
(MM USD)



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

GRÁFICO IV.3 La composición de los APR sigue dominada por los APRC, aunque los APRO ganan relevancia.

COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO (APR).
(porcentaje de los APR)



Los cargos de Pilar 2 se aplican según el perfil de riesgo de cada entidad, con el objetivo de contener riesgos de concentración, tasa de interés en el libro de banca, estratégico y otros. La CMF determina estos cargos mediante resolución fundada, en el marco del proceso de evaluación interna de adecuación de capital (ICAAP), considerando escenarios de tensión y análisis prospectivo. Esta herramienta complementa el marco prudencial y fortalece la resiliencia del sistema financiero frente a vulnerabilidades idiosincráticas.

Actualmente diez bancos están sujetos a este requerimiento, representando un cargo de capital equivalente al 0,16% de los APR del sistema. La implementación del requerimiento del Pilar 2 considera una aplicación gradual, contemplando para este año un 50% de los cargos definidos para las 10 entidades identificadas en el proceso de revisión supervisora de este año^{6/}. Esta gradualidad permite a las instituciones ajustar sus procesos internos de gestión de riesgos y planificación de capital, al tiempo que facilita una transición ordenada hacia una supervisión más prospectiva y basada en la identificación de los principales riesgos no cubiertos por los requerimientos de Pilar 1.

REQUERIMIENTOS AGREGADOS DE CAPITAL BANCARIO

En Chile se observa un proceso de adecuación gradual de la banca a los requerimientos de Basilea III^{7/}.

El índice de capitalización bancario, medido como el ratio de capital básico (CET1) sobre APR, ha aumentado progresivamente desde 10,26% en diciembre 2019 a un 12,11% en junio 2025. Este aumento responde tanto a un aumento efectivo de CET1, como cambios en la composición de los APR. El gráfico IV.4 muestra que los APR contribuyeron al incremento del índice de capitalización en 2020, último periodo en el cual la contabilización de APR se mantuvo bajo los requerimientos de Basilea I, y asociada únicamente al riesgo de crédito (CMF, 2020). Posteriormente, una vez bajo el régimen de Basilea III, la incidencia de los APR muestra un impacto negativo sobre el índice de capitalización. Este impacto ha disminuido progresivamente. Estos efectos durante el proceso de implementación de Basilea III se han replicado a nivel global, especialmente en economías emergentes. En el caso de economías avanzadas se identifican casos de contribución positiva de los APR sobre ratio de capital CET1, en parte como consecuencia de una utilización más intensiva de modelos internos (BIS, 2025). Cabe recordar que Basilea III considera la posibilidad de fuentes adicionales de patrimonio efectivo, distintas de capital básico, como bonos subordinados e instrumentos AT1.

^{6/} Detalles adicionales en el [enlace](#).

^{7/} Esta mayor constitución de Capital Básico por parte de la banca local se observa con mayor intensidad durante los 3 primeros años del proceso de implementación de los requerimientos de Basilea III, iniciado en 2021.

Considerando la importante incidencia de los APR sobre los índices de capitalización, la implementación de modelos internos será un desafío para el sistema bancario chileno. Los modelos internos para la medición de exposiciones de riesgo se introdujeron con Basilea II en 2004 y fueron adoptados principalmente en economías avanzadas (BIS, 2006). Esta incorporación ha permitido a los bancos una gestión de capital en mayor sintonía con la naturaleza de sus carteras de activos. Sin embargo, también ha planteado desafíos para la supervisión, al evidenciarse en algunos casos incentivos para subestimar los requerimientos de capital (BIS, 2013 y BIS, 2016). Estos efectos no deseados fueron abordados en Basilea III a través de mayores exigencias a la implementación de modelos internos, incluyendo un límite a los ahorros de capital generados (denominado “output floor” en la nomenclatura de Basilea) (BIS, 2020). En Chile, considerando el grado de avance conseguido hasta ahora en el proceso de implementación del marco de regulación de Basilea III, surge la posibilidad de que los bancos inicien la adopción de modelos internos, conforme a la regulación emitida por la CMF^{8/}.

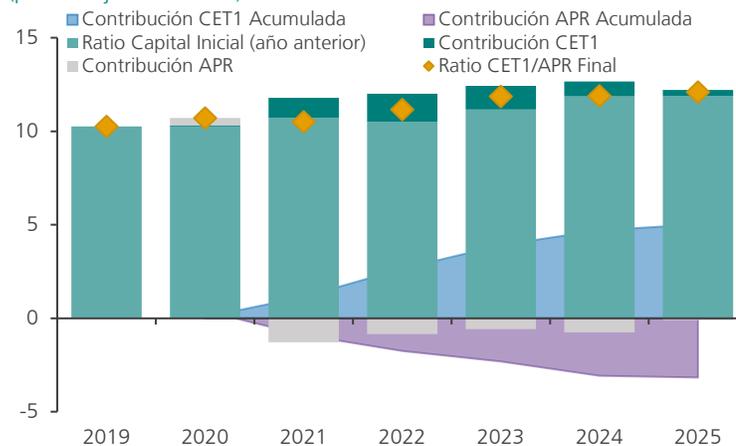
AGENDA DE REGULACIÓN DEL BCCH

El BCCh sometió a consulta pública la propuesta de regulación para reconocer convenios marco para la contratación de operaciones de repo e implementar el *Netting* de dichos contratos. Durante la consulta pública para este cambio regulatorio, abierta entre el 18 de julio y el 17 de agosto pasado, se recibieron comentarios de diversas partes interesadas, los cuales están en proceso de revisión para efectos de la publicación final durante el semestre en curso. En resumen, la regulación propuesta impone una suspensión de dos días hábiles a la aplicación de las cláusulas de exigibilidad anticipada y compensación de operaciones en casos específicos relacionados con situaciones de inestabilidad financiera de las contrapartes. La regulación deberá reconocer convenios marco específicos, para lo cual la propuesta provee un canal de revisión abierto, que posibilita el reconocimiento de convenios hoy utilizados o, en el futuro, de convenios que el sector privado desarrolle y presente al BCCh para estos propósitos.

Asimismo, el Banco sometió a consulta pública la propuesta de regulación sobre gestión de liquidez para Entidades de Contraparte Central (ECC). Esencialmente, esta regulación establece términos y condiciones para que las ECC puedan constituir como garantías depósitos remunerados en el BCCh, lo cual tiene el objetivo fundamental de reducir riesgos de liquidación (pago) en situaciones de estrés financiero.

GRÁFICO IV.4 El ratio de capital básico sobre APR ha evolucionado al alza, empujado principalmente por la contribución de CET1.

EVOLUCIÓN DEL RATIO CET1/APR Y SUS FACTORES DETERMINANTES (*)
(porcentaje de los APR)



(*) Las cifras del 2025 corresponden al cierre de junio 2025.

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

^{8/} Capítulo 21-6 de la Recopilación Actualizada de Normas. “Determinación de los Activos Ponderados por Riesgo de Crédito”.

Las ECC son infraestructuras del mercado financiero que centralizan determinadas operaciones financieras, gestionando el riesgo de incumplimiento (*default*) de sus participantes; en específico, el riesgo de crédito de contraparte. Para ello establecen una estructura de garantías en cascadas (figura IV.1), constituidas en efectivo e instrumentos financieros de alta liquidez que no se exigen solo a los participantes, sino que también a las propias ECC, reforzando la confianza en su rol como intermediario central^{9/}. En esta estructura de garantías, el efectivo en forma de depósitos en cuentas de liquidación en el BCCh ofrece el mayor resguardo, por cuanto se encuentra inmediatamente disponible para asegurar la continuidad de los pagos realizados en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (Sistema LBTR) operado por el BCCh y no está sujeto a los riesgos de liquidar activos en el mercado, lo cual es particularmente complejo en condiciones de estrés. En Chile existen dos ECC, una que procesa activos transados en el mercado bursátil de renta variable y otra que compensa y liquida activos transados en el mercado de derivados *over the counter* (OTC). En la actualidad, esta última mantiene una gestión de garantías en efectivo en cuentas del Sistema LBTR del BCCh. El gráfico IV.5 muestra la evolución del porcentaje de *stock* diario de garantías que son mantenidas en efectivo en cuentas del BCCh entre agosto de 2018 y agosto de 2025.

Internacionalmente, se considera que una mayor constitución de garantías en efectivo es clave en la gestión de riesgos de liquidación de una ECC, permitiendo resolver de mejor forma eventuales incumplimientos y evitando que puedan derivar en una crisis sistémica. Los beneficios de la constitución de efectivo para ECC se encuentran ampliamente documentados y se ha demostrado que, en episodios de estrés, los participantes de estas infraestructuras aumentan el nivel de garantías en efectivo mantenidas en cuentas de banco central ([Aldasoro et. al, 2023](#); [Sklar, 2020](#)). Por esta razón, un conjunto amplio de bancos centrales ha implementado herramientas que permiten remunerar los fondos que participantes de ECC mantienen como garantía en efectivo en sus cuentas de liquidación, con el objeto de incentivar este tipo de depósitos en tiempos de condiciones normales de mercado.

De acuerdo con lo planificado, este semestre el BCCh publicará para consulta una propuesta de marco regulatorio que permitirá ampliar el acceso a su Sistema LBTR para determinadas entidades no bancarias. La propuesta define los nuevos tipos de participantes que podrán operar en el Sistema LBTR, junto con los requisitos que estos deberán cumplir para dicho propósito, considerando la naturaleza diversa de estas nuevas entidades (figura IV.2). El objetivo principal de esta iniciativa es modernizar la infraestructura del mercado financiero, para continuar promoviendo la mitigación de riesgos para la estabilidad financiera, contribuyendo con una liquidación de pagos segura y eficiente para las distintas transacciones de la economía^{10/}.

FIGURA IV.1. Para la gestión del riesgo de incumplimiento de sus participantes, las ECC establecen una estructura de garantías en cascadas.

CASCADA DE RESGUARDOS DE ENTIDADES DE CONTRAPARTE CENTRAL

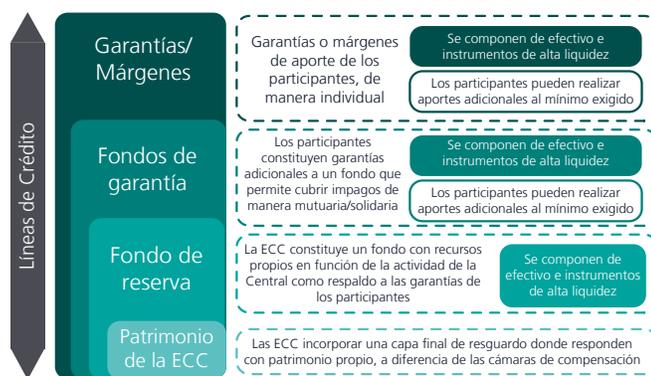
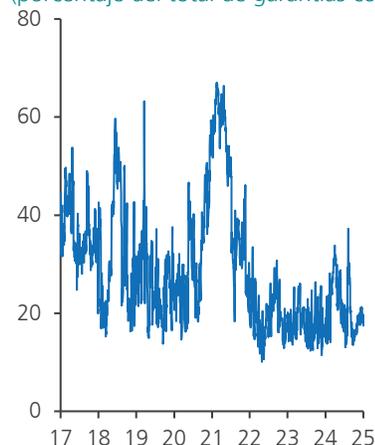


GRÁFICO IV.5 Las garantías en efectivo depositadas en cuentas de liquidación en el BCCh ofrecen el mayor resguardo
GARANTÍAS EN EFECTIVO POR PARTE DE PARTICIPANTES DE ECC DE DERIVADOS OTC (porcentaje del total de garantías constituidas)



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

^{9/} Para mayor detalle sobre las ECC y su rol, ver [Recuadro II.1 del Informe de Sistemas de Pago 2022](#).

^{10/} Para más información sobre los nuevos participantes permitidos, ver el [Informe de Sistemas de Pago 2025](#).

SEGUIMIENTO DE INICIATIVAS DE OTRAS INSTITUCIONES

Con el objetivo de mejorar las condiciones de liquidez del mercado secundario de renta fija soberana, el Ministerio de Hacienda está impulsando un “Programa de Formadores de Mercado” (PFM). Durante los últimos veinte años el mercado de deuda pública en Chile ha mostrado diversos avances y modernización, con la introducción de emisiones en UF, la inclusión de la deuda soberana en índices internacionales de referencia, y la incorporación de custodios internacionales para facilitar la participación de inversionistas extranjeros, entre otros. Sin embargo, el mercado secundario de deuda pública exhibe bajos niveles de liquidez y profundidad, particularmente en ciertos segmentos de la curva de rendimiento. Un PFM consiste en un ambiente transaccional especial, en el cual instituciones financieras específicas proveen liquidez a los títulos soberanos manteniendo cotizaciones de compra y venta en una plataforma de negociación, que entrega transparencia al sistema. Cabe notar que, en tanto el PFM incluya la posibilidad de operaciones de repo sobre instrumentos de renta fija soberana, esta iniciativa complementaría la publicación de la regulación del BCCh para la compensación de estas operaciones (Recuadro IV.1).

Implementación del Registro de Deuda Consolidada (REDEC) sigue avanzado con la publicación de su normativa y el listado de reportantes. En el mes de julio de 2025, la CMF publicó la Norma de Carácter General N°540 que regula los criterios para definir la lista de reportantes al REDEC, sus obligaciones en cuanto al tipo y periodicidad de información que deberá ser remitida¹¹, la gestión de los consentimientos y de las solicitudes de actualización, rectificación, complementación o cancelación por parte de los deudores, además de requisitos de seguridad de la información, entre otros. De acuerdo con los plazos de implementación definidos en la Ley y la referida norma, el REDEC regirá a partir del 1° de abril de 2026 y, para ello, la CMF tendrá habilitado el sistema durante el mes de noviembre de 2025, de forma tal que las instituciones financieras comiencen a enviar los archivos desde el primer viernes de dicho mes.

Un diverso grupo de instituciones financieras deberán reportar al REDEC y podrán acceder a dichos antecedentes en la medida que se trate de su propio deudor o cuenten con el consentimiento de la persona cuyo riesgo de crédito deseen evaluar. El registro contará con información positiva y negativa de los bancos, compañías de seguro, mutuarías, emisores de tarjetas de crédito, cajas de compensación, cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la CMF y sociedades securitizadoras, a las que se suman, en esta primera etapa, aquellas entidades proveedoras de créditos masivos que hayan reportado sus operaciones a la CMF durante los últimos tres años, con motivo del control de la tasa máxima convencional. Dentro de este grupo se encuentran varios proveedores de créditos automotrices y cooperativas de ahorro y crédito no fiscalizadas por la CMF¹².

FIGURA IV.2 El BCCh publicará para consulta propuesta para ampliar el acceso al LBTR a ciertas entidades financieras no bancarias

ACCESO DE NUEVOS PARTICIPANTES SISTEMA LBTR



Fuente: Banco Central de Chile.

¹¹ Las instrucciones de la información a remitir están contenidas en el [Manual del Sistema de Información del REDEC](#). Dichas instrucciones contemplan como obligaciones reportables las operaciones de crédito en sus diversas clasificaciones (consumo, comercial, vivienda, etc.), los créditos contingentes y las operaciones de leasing. En esta primera etapa la CMF optó por no incluir las operaciones de factoring.

¹² El listado de estos reportantes adicionales fue definido por la CMF mediante [Resolución Exenta N°7323](#), publicada el 23 de julio de 2025.



La CMF continúa con la implementación de la Ley Fintec y los aspectos técnicos del Sistema de Finanzas Abiertas (SFA). En el mes de julio de 2025 se publicó en consulta una norma con las especificaciones técnicas para habilitar el Directorio de participantes del SFA, los requerimientos de seguridad y funcionamiento de las interfaces de conexión, generación y administración del consentimiento de los usuarios, entre otros. Una vez publicadas estas definiciones, se contempla un plazo de 24 meses para implementar una primera etapa. En el caso de bancos, emisores de tarjetas de pago y proveedores de cuentas, los plazos contemplados se reducen a entre 6 y 18 meses de publicada la referida norma, dependiendo del tipo de información que deben poner a disposición de los nuevos proveedores de servicios Fintec.

ROL DEL BCCH EN EL SISTEMA DE PENSIONES EN EL CONTEXTO DE LA REFORMA

Históricamente, las atribuciones que el BCCh ha mantenido sobre el sistema de pensiones han sido acotadas y vinculadas a su rol institucional. Entre dichas atribuciones, destaca aquella referida a la definición de un conjunto de límites de inversión estructurales. De acuerdo con lo dispuesto por el marco legal vigente, el Banco cuenta con un conjunto de funciones y atribuciones en atención a su condición de autoridad monetaria y cambiaria. Dicho conjunto de facultades es complementario al rol supervisor entregado por la ley a la Superintendencia de Pensiones (SP). En particular, en materia de inversiones de los FP, al BCCh le corresponde fijar un conjunto de límites de inversión estructurales: límites máximos de inversión, por tipo de fondo, en títulos de deuda pública y del BCCh, en instrumentos de emisores extranjeros, en ciertos instrumentos de mayor riesgo relativo, en activos alternativos, y en instrumentos AT1. Además, a nivel de administradora, el BCCh debe fijar un límite máximo de inversión en el extranjero y establecer el valor del múltiplo único para determinar el máximo de inversión en instrumentos de deuda de un mismo banco o entidad financiera. En todos estos casos, el marco legal establece un rango numérico explícito dentro del cual el BCCh debe fijar cada límite.

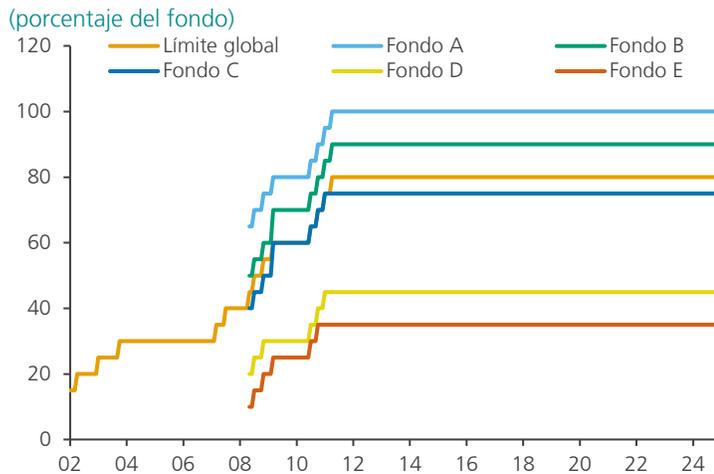
En línea con su mandato, el BCCh ha adoptado sus decisiones de política en materia de límites de inversión aplicando un criterio de estabilidad macrofinanciera, tomando siempre en consideración los antecedentes y visión del supervisor. En el ejercicio de estas atribuciones legales, la estrategia aplicada por el Banco se ha caracterizado por la implementación gradual de cambios en los diferentes límites de inversión, entendiendo la definición de estos parámetros como instrumentos de política para resguardar el buen funcionamiento del sistema financiero y mitigar riesgos de carácter sistémico, con el propósito de minimizar potenciales fricciones de mercado y evitar efectos desestabilizadores, en línea con el rol institucional de velar por la estabilidad financiera (gráfico IV.6). Asimismo, en coordinación con la SP, las decisiones adoptadas por el BCCh en esta materia además han ampliado el acceso de los fondos de pensiones a diversas combinaciones de riesgo-retorno, en beneficio de los afiliados.

Con la Reforma de Pensiones aprobada en enero pasado, el BCCh mantiene su rol institucional, aunque con menos atribuciones directas en la definición de límites de inversión, acorde a un contexto de mayor flexibilidad, necesario para la adopción del nuevo esquema de Fondos Generacionales (FFGG). En el plano institucional, la reforma crea el Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP) con el objetivo de financiar las prestaciones del Seguro Social Previsional. Si bien la naturaleza de las atribuciones del BCCh no se ve alterada, se reduce el número de límites estructurales de inversión que debe fijar para los nuevos FFGG y el FAPP (tabla IV.2). En particular, el BCCh deberá fijar los siguientes límites globales de inversión para los FFGG de una misma Administradora: el límite máximo para la inversión en el extranjero, dentro del rango de 50% a 80% del valor total de dichos fondos, y el límite máximo para la inversión en instrumentos soberanos locales y emitidos por el propio BCCh, dentro del rango de 30% a 80% del valor total de los fondos. Adicionalmente, para el FAPP, el BCCh deberá fijar el límite máximo para la inversión en el extranjero, dentro del rango de 50% a 80% del valor del fondo, y el límite máximo para la inversión en instrumentos soberanos locales y del BCCh, dentro del rango de 30% a 80% del valor del fondo.

Complementariamente, el BCCh tiene un conjunto de atribuciones no referidas a la definición de límites de inversión estructurales, que no cambian con la reforma, en atención a su rol institucional. En particular, el BCCh debe contribuir con su informe previo favorable a la definición de cobertura cambiaria que establezca la SP, así como respecto de la autorización por la Superintendencia de ciertos instrumentos, operaciones y contratos de inversión específicos. Asimismo, el BCCh define los “mercados secundarios formales” para la transacción de instrumentos financieros por parte de los FP; y determina las entidades habilitadas para ejercer la custodia de inversiones extranjeras de los FP.

La regulación de cobertura cambiaria de los FP es establecida por la Superintendencia de Pensiones, previo acuerdo favorable del BCCh. Este es uno de los mecanismos de coordinación institucional que se mantienen luego de la Reforma aprobada, y corresponde a una de las dimensiones que deberán ser revisadas en la medida que se consolide proceso de definición de carteras de referencia. Desde 2012, la SP fijó el límite de inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria únicamente para la inversión en instrumentos de renta fija con grado de inversión, y corresponde al 50% de la inversión en esa clase de activos. Adicionalmente, el marco regulatorio define qué derivados califican para ser considerados como de cobertura cambiaria. En resumen, el marco regulatorio genera una banda de requerimientos de cobertura cambiaria mínima y máxima, según clases de activos, que los fondos deben cumplir (tabla IV.3)^{13/}.

GRÁFICO IV.6 Los límites de inversión en el exterior aumentaron gradualmente hasta sus niveles actuales
EVOLUCIÓN LÍMITES DE INVERSIÓN EN EL EXTERIOR.



Fuente: Banco Central de Chile en base a información del D.L. 3500 y la Ley 20255.

TABLA IV.2 Con la reforma de pensiones el BCCh mantiene su rol institucional, aunque fijando un menor número de límites de inversión estructurales.

RESUMEN LÍMITES DE INVERSIÓN FIJADOS POR EL BCCH.

(porcentaje del fondo)

| Límite de Inversión | Valores vigentes Multifondos | | | | | Modificaciones Ley N° 21.735 | | | | | | |
|---|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---|---------|----------------------------|----------------------------|--------------|----------------------------|----------------------------|
| | Fondo A | Fondo B | Fondo C | Fondo D | Fondo E | Fondos Generacionales | FAPP | | | | | |
| Extranjero Global | Rango legal | | | | | 30%-80% | | 50%-80% ⁽¹⁾ | 50%-80% ⁽²⁾ | | | |
| | Límite | | | | | 80% | | Por definir ⁽³⁾ | Por definir ⁽⁴⁾ | | | |
| Extranjero - Por Fondo | Rango legal | | | | | 45%-100% | 40%-90% | 30%-75% | 20%-45% | 15%-35% | Eliminados | |
| | Límite | | | | | 100% | 90% | 75% | 45% | 35% | | |
| Títulos Soberanos | Rango legal | | | | | 30%-40% | 30%-40% | 35%-50% | 40%-70% | 50%-80% | 30%-80% ⁽¹⁾ | 30%-80% ⁽²⁾ |
| | Límite | | | | | 40% | 40% | 50% | 70% | 80% | Por definir ⁽³⁾ | Por definir ⁽³⁾ |
| Títulos Restringidos | Rango legal | | | | | 10%-20% | | | | | | |
| | Límite | | | | | 20% | 17% | 14% | 10% | No permitido | Eliminados | |
| Activos Alternativos | Rango legal | | | | | 10%-20% | | | | | | |
| | Límite | | | | | 17% | 14% | 11% | 6% | 5% | Eliminados | |
| Bonos AT1 | Rango legal | | | | | 0%-5% | | | | | | |
| | Límite | | | | | 5% | 5% | 2% | 0% | 0% | Eliminados | |
| Títulos de deuda de instituciones financieras | Rango legal | | | | | Entre 0,5 y 1,5 veces el Patrimonio del Fondo | | | | | | |
| | Límite | | | | | Múltiplo = 1 | | | | | Eliminados | |

(1) Respecto del valor total de los Fondos Generacionales. (2) Respecto del valor total del Fondo Autónomo de Protección Previsional. (3) El BCCh deberá fijar los límites de inversión a más tardar el primer día del décimo segundo mes siguiente a la publicación de la ley (marzo 2026).

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del D.L. 3500 y la Ley 21735.

Para efectos de cumplir con esta regulación los derivados que mantienen los FP son clasificados como de cobertura cambiaria. El efecto práctico de dicho marco regulatorio es que una fracción relevante de los derivados cambiarios suscritos por los FP tienen un objetivo de cobertura, de manera de compensar parcial o totalmente, respecto del peso chileno, las variaciones del valor de la moneda extranjera en que se encuentren denominadas las inversiones cubiertas (tabla IV.4). Este uso de parte de los derivados cambiarios se diferencia de aquel de los derivados de tasa de interés, que en lo fundamental son suscritos con objetivos de inversión (ver Cap. I).

Más allá del rol específico del BCCh, la implementación de la reforma de pensiones no está exenta de desafíos importantes como por ejemplo en cuanto a la licitación de afiliados y al cambio de paradigma desde los Multifondos hacia los FFGG. Si bien el BCCh mantiene su rol institucional en el sistema, la SP está en una posición de liderazgo para la implementación de la reforma. El cambio más fundamental se refiere a la transición desde los Multifondos, creados en 2002, al nuevo esquema de FFGG. La SP debe definir las carteras de referencia y el mecanismo de premios y castigos para la evaluación del *performance* de los nuevos fondos, además del nuevo régimen de inversión, para lo cual se debe contar con el Informe Previo del Consejo Técnico de Inversiones. Sin embargo, dado el calendario de implementación definido en la ley, el BCCh debe antes fijar los límites de inversión señalados. Otra área desafiante será compatibilizar las definiciones anteriores con la introducción de la licitación de afiliados y la presencia de activos ilíquidos en los portafolios de inversión. Considerando estas aristas y la profundidad de la reforma, será necesario para el BCCh revisar su aproximación a la definición de límites de inversión y ejercicio de otras facultades, de manera de cumplir apropiadamente con su mandato legal.

TABLA IV.3 La regulación genera un rango en el que debe mantenerse el nivel de cobertura cambiaria.

REQUERIMIENTOS MÍNIMOS Y MÁXIMOS DE COBERTURA CAMBIARIA.
(porcentaje del tipo de inversión)

| Requerimiento de cobertura cambiaria | Máximo | Mínimo |
|--------------------------------------|--------|--------|
| Deuda grado de inversión (IG) | 100% | 50% |
| Deuda high yield (HY) | 70% | 0% |
| Renta Variable | 50% | 0% |
| Activos Alternativos | 50% | 0% |

TABLA IV.4 Una fracción relevante de los derivados cambiarios suscritos por los FP tienen un objetivo de cobertura.

DERIVADOS CAMBIARIOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES (*)
(MM USD)

| Subyacente | Valor de Mercado (abr-25) | |
|------------|---------------------------|-------|
| | Cobertura | Otro |
| Moneda | 1.166 | 1.475 |

(*) Los instrumentos derivados se clasifican como de "cobertura" u "otro" según la definición de la Superintendencia de Pensiones (SP) en las notas del Cuadro N°1 de la Cartera de Inversión Desagregada de los Fondos de Pensiones, disponible en su sitio [web](#). El marco regulatorio de la SP para la valoración de derivados corresponde a la sección II.3 Valoración de Operaciones con Instrumentos Derivados del Libro IV, Título III, Capítulo II "[Valoración de Instrumentos, Operaciones y Contratos Nacionales y Extranjeros de los Fondos de Pensiones](#)" del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones.

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

^{13/} Según lo dispuesto por el [Régimen de Inversión](#) de los Fondos de Pensiones, se define como de cobertura cambiaria a la posición en instrumentos derivados que permita al FP compensar parcial o totalmente, respecto de la moneda local, las variaciones de valor de la moneda extranjera en que se encuentren denominadas las inversiones según tipo de instrumento: hasta por un 100% de la inversión en instrumentos de renta fija con grado de inversión, hasta por un 70% de la inversión en instrumentos de deuda bajo grado de inversión, o sin clasificación de riesgo, hasta por un 50% de la inversión en instrumentos de renta variable, y hasta por un 50% de la inversión en activos alternativos.

RECUADRO IV.1:

Liquidez y desarrollo del mercado de renta fija

En este Recuadro se revisan métricas que reflejan un desarrollo acotado de la liquidez del mercado de renta fija local, lo cual se ha buscado corregir a través de diversas iniciativas de regulación. Ejemplos de esfuerzos para conseguir un mayor desarrollo de la liquidez de este mercado, corresponden a las iniciativas emprendidas por el BCCh y otras autoridades para fortalecer el mercado de repos y promover un programa de formadores de mercado, respectivamente. En este ámbito, una Asistencia Técnica solicitada por el BCCh al FMI en 2024 recomendó impulsar el desarrollo del mercado de repos y fortalecer las herramientas para la gestión de liquidez sistémica ([Recuadro IV.1, IEF 1S.25](#)). Con todo, si bien la materialización de estas iniciativas puede contribuir, es relevante identificar otras variables estructurales que puedan afectar la liquidez de este mercado.

OPORTUNIDADES PARA MEJORAR LA LIQUIDEZ DEL MERCADO DE RENTA FIJA LOCAL

El *stock* de instrumentos de renta fija vigente a septiembre de 2025 en el mercado local alcanza los USD 200 mil millones aproximadamente, equivalentes al 62,5% del PIB. Durante los últimos 15 años, el *stock* de renta fija ha crecido a una tasa anualizada de 12,5%. Este corresponde en un 46% de títulos soberanos, 32% de bonos bancarios, y un 23% de deuda corporativa. Los principales tenedores de estos instrumentos son inversionistas institucionales: Fondos de Pensiones, Fondos Mutuos y de Inversión, Bancos y Compañías de Seguro.

El crecimiento del mercado local de renta fija ha sido acompañado de una significativa relevancia de la actividad en el segmento OTC^{1/}. La participación del segmento OTC en las transacciones de instrumentos de renta fija en el mercado local ha aumentado desde la segunda mitad de la década de los años 2000. Durante los últimos 15 años, el mercado se ha concentrado en este segmento, que captura más del 70% de las transacciones. Esta es una característica que se observa internacionalmente, por cuanto estos mercados se distinguen de los especializados en renta variable por estar estructurados con una mayor participación de transacciones OTC.

La liquidez del mercado secundario local de renta fija se ha reducido en los últimos años. En el caso de instrumentos soberanos, la rotación anual promedio durante el período 2008-2019 fluctuaba en torno a un promedio de 7,6 veces, mientras que entre 2020 y 2024 se redujo a 3,2 veces, con un repunte parcial en lo más reciente. En el caso de la renta fija corporativa, luego de un período con rotación entre 2 y 3 veces durante 2008-2013, se observa una reducción durante el período 2014-2017, para descender nuevamente a partir de 2021. En tanto, la rotación de la renta fija bancaria se ha mantenido relativamente estable en torno a un promedio de 1,2 veces durante el período 2008-2024 (gráfico IV.7).

La diferencia entre los precios de compra y venta (*bid-ask spread*) del bono soberano chileno es comparativamente alto, lo que también indica una baja liquidez de mercado. Una comparación internacional de 33 jurisdicciones avanzadas y emergentes muestra que el *bid-ask spread* del bono chileno a 10 años es relativamente elevado respecto a otras economías. En particular, se observa que este indicador para el caso de Chile es mayor que aquel de otras economías de la región, como México, Brasil y Colombia (gráfico IV.8).

^{1/} Un mercado OTC es descentralizado, sin un libro de órdenes bursátil ni una ubicación física única, en el cual compradores y vendedores negocian entre sí directamente, a través de una red de corredores, o en plataformas de transacción.

INICIATIVAS REGULATORIAS RECIENTES PODRÍAN MEJORAR LA LIQUIDEZ DEL MERCADO

Las iniciativas regulatorias orientadas al desarrollo del mercado de repos podrían contribuir a mejorar la liquidez del mercado secundario de renta fija. Como se ha señalado en Informes anteriores, el mercado de repos local presenta un bajo nivel de desarrollo en comparación a otros segmentos del mercado financiero ([Capítulo IV, IEF 1S.25](#)). Esto podría ser una limitante para la profundización del mercado de renta fija, considerando que la posibilidad de realizar repos sobre instrumentos de deuda soberana u otros de alta calidad contribuye a la demanda por estos instrumentos. El BCCh sometió a consulta pública la propuesta de regulación para la compensación de operaciones de repo, cuyo objetivo es otorgar certeza jurídica a la aplicación del *netting* y al tratamiento de los instrumentos financieros como colateral. La incertidumbre que se genera en ausencia de este marco regulatorio ha sido asociada con anterioridad al rezago en el desarrollo del mercado de repos.

Actualizar la regulación que restringe la participación de los fondos de pensiones en transacciones fuera de bolsa también contribuiría a la liquidez de este mercado, considerando que son los mayores tenedores de instrumentos de renta fija en el mercado local. Debido a exigencias legales y consideraciones históricas de transparencia de mercado, los FP solo pueden efectuar transacciones en bolsa y no tienen permitido participar en el mercado OTC. En la actualidad, la práctica dominante en mercados OTC es la transacción en plataformas de negociación mediante mecanismos de *request for quote* (RFQ) en que los inversionistas solicitan puntas de compra y/o venta a un conjunto de potenciales contrapartes. Dicha modalidad otorga un mayor grado de transparencia que los mecanismos bilaterales vía telefónica más comunes en el pasado. El BCCh cuenta con atribuciones para ampliar la definición de mercado secundario formal^{2/}. Sin embargo, esto no había sido factible hasta ahora dado que no existía un marco regulatorio que resguarde el cumplimiento de las condiciones de transparencia e información para transacciones en sistemas alternativos de transacción (plataformas de transacción no bursátiles). Actualmente sería posible considerar que cumplen la definición de mercado secundario formal aquellas transacciones canalizadas a través de Sistemas Alternativos de Transacción que sería posible establecer al amparo de la Ley Fintec.

GRÁFICO IV.7 La rotación en el mercado de renta fija se ha reducido, en especial para los títulos soberanos

ROTACIÓN ANUAL MERCADO DE DEUDA SEGÚN EMISOR (veces)

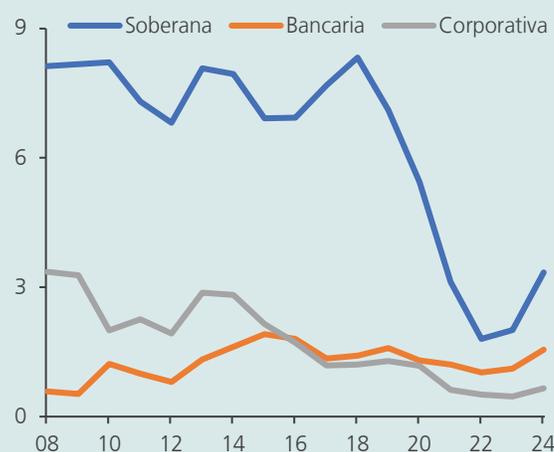
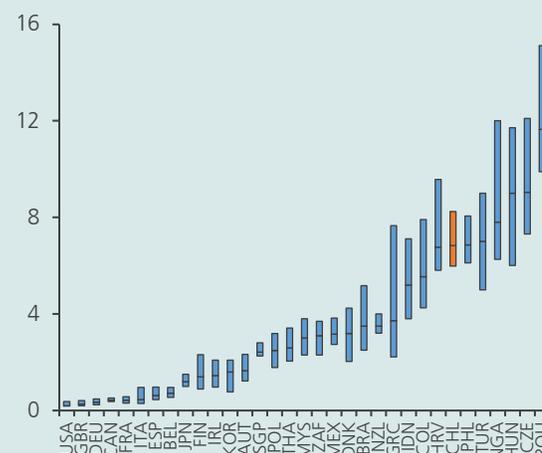


GRÁFICO IV.8 El bid-ask spread del bono soberano chileno es relativamente alto

BID-ASK SPREAD DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS (*) (puntos base)



(*) Mediana y rango intercuartil del bid-ask spread diario en un período de 10 años (octubre 2015 – octubre 2025). Línea horizontal dentro de cada rectángulo corresponde a la mediana. Se destaca a Chile en naranja.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, Depósito Central de Valores y LVA Índices.

^{2/} Capítulo III.F.3 del Compendio de Normas Financieras del BCCh, según lo dispuesto en el artículo 48 del D.L. 3.500. Esta regulación es emitida por el BCCh previo informe de la Superintendencia de Pensiones.



La iniciativa del Ministerio de Hacienda para implementar un Programa de Formadores de Mercado (PFM) mejoraría las condiciones de liquidez para los papeles soberanos, con un potencial impacto positivo a nivel del mercado de renta fija en general. Como se señala en el Capítulo IV de este Informe, el objetivo de política detrás de desarrollar un PFM es mejorar las condiciones de liquidez del mercado de renta fija soberana, lo cual incidiría en tasas de interés más estables y menores costos de financiamiento. Para estos efectos, el Ministerio de Hacienda convocó a un comité técnico conformado conjuntamente por los equipos técnicos de la CMF, el BCCh y del propio Ministerio. Este comité inició sus funciones en julio pasado, con el objetivo de sentar las bases del diseño concreto del PFM.

V. MERCADO DE CAPITALES Y ESTABILIDAD FINANCIERA

En las últimas décadas, el proceso de desarrollo del mercado de capitales chileno ha combinado el fortalecimiento del mercado doméstico con una apertura financiera gradual, en un marco de políticas macroeconómicas sólido —metas de inflación, flexibilidad cambiaria y disciplina fiscal— y de una regulación y supervisión orientadas a preservar la eficiencia y solvencia del sistema financiero. Este proceso se ha materializado en una secuencia de iniciativas de modernización y apertura al mundo. A su vez, permitiendo al mercado de capitales cumplir un rol creciente en la asignación de recursos, la diversificación de riesgos y la absorción de perturbaciones externas e internas. Este capítulo enfatiza que, si bien un mercado de capitales integrado y desarrollado constituye un objetivo en sí mismo, también tiene implicancias relevantes para la estabilidad financiera. En particular, se identifican diversos canales a través de los cuales un mercado más profundo y líquido contribuye a mitigar riesgos sistémicos, absorber perturbaciones externas y facilitar la gestión de riesgo de los agentes. Se presentan algunas ilustraciones de esta relación, y se discuten los principales desafíos y perspectivas que enfrenta el mercado de capitales chileno en su proceso de consolidación y modernización.

EL MERCADO DE CAPITALES

El mercado de capitales comprende el conjunto de transacciones e instituciones que canalizan recursos entre ahorrantes y deudores, y facilitan la redistribución de riesgos entre agentes mediante instrumentos como bonos, acciones y derivados. Este mercado se organiza en dos segmentos principales; un mercado primario, donde los emisores —soberano, corporativo y banca— colocan nuevos instrumentos a ser adquiridos por inversionistas institucionales, minoristas, residentes y no residentes; y un mercado secundario, en el que los títulos previamente emitidos se negocian entre inversionistas, aportando liquidez y facilitando la formación de precios para futuras emisiones. Su funcionamiento descansa en intermediarios e infraestructuras —plataformas de negociación, cámaras de compensación y depositarios de valores, bajo un marco legal y regulatorio orientado a promover la eficiencia, transparencia, acceso y reducción de riesgos sistémicos (figura V.1).

FIGURA V.1 El mercado de capitales involucra transacciones e instituciones que canalizan recursos y redistribuyen riesgos.

CARACTERIZACIÓN CONCEPTUAL DEL MERCADO DE CAPITALES



Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.1 En comparación internacional, Chile se sitúa entre pares regionales y economías avanzadas, con buena profundidad y acceso, aunque con menor eficiencia relativa.

ÍNDICES DE DESARROLLO DE MERCADOS FINANCIEROS (FDI-FMI): CHILE VS. BENCHMARKS (1)

| | Chile | Benchmarks | | | |
|-------------|-------|----------------------|------------------|--|---------------------|
| | | Mediana esperada (2) | Pares regionales | Economías avanzadas, pequeñas y abiertas | Economías avanzadas |
| Profundidad | 43 | 16 | 6 | 73 | 64 |
| Acceso | 47 | 31 | 3 | 73 | 69 |
| Eficiencia | 27 | 24 | 3 | 45 | 75 |

(1) Los índices de profundidad, acceso y eficiencia son un subconjunto del *Financial Development Index* (FDI, FMI), normalizados en escala 0-100 (100 corresponde a mayor desarrollo), consideran el mercado accionario y de bonos soberanos, bancarios y corporativos. La tabla reporta valores a 2021 (último dato disponible). Para mayor detalle de los grupos de países que componen los *benchmarks* ver set de gráficos. (2) La mediana esperada es el valor predicho por una regresión de cuantiles con efectos fijos por año y un conjunto de variables idiosincráticas.

Fuente: Basado en [Beck et al. \(2008\)](#), [Cihák et al. \(2012\)](#), [Sahay et al. \(2015\)](#), [Sviryzdenka \(2016\)](#).

DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES: MÉTRICAS Y TENDENCIAS

El desarrollo del mercado de capitales es un concepto que abarca distintas dimensiones. En la literatura, se suele caracterizar a través de tres: profundidad, acceso y eficiencia. La profundidad se asocia al tamaño relativo de los instrumentos emitidos y transados en relación con el tamaño de la economía, y se interpreta como una mayor capacidad para canalizar ahorro y diversificar riesgos; al mismo tiempo puede reflejar un mayor endeudamiento. El acceso alude a la posibilidad de distintos agentes de participar como emisores e inversionistas; y la eficiencia, a la facilidad con que se canaliza financiamiento hacia los usos más productivos, a costos competitivos y con adecuada liquidez.

En perspectiva internacional, Chile muestra un desarrollo intermedio del mercado de capitales. La metodología utilizada por el FMI y el Banco Mundial ([Beck et al., 2008](#); [Cihák et al., 2012](#); [Sviryzdenka, 2016](#); [Sahay et al., 2015](#)) permite realizar comparaciones internacionales del grado de desarrollo financiero en las tres dimensiones antes mencionadas. Con la última información disponible (2021), Chile se ubica sistemáticamente por encima de sus pares regionales y de su mediana esperada en profundidad, acceso y eficiencia, pero se mantiene por debajo de economías avanzadas pequeñas y abiertas, y economías avanzadas en general; en especial, en la dimensión de eficiencia (tabla V.1).

En los últimos 15 años, el tamaño y la actividad del mercado de renta fija han aumentado de forma sostenida, aunque con un retroceso transitorio en 2020. El *stock* de bonos soberanos, bancarios y corporativos muestra una tendencia ascendente acompañada por mayores volúmenes transados en el mercado secundario. Tras los retiros de fondos previsionales, los volúmenes transados en el mercado de renta fija disminuyeron sustancialmente ([Capítulo I, IEF Segundo Semestre 2023](#) y gráfico V.1A). Más recientemente, ambos indicadores retoman una senda de normalización: el *stock* continúa expandiéndose y los montos transados muestran una recuperación desde los mínimos post-2020, aunque todavía por debajo de los niveles previos. En contraste, en el mercado accionario la profundidad se ha reducido y se estabiliza en niveles inferiores: la capitalización bursátil y los montos transados como porcentaje del PIB registran caídas en los últimos años y una estabilización reciente por debajo de los máximos observados en el período (gráfico V.1B).

La eficiencia operativa permanece contenida, con liquidez y niveles acotados de rotación. En renta fija (gráfico V.1A), la rotación del mercado secundario —monto transado como porcentaje del *stock* vigente de bonos— registró una contracción pronunciada en 2020, y aunque muestra cierta recuperación en lo más reciente, aún no alcanza niveles de la década pasada. En renta variable (gráfico V.1B), la rotación —monto transado en relación con la capitalización bursátil— se mantiene históricamente contenida en niveles bajo 20%, mientras que la rotación bursátil para la mediana de economías avanzadas y avanzadas pequeñas y abiertas supera el 50% en 2021. En Chile, se observan repuntes puntuales de la rotación sobre una base de capitalización menor, mientras que los montos transados sobre PIB se mantienen contenidos, sin una tendencia de recuperación persistente.

GRÁFICO V.1A La actividad en mercado de renta fija ha crecido sostenidamente, aunque sufrió un retroceso en 2020.

INDICADORES DEL MERCADO DE RENTA FIJA (2009-2024)(1)
(porcentaje)

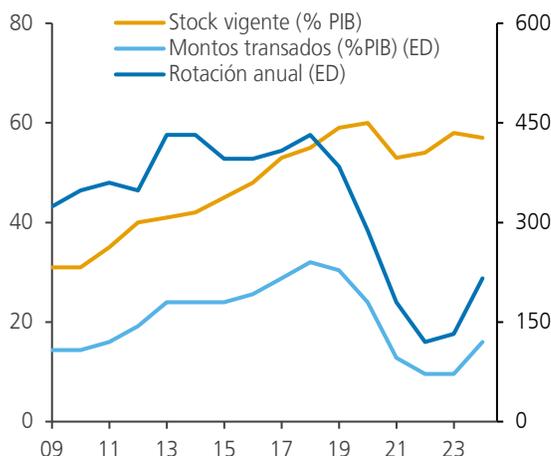
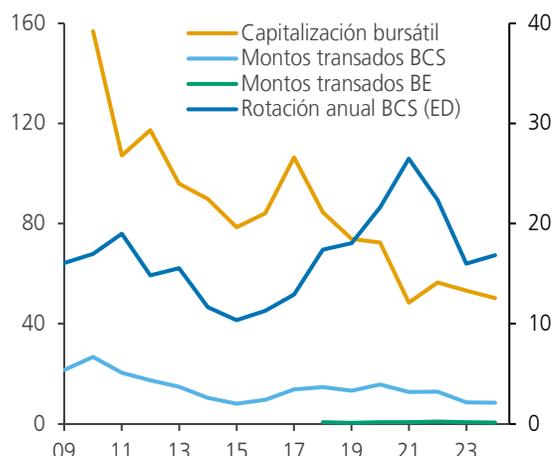


GRÁFICO V.1B La capitalización bursátil y el volumen transado retroceden y se estabilizan por debajo de los máximos previos

INDICADORES DEL MERCADO ACCIONARIO (2009-2024)(2)
(porcentaje del PIB, porcentaje)



(1) El *stock* vigente corresponde al valor nominal de los bonos soberanos, bancarios y corporativos, tanto en pesos como en UF. Los montos transados corresponden a la suma del valor de mercado de las transacciones en un año en la Bolsa de Comercio de Santiago y en el mercado OTC. La rotación se calcula como el cociente entre los montos transados y el *stock* vigente. (2) La capitalización bursátil corresponde al valor de mercado de las acciones listadas en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y la Bolsa Electrónica (BE). Los montos transados de acciones corresponden a la suma anual del valor de mercado de las transacciones. La rotación se calcula como el cociente entre los montos transados en BCS y la capitalización bursátil.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del DCV, LVA Índices y *World Federation of Exchanges*.

GRÁFICO V.2 La emisión neta de bonos corporativos ha crecido, especialmente hasta principios de los 2000.

EMISIÓN NETA ACUMULADA DE BONOS Y ACCIONES DE EMPRESAS NO FINANCIERAS EN CHILE (1)
(porcentaje del PIB)

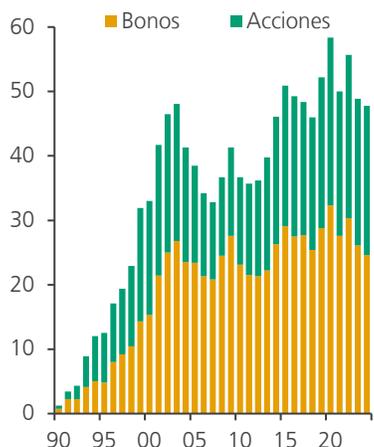


GRÁFICO V.3 No residentes han ido aumentando su participación en mercado de deuda local.

PARTICIPACIÓN DE NO RESIDENTES EN MERCADO DE RENTA FIJA LOCAL (2)
(porcentaje del total por instrumento)

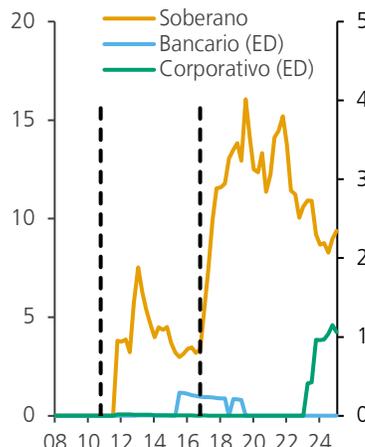
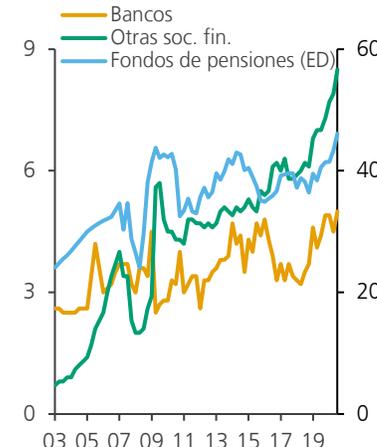


GRÁFICO V.4 Inversiones de instituciones locales en exterior también han crecido sostenidamente.

PROPORCIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS EN TOTAL DE ACTIVOS POR TIPO DE INSTITUCIÓN (3)
(porcentaje)



(1) Corresponde a la suma acumulada de nuevas emisiones, neta de vencimientos a partir de 1990. (2) Las líneas punteadas corresponden al inicio de operaciones en Chile de *Euroclear* en 2011 y a cambios tributarios y cambiarios en 2016-17. (3) Otras soc. fin.: Otras sociedades financieras, incluye compañías de seguros, fondos mutuos y otros intermediarios y auxiliares financieros.
Fuente: Banco Central de Chile en base a [Meh y Schmukler \(2025\)](#), LSEG-Refinitiv y DCV



Además de las métricas tradicionales, una medida complementaria para evaluar la contribución del mercado de capitales al financiamiento corporativo es la emisión neta acumulada de bonos y acciones de empresas no financieras ([Meh y Schmukler, 2025](#)). El gráfico V.2 muestra este cálculo para Chile acumulando emisiones netas desde 1990 —lo que implica que este es un año de referencia para interpretar el gráfico. Cabe destacar que en dicho año el mercado accionario ya se encontraba medianamente desarrollado, en contraste con el mercado de bonos. Desde entonces, este indicador muestra una tendencia ascendente con un primer máximo hacia 2003 (cerca de 50% del PIB), nuevos incrementos en 2009 y un nivel cercano a 60% en 2020. En promedio, durante el período 2010-2024, la emisión neta acumulada alcanzó 47% del PIB. En comparación internacional con el período 2010-2022 —último dato disponible, [Meh y Schmukler \(2025\)](#)—, Chile se ubica por encima del promedio de economías de ingreso medio (17%) y levemente por encima del de economías avanzadas (43%), confirmando un período de profundización importante del mercado de capitales.

Dentro de otros indicadores que miden desarrollo financiero más general, se considera la profundidad de las instituciones. En Chile, los fondos de pensiones, los fondos mutuos y las compañías de seguro, siguen siendo un elemento distintivo del sistema chileno frente a la región, incluso después de los retiros previsionales. Los fondos de pensiones, en particular, permanecen como los principales inversionistas en el mercado de bonos de largo plazo, pese a que sus activos administrados se redujeron de cerca de 80% del PIB a 60% tras los retiros. Las compañías de seguros mantienen carteras de mayor duración promedio, pero su participación relativa en estos mercados es acotada ([Opazo et al., 2015](#)). Los fondos mutuos, por su parte, se han mantenido en torno a 20% PIB en los últimos años, con una presencia más concentrada en los instrumentos de corto plazo.

En cuanto a integración financiera, el mercado de capitales chileno ha mostrado una tendencia sostenida hacia mayor apertura desde principios de los 2000. En términos de facto, la posición efectiva de activos y pasivos con el exterior muestra una creciente integración. La participación de inversionistas no residentes en la deuda soberana local aumentó hasta alcanzar niveles cercanos al 20% antes de la pandemia, aunque su participación en deuda corporativa y bancaria local sigue siendo limitada (gráfico V.3). Por el lado de activos en el exterior, los fondos de pensiones y las compañías de seguros mantienen una creciente proporción de activos externos (gráfico V.4), lo que les permite acceder a portafolios más diversificados —reduciendo exposición a riesgo idiosincrático, y potencialmente mayores retornos ajustados por riesgo ([Didier et al., 2013](#)). En efecto, la apertura financiera chilena es bidireccional: el ahorro externo cofinancia inversión local y, a la vez, parte del ahorro interno se invierte en el exterior. Esta integración además ha contribuido al dinamismo del mercado de coberturas cambiarias (Recuadro V.I).

DESARROLLOS DE POLÍTICA PARA EL FORTALECIMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES

El estado actual de desarrollo del mercado de capitales chileno ha estado guiado por un proceso continuo de iniciativas, que se extiende desde inicios de la década de 1980 hasta la actualidad. Su avance se ha estructurado en torno a dos ejes complementarios: el fortalecimiento del mercado doméstico y una progresiva integración financiera al resto del mundo.

El fortalecimiento del mercado doméstico requiere, en primer lugar, un conjunto de condiciones previas que incluyen la estabilidad macroeconómica, calidad del marco legal e institucional, y un marco regulatorio robusto y eficiente. La primera de estas condiciones permite la existencia de proyectos y contratos de largo plazo ([Levine, 2005](#)) —la que en Chile se apoya sobre la autonomía del Banco Central, el régimen de metas de inflación, una política fiscal responsable y la flotación cambiaria. La solidez y estabilidad del marco legal permite resguardar los derechos de acreedores y accionistas ([La Porta et al., 1997, 1998, 2013](#)). Finalmente, un buen marco regulatorio asegura estabilidad y solvencia del sistema financiero, favoreciendo el desarrollo de la banca e inversionistas institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras y AGF, entre otros) con horizontes de inversión largos, que provean demanda estable por activos ([CGFS, 2007](#); [Cihák et al., 2012](#); [De la Torre et al., 2007](#); [Berstein y Marcel, 2019](#)).



La integración financiera, que es parte de una orientación más general de apertura económica e institucional del país, ha avanzado en consonancia con el desarrollo local. La integración financiera puede contribuir a ampliar fuentes de financiamiento y la base de inversionistas, así como a la profundización del mercado local mejorando la eficiencia y los estándares de gobernanza ([Bekaert et al. 2005](#); [Klein y Olivei 2008](#)). Sin embargo, mayor integración financiera también conlleva exposición a riesgos externos —volatilidad de flujos de capital, contagio, descalses, entre otros— que son más prevalentes en economías con marcos institucionales y de supervisión débiles, y mercados financieros domésticos poco desarrollados. Así, los beneficios de la integración financiera podrían no observarse en países con bajo desarrollo financiero doméstico ([Edwards 2001](#); [Klein y Olivei, 2008](#); [Eichengreen, 2019](#)). En este sentido, Chile ha buscado fortalecer su institucionalidad y profundizar y modernizar su mercado financiero para mitigar estas vulnerabilidades y aumentar su capacidad de absorber perturbaciones.

Desde los años ochenta, el marco legal y regulatorio ha evolucionado de manera consistente sobre los mencionados ejes, destacando ciertas reformas fundacionales: los Decretos Ley 3.500 y 3.501 de 1980, que introdujeron el sistema previsional de capitalización individual; la Ley de Mercado de Valores de 1981 que estableció un marco legal para la emisión, e intermediación de valores; la Ley de Sociedades Anónimas del mismo año, que estableció normativa de gobierno corporativo y derechos de accionistas; y la Ley General de Bancos de 1986, que modernizó la regulación bancaria tras la crisis financiera de 1981-1982 ([Cifuentes et al., 2002](#); [Walker y Lefort, 2002](#); [De Gregorio et al., 2000](#); [Berstein y Marcel, 2019](#)).

Varias iniciativas posteriores profundizaron distintos aspectos del mercado doméstico: la creación del Depósito Central de Valores (DCV) en 1993, que modernizó la custodia y liquidación de instrumentos, reduciendo riesgos operativos; la Ley de OPAs en 2000, que fortaleció el gobierno corporativo y la protección de accionistas minoritarios; y las reformas de Mercado de Capitales I, II, III y Bicentenario (2001, 2007 y 2010), que flexibilizaron los regímenes de inversión institucional, promovieron multifondos, ampliaron la oferta de instrumentos, eliminaron restricciones a la inversión extranjera, y fortalecieron la protección al consumidor financiero, favoreciendo un mercado más líquido y competitivo. Más recientemente, en 2019, la Ley 21.130 unificó la supervisión financiera bajo la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y elevó los requisitos de capital bancario e incorporó herramientas prudenciales; en 2023, la Ley Fintech y la Ley de Resiliencia modernizaron la regulación de servicios digitales y la infraestructura crítica de pagos; y en 2025, se acordó una reforma previsional que refuerza la capitalización individual y el ahorro doméstico.

En paralelo, Chile avanzó en integración financiera mediante reformas que ampliaron la inversión internacional de los fondos de pensiones y eliminaron restricciones a los flujos externos. La Ley 19.301 (1994) permitió a las AFP invertir en activos internacionales, mientras que los encajes no remunerados sobre créditos externos se redujeron hasta llegar a 0% en 1998 y fueron eliminados en 2001 ([De Gregorio et al., 2000](#); [Le Fort y Lehmann, 2004](#)). Posteriormente, la Ley 20.255 (2008) elevó los límites de inversión extranjera para fondos de pensiones, y estableció un marco normativo para derivados cambiarios, fortaleciendo la gestión de riesgos. Un hito posterior importante fue el inicio de operaciones en Chile de *Euroclear Bank* en 2011 y posteriores cambios en la legislación tributaria y la normativa cambiaria entre 2016 y 2017, que facilitaron la emisión de bonos “euroclearizables” y la operación de custodios internacionales en el país, lo que a su vez se tradujo en un incremento sustancial de la tenencia de esos instrumentos por parte de no residentes (gráfico V.3; [Capítulo IV, IEF Primer Semestre 2017](#)). En lo más reciente, el SII y la CMF removieron las últimas fricciones regulatorias para que no residentes puedan realizar operaciones financieras locales en pesos chilenos. Bajo la Ley de Resiliencia se introdujeron modificaciones legales que permiten a instituciones financieras extranjeras acceder a RUT simplificado y la sustitución del pagaré requerido para suscripción de sobregiros pactados en cuentas corrientes ([Capítulo IV, IEF Primer Semestre 2025](#)).

RELEVANCIA DEL DESARROLLO DE MERCADO DE CAPITALES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Un mercado de capitales desarrollado e integrado, apoyado en una adecuada institucionalidad y marco regulatorio, puede contribuir a la mitigación de los efectos de *shocks* domésticos y externos en el sistema financiero, así como a la tarea de gestión de estos riesgos por parte de distintos agentes de la economía. Esto puede ocurrir a través de diversos canales: (i) mercados más profundos y líquidos facilitan la formación eficiente de precios y la generación de información coherente con el riesgo de los activos; (ii) la diversificación de fuentes de financiamiento —entre banca y mercado, y entre origen local y externo— reduce el riesgo de renovación o postergación de proyectos; (iii) una base de inversionistas más amplia aumenta la capacidad de absorción frente a *shocks*, tanto internos como externos; (iv) mayor integración, en forma de ahorro doméstico invertido en el exterior, permite a ciertos agentes, como inversionistas institucionales, repatriar recursos en momentos de tensión; (v) una mayor profundidad y liquidez reducen las primas por liquidez y el riesgo de refinanciamiento; (vi) finalmente, el desarrollo de un mercado de coberturas estabiliza los flujos de caja y permite una gestión y diversificación más eficiente del riesgo idiosincrático.

A continuación, se elaboran en más detalle los canales (ii), (iii) y (iv), con tres ejercicios ilustrativos, mientras que el canal (vi) se desarrolla en el Recuadro V.1.

Primero, un mercado de capitales desarrollado e integrado amplía las opciones de financiamiento disponibles, y reduce la dependencia a una fuente particular. Esto permite amortiguar perturbaciones que afecten a un segmento y origen específico de recursos ([Adrian et al., 2013](#); [Crouzet, 2018](#)). La literatura relacionada destaca que los sistemas financieros basados exclusivamente en banca o en mercados enfrentan limitaciones: mientras la banca facilita relaciones de largo plazo y estabilidad en contextos de incertidumbre, los mercados permiten diversificar riesgos y acceder a financiamiento de mayor plazo o menores costos ([Demirgüç-Kunt y Levine, 2001](#); [Allen y Gale, 2001](#); [Levine, 2002](#)). En consecuencia, sistemas mixtos, donde ambos canales coexisten, exhibirían mayor capacidad de ajuste ante perturbaciones ([Bats y Houben, 2020](#); [Aldasoro et al., 2023](#)). Chile constituye precisamente un sistema de este tipo. La estructura de financiamiento corporativo combina crédito bancario, emisiones locales de bonos y deuda internacional, aunque las proporciones varían en función del tipo de firma y no todas las firmas pueden acceder a todo tipo de financiamiento (gráfico V.5).

En perspectiva comparada, Chile se ubica entre las economías con participación media en la proporción de uso de financiamiento de mercado en el crédito total. Esta proporción aumentó levemente desde 2015 y oscila en torno al 28% en 2025 (20% excluyendo sector minería), bajo países como EE.UU. pero sobre varios países de Europa (gráfico V.6). Esto refleja la capacidad de las empresas —al menos las más grandes— para combinar financiamiento bancario y de mercado en su estructura de financiamiento.

Un margen adicional de diversificación de las fuentes de financiamiento es el origen del mismo. En los últimos años, a nivel agregado, se observa una mayor proporción de financiamiento externo en las empresas no financieras, junto con una estabilización del crédito doméstico ([Okuda, 2025](#)). En particular, tras los retiros de fondos de pensiones en 2020-2021, la proporción de emisión de bonos externos tuvo un repunte importante en 2021, alcanzando cerca del 90% del total de emisiones, en contraste con una proporción de algo menos que 50% el año anterior (gráfico V.7). Esta dinámica es coherente con la idea de sustitución de fuentes de financiamiento, aunque favorecería principalmente a empresas grandes y bien calificadas que acceden a estos mercados, mientras que, para las firmas más pequeñas, la banca sigue siendo la fuente de financiamiento dominante.

Un segundo canal mediante el cual el desarrollo del mercado de capitales contribuye a la estabilidad financiera es la capacidad de reducir la sensibilidad de los precios financieros domésticos frente a perturbaciones globales. Un mercado más profundo y líquido puede absorber de mejor manera *shocks* externos. Una base amplia de inversionistas, mayor diversidad de instrumentos y la disponibilidad de coberturas permiten que los precios reflejen mejor la información y se ajusten sin dislocaciones persistentes. La literatura muestra que los países con mercados más desarrollados exhiben menor sensibilidad a las condiciones externas y recuperaciones más rápidas tras episodios de tensión ([Aqosín y Díaz, 2019](#); [Park y Shin, 2025](#)).

GRÁFICO V.5 Las empresas no bancarias utilizan diferentes fuentes de financiamiento.

DEUDA TOTAL DE EMPRESAS NO BANCARIAS POR TIPO DE DEUDA Y TIPO DE EMPRESA (1)
(porcentaje del PIB)

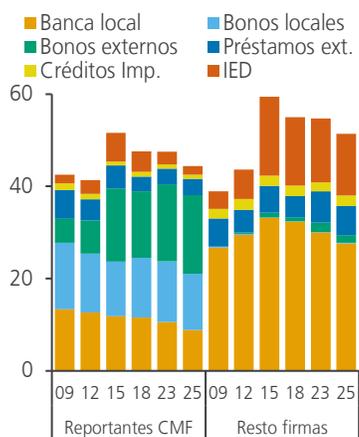


GRÁFICO V.6 El financiamiento corporativo a través de mercado es relevante.

PROPORCIÓN DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EN FINANCIAMIENTO DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO (2)
(porcentaje)

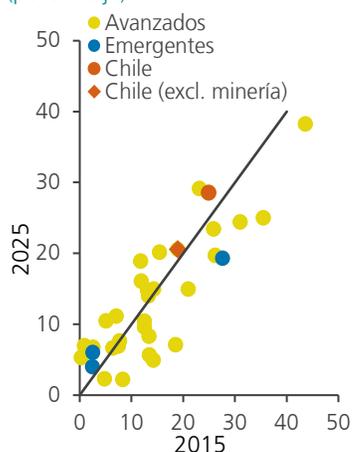
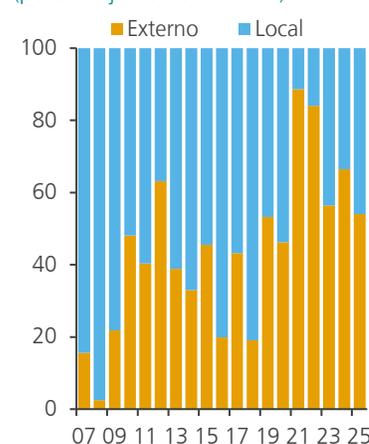


GRÁFICO V.7 La fracción de emisiones de bonos corporativos en mercado externo aumentó en 2021.

EMISIONES BONOS CORPORATIVOS: COMPOSICIÓN LOCAL VS. EXTERNO (3)
(porcentaje del total anual)



(1) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de *factoring* no bancario, *leasing* y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. No incluye deuda comercial universitaria. (2) Total financiamiento corporativo incluye crédito e instrumentos de deuda en todas las monedas al sector corporativo no financiero. Comparación al primer trimestre 2015 y 2025. Se utilizan datos cierre 2024 para nueve países que no reportan datos a 2025 al cierre de este informe. (3) Cubre bonos emitidos por corporativos no financieros; excluye securitizados y efectos de comercio.

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

Por ejemplo, la profundidad del mercado de capitales atenúa la reacción de las tasas soberanas ante perturbaciones globales. Para un panel mensual de economías emergentes y avanzadas, el gráfico V.8 muestra la respuesta de los rendimientos de bonos soberanos a 10 años frente a aumentos severos del Índice de Estrés Financiero Global calculado por la Oficina de Investigación Financiera del Departamento del Tesoro de Estados Unidos (OIF, 2025) y del Índice de Riesgo Geopolítico calculado por [Caldara y lacoviello \(2022\)](#). Los resultados muestran que este impacto es menor en países con alta profundidad de mercado (definidos como aquellos por sobre el percentil 75 en el índice de profundidad incluido en la tabla V.1) que en aquellos con baja profundidad (bajo el percentil 25 de mismo indicador). Este patrón es consistente para ambos tipos de perturbaciones globales y confirma el rol amortiguador de la profundidad. Este resultado es robusto bajo distintas especificaciones y se puede observar también en otros precios financieros^{1/}.

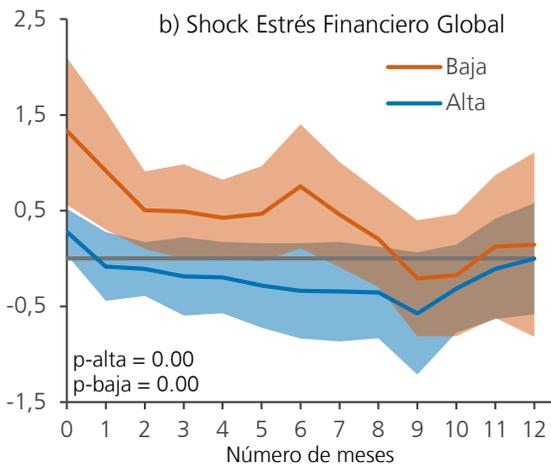
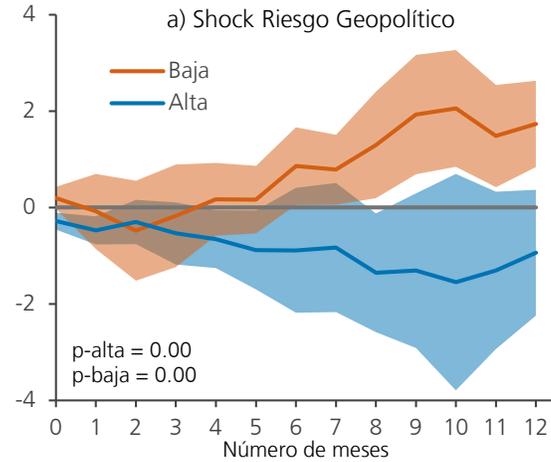
En el plano local, la correlación entre los precios domésticos y *shocks* externos aumentó tras la caída en la profundidad del mercado de capitales posterior a los retiros de fondos de pensiones —con todo, nótese que la ventana considerada, 2021-2025, también puede incluir otros cambios como mayor integración y exposición de la economía. Estimaciones basadas en proyecciones locales con datos diarios comparan la dinámica del tipo de cambio nominal y el Índice de estrés financiero local soberano, calculado por el BCCh, ante un *shock* severo del índice de estrés financiero global (OIF, 2025), mostrando que las reacciones son más intensas y persistentes en el período denominado de baja profundidad de mercado (gráfico V.9)^{2/}. Este resultado es coherente con la menor tenencia de activos por parte de inversionistas institucionales y con la reducción de montos transados en el mercado de renta fija con posterioridad a la materialización de los retiros previsionales (gráfico V.1A).

^{1/} Las estimaciones controlan por medidas alternativas de integración financiera. Los resultados son consistentes entre medidas alternativas de desarrollo, incluyendo la participación de inversionistas institucionales en el financiamiento corporativo.

^{2/} Resultados similares se obtienen para los *spreads on-shore* a diferentes plazos, el *spread* de bonos corporativos y medidas alternativas de estrés financiero local. Para más detalles ver nota técnica Carvajal et al. (2025).

GRÁFICO V.8 Países con mercados de capitales más desarrollados muestran menor sensibilidad en tasas soberanas a shocks externos.

RESPUESTA DE LAS TASAS SOBERANAS A SHOCKS EXTERNOS POR PROFUNDIDAD DE MERCADOS (*) (porcentaje acumulado según número de meses)

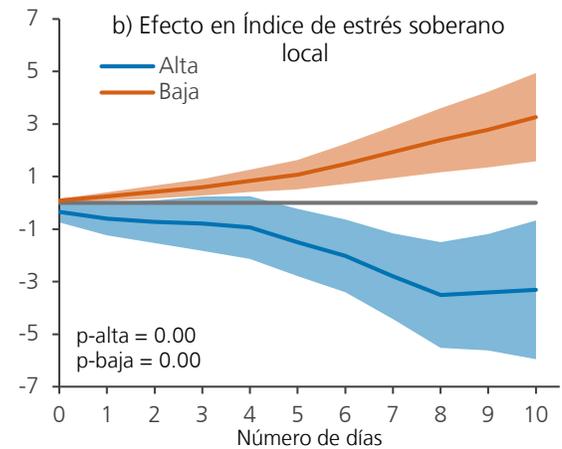
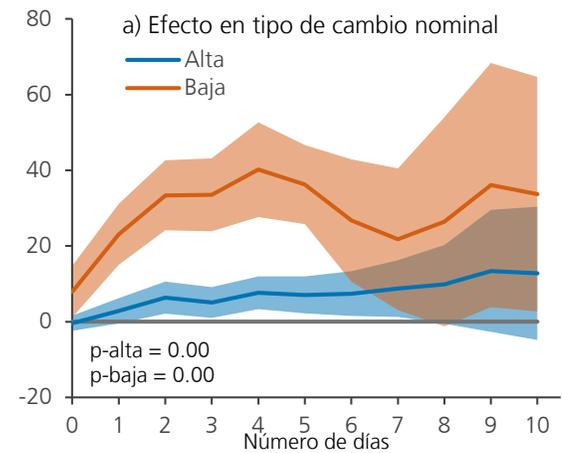


(*) Evalúa el impacto de un *shock* de un desvío estándar respecto de la media de los Índices de Riesgo Geopolítico (Caldara y Iacoviello, 2022) (panel a) y de Estrés Financiero Global (OIF, 2025) (panel b) sobre tasas soberanas a 10 años. El gráfico compara la dinámica para economías con profundidad de mercado alta (sobre el percentil 75) y baja (menor al percentil 25) del índice de profundidad de mercado (Svirydzenka, 2016) para una muestra de 54 economías emergentes y avanzadas en periodo entre enero de 2020 y septiembre de 2024. Los valores p reportan la significancia conjunta de cada función de impulso respuesta. Las bandas corresponden a los intervalos de confianza al 90%.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Carvajal, Jara y Mendoza-Yuseff (2025, nota técnica).

GRÁFICO V.9 Variables financieras locales son más sensibles a shocks externos en lo más reciente.

RESPUESTA DE VARIABLES LOCALES A SHOCK DE ESTRÉS FINANCIERO GLOBAL (*) (respuesta acumulada según número de días; pesos por dólar y porcentaje)



(*) Evalúa el impacto de un *shock* de un desvío estándar respecto de la media del Índice de Estrés Financiero Global (OIF, 2025), sobre el tipo de cambio nominal peso-dólar (panel a) y el índice de estrés soberano local reportado por el BCCh (panel b). Los valores p representan la significancia conjunta y las bandas, los intervalos de confianza al 90%. Estimaciones incluyen información diaria desde 2000 hasta septiembre de 2025. El gráfico compara la respuesta diferenciada durante periodos de alta (2011-2019) y baja (2021-2025) profundidad del mercado de capitales.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Carvajal, Jara y Mendoza-Yuseff (2025, nota técnica).

Un tercer canal mediante el cual el desarrollo local puede contribuir a la estabilidad financiera es a través de la repatriación de capitales cuando el financiamiento externo se vuelve escaso, como en episodios de *risk-off* global. La existencia de inversionistas locales con posiciones significativas en activos externos —por ejemplo, fondos de pensiones u otros institucionales— permite que, ante episodios de estrés, éstos liquiden parte de esas inversiones y las reinviertan en el mercado doméstico, actuando como un amortiguador frente a salidas de capital extranjero^{3/}. Hay varias razones que pueden motivar esta dinámica: primero, inversionistas locales cuentan con mejor información sobre el retorno esperado y riesgo relativo de activos domésticos, ventaja informacional que se acentúa en periodos de alta incertidumbre internacional ([Brennan y Cao, 1997](#); [Tille y van Wincoop, 2008](#); [Van Nieuwerbergh y Veldkamp, 2009](#); [Broner et al., 2013](#)); segundo, por *shocks* de aversión al riesgo donde los agentes perciban que los activos externos son más riesgosos o ilíquidos, o cuando la volatilidad cambiaria mejora el valor relativo de los activos internos ([Milesi-Ferreti y Tille, 2011](#); [Broner et al., 2013](#)); tercero, si la materialización de algún riesgo, por ejemplo soberano, afecta de modo diferente a residentes que extranjeros ([Broner et al., 2010](#)); cuarto, en caso que algún límite regulatorio pueda gatillarse ante cambios abruptos de valoraciones de portafolio que requieran rebalanceo hacia activos domésticos ([Capítulo III del IEF Primer Semestre 2010](#)).

La dinámica de repatriación de activos —y por ende flujos netos más estables— es más frecuente en las economías con mercados de capitales más desarrollados (gráfico V.10), donde existen inversionistas con capacidad de ajustar sus portafolios externos a *shocks* globales ([Forbes y Warnock, 2012](#); [Jara y Cifuentes, 2014](#); [Agosin et al., 2019](#); [Lepers y Mercado, 2021](#); [Agosin y Díaz, 2023](#)). En estos casos, la magnitud del ahorro doméstico invertido en el exterior en relación con los pasivos con el extranjero determina el potencial de compensación de financiamiento ([Jara y Cifuentes, 2014](#); [Agosin et al., 2019](#); [Agosin y Díaz, 2023](#)). Por su tamaño, este ahorro suele ser administrado por inversionistas institucionales que agrupan recursos de hogares y firmas ([Abreu et al., 2011](#); [Agosin y Díaz, 2023](#)), y en el caso chileno, corresponden principalmente a fondos de pensiones (gráfico V.11).

El mecanismo descrito opera en dos márgenes relacionados. Primero, la repatriación de capitales reduce la probabilidad de salidas netas. Segundo, ante una parada súbita de capitales, los efectos sobre el mercado financiero local tienden a ser menores, dado que un mayor tamaño del mercado financiero doméstico permite suavizar el ajuste macroeconómico y sustituir fuentes de financiamiento ([Montañez-Enríquez et al., 2024](#); [Agosin y Díaz, 2023](#); [Avdjiev et al., 2025](#)). Esta mayor estabilidad en flujos netos también puede afectar positivamente la estabilidad de fondeo bancario ([Capítulo III, IEF Segundo Semestre 2008](#); [Podpiera, 2012](#)) y mediante este canal, el crédito bancario. El gráfico V.12 muestra que la contracción del crédito bancario doméstico hacia el sector privado no-financiero, ante una detención repentina de flujos netos, es menor en economías con un alto desarrollo de los mercados financieros domésticos en cuanto a profundidad de los mercados y el tamaño de los activos de los inversionistas institucionales.

Así, el desarrollo del mercado de capitales y su integración al resto del mundo pueden tener implicancias para la estabilidad financiera en diferentes márgenes. Por un lado, mayor integración puede ampliar las fuentes de financiamiento y base de inversionistas disponibles. Por otro lado, un mercado más desarrollado tiene mayor capacidad para absorber *shocks* sin dislocaciones de precios grandes o persistentes. A su vez, un mercado doméstico desarrollado puede ayudar a administrar mejor los riesgos de mayor apertura, por ejemplo mitigando la transmisión de episodios de reversiones repentinas de capitales. Con todo, los ejercicios elaborados más arriba, son solo ejemplos puntuales de una conexión más amplia y entramada entre desarrollo, apertura y estabilidad financiera.

^{3/} Esto, sin perjuicio de que, simultáneamente la política fiscal contracíclica pueda estar realizando también una repatriación de ahorros externos, en la medida que estos se encuentren disponibles, por ejemplo, a través de retiros de Fondos Soberanos.

GRÁFICO V.10 La volatilidad de los flujos netos de capitales es menor en economías desarrolladas.

VOLATILIDAD DE FLUJOS NETOS DE CAPITALES Y NIVEL DE DESARROLLO MERCADO DE CAPITALES SEGÚN TIPO DE PAÍS (1) (porcentaje)

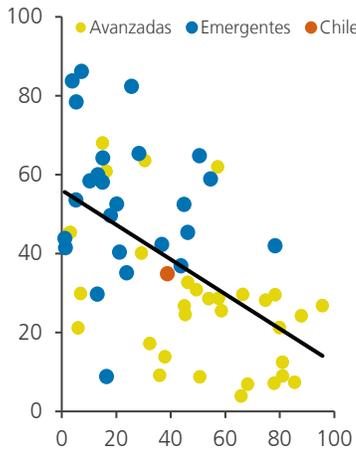


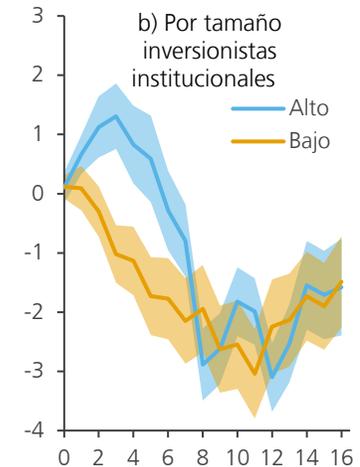
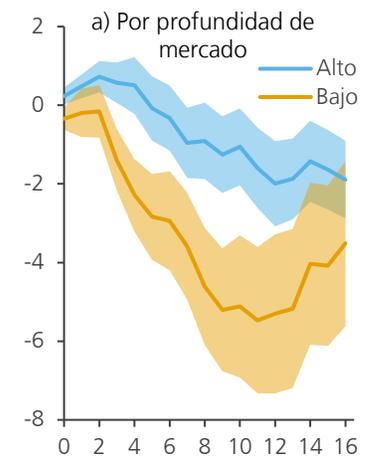
GRÁFICO V.11 Chile destaca en las tenencias de activos externos en términos comparados

TAMAÑO Y PROPORCIÓN DE TENENCIA DE ACTIVOS EXTERNOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES POR TIPO DE PAÍS (2) (porcentaje del PIB, porcentaje del total)



GRÁFICO V.12 La contracción del crédito ante detención súbita de capitales es menor en mercados desarrollados

DINÁMICA CRÉDITO BANCARIO DOMÉSTICO EN EPISODIOS DE DETENCIÓN REPENTINA DE CAPITALES NETOS, POR NIVEL DE DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES (3) (cambio porcentual acumulado)



(1) La volatilidad de los flujos de capitales corresponde a la razón entre la desviación estándar de los flujos netos sobre la suma de los flujos brutos de entrada y de salida, en porcentaje. El nivel de desarrollo del mercado financiero se mide con el índice de profundidad utilizado en la tabla V.1. (2) Activos totales de fondos de pensiones (porcentaje del PIB) e inversiones en emisores no residentes (porcentaje del total de activos administrados). Chile se muestra individualmente; los grupos reportan su mediana. La cobertura corresponde a último dato disponible (principalmente 2021). (3) Panel (a): profundidad de mercado de capitales según [Svirydzenka \(2016\)](#), y Panel (b): tamaño inversionistas institucionales medido como activos administrados (% PIB); nivel alto (bajo) es valores sobre (bajo) el p75. Áreas corresponden a un IC de 95%. Detención repentina es variable binaria que indica eventos de caída de flujos de capitales netos de más de dos desvíos estándar respecto al promedio de los últimos 5 años. Eje horizontal en trimestres.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FMI y OCDE.



PERSPECTIVAS Y DESAFÍOS

El desarrollo del mercado de capitales en Chile ha sido impulsado por un entorno macroeconómico estable y una serie de reformas orientadas tanto al fortalecimiento doméstico como a una mayor apertura externa. Estas iniciativas han promovido una profundización institucional, mejoras en el marco regulatorio, diversificación de participantes e instrumentos, desarrollo de infraestructuras de mercado y avances en la modernización de la supervisión financiera.

El BCCh no tiene como mandato explícito el desarrollo del mercado de capitales. No obstante, sus políticas han contribuido de modo relevante a su fortalecimiento. La conducción de la política monetaria ha contribuido a un entorno estable y predecible, condición esencial para fomentar decisiones de inversión de largo plazo. Su rol en regulación prudencial y desarrollo de infraestructuras críticas—como sistemas de pagos y liquidación— ha reforzado la confianza de los inversionistas y facilitado la modernización del mercado. Finalmente, en el ámbito de su mandato de estabilidad financiera, el BCCh aporta con monitoreo y evaluación de riesgos sistémicos en su Informe de Estabilidad Financiera, permitiendo alertar de incubación de vulnerabilidades a los agentes, además de desplegar políticas para asegurar la liquidez y funcionamiento del mercado financiero en momentos de tensión financiera. Esta capacidad contribuye a la confianza de participantes en el mercado de capitales, y en último término a su desarrollo.

No obstante, el mercado de capitales chileno aún enfrenta algunos desafíos relevantes, especialmente en materia de liquidez. El mercado secundario de renta fija y el mercado accionario presentan una rotación relativamente baja en comparación internacional, lo que puede traducirse en mayores costos de transacción y una mayor sensibilidad de precios en periodos de tensión.

Actualmente, se están desarrollando múltiples iniciativas que buscan abordar estas limitaciones, y así fortalecer el mercado de capitales. En materia de liquidez, destacan el desarrollo del mercado de repos y el Programa de Formadores de Mercado. El primero busca ampliar los mecanismos de gestión de liquidez de corto plazo mediante el uso de instrumentos de deuda como colateral, lo que contribuiría a reducir el riesgo de crédito y a dinamizar el mercado secundario de deuda. En este contexto, la iniciativa propone alinear la compensación de las operaciones de repos con estándares internacionales, facilitando así su desarrollo. Por su parte, el Programa de Formadores de Mercado, liderado por el Ministerio de Hacienda, busca fortalecer el mercado secundario de renta fija soberana, incrementando su liquidez mediante la participación de intermediarios comprometidos con la provisión constante de precios y volúmenes. Por otro lado, la remoción de restricciones al uso del peso chileno en operaciones transfronterizas busca profundizar y dotar de mayor liquidez al mercado cambiario y de derivados en moneda local, facilitando la participación de inversionistas internacionales.

En paralelo, la CMF y otros actores del sistema están también trabajando o evaluando iniciativas que podrían complementar las medidas anteriores. En particular, para mejorar el acceso al financiamiento de mercado de empresas de menor tamaño, se consideran mecanismos como el *crowdfunding*, fuentes alternativas de financiamiento, la apertura de fondos hacia empresas *smallly mid cap*, y la creación de vehículos de inversión enfocados en sectores subrepresentados en el mercado de capitales. Otras propuestas orientadas a fomentar la competencia y la inclusión incluyen la integración internacional de bolsas en América Latina, el impulso al desarrollo del mercado de securitizaciones y la implementación de la Ley Fintech. Finalmente, durante 2025, la CMF inició talleres de trabajo con la industria orientados a identificar medidas que contribuyan al fortalecimiento del mercado de capitales.

La Reforma de Pensiones recientemente aprobada podría llevar a una profundización del mercado de capitales chileno. Esta reforma implementa una mayor contribución de los cotizantes a las cuentas de capitalización individual que se incrementa gradualmente durante nueve años hasta alcanzar 4,5pp de la remuneración imponible. No obstante, la reforma también contempla cambios relevantes al funcionamiento del sistema de pensiones que deben implementarse considerando sus implicancias para el funcionamiento del mercado de capitales. Entre estos cambios se encuentran la definición de las carteras de referencia de los nuevos fondos generacionales, el nuevo régimen de inversión, los límites aplicables y los procesos de licitación cada dos años. La ley contempla una implementación gradual de estos cambios que, junto con un marco de gobernanza adecuado, permite evitar ajustes abruptos de portafolios que pudieran afectar el funcionamiento del mercado de capitales doméstico.

RECUADRO V.1:

Desarrollo del mercado de derivados en Chile

El mercado de derivados constituye un segmento fundamental del mercado de capitales. Está conformado por instrumentos cuyos precios dependen del valor de otros activos y de otras variables subyacentes, tales como acciones, materias primas, tasas de interés o tipos de cambio. Estos instrumentos permiten a los agentes cubrir exposiciones y redistribuir riesgos. Así, un mercado de derivados desarrollado aporta a la completitud de los mercados financieros, particularmente al facilitar la gestión de riesgos, lo que a su vez contribuye al funcionamiento del mercado de capitales. De modo recíproco, la existencia de mercados de capitales profundos y líquidos proporciona activos subyacentes, referencias para los precios y la escala institucional necesaria —bolsas, cámaras e intermediarios— para el desarrollo del mercado de derivados.

Aunque el mercado de derivados cumple un rol central en la gestión de riesgos financieros y, en consecuencia, puede reducir la volatilidad del sistema, en ocasiones también puede ser fuente de vulnerabilidades. Los riesgos inherentes a estos instrumentos —tales como el riesgo de contraparte, de precio o por concentración de posiciones— pueden amplificarse a nivel sistémico si afectan a múltiples participantes simultáneamente, especialmente cuando éstos tienen perfiles de inversión similares. A ello se suman características propias de estos mercados donde los derivados, además de usarse para cobertura, permiten tomar posiciones apalancadas a una fracción del precio del subyacente. En episodios de estrés financiero, los llamados de margen pueden aumentar abruptamente, generando riesgos de liquidez. Además, en algunas jurisdicciones, los mecanismos de compensación y liquidación son menos estandarizados, lo que eleva el riesgo operativo y problemas de asimetrías de información ([Dodd y Griffith-Jones, 2007](#)). En Chile, varios de estos riesgos se han ido abordando con diferentes iniciativas y modernización que se detallarán más adelante.

En Chile, los mercados de derivados de tasas de interés y de tipo de cambio han evolucionado durante los últimos 25 años con trayectorias determinadas por factores regulatorios y por las distintas necesidades de cobertura de los agentes económicos (gráfico V.13). El desarrollo del mercado de derivados cambiarios —particularmente *forwards* y *swaps*— se inició en 2001, impulsado por la adopción del régimen de flotación cambiaria y la apertura de la cuenta de capitales, acelerándose con la reforma previsional de 2008 y la introducción de contratos marco, el *netting* de derivados, y el reconocimiento de Cámaras de Contraparte Central bajo la Ley 20.345. Existe amplia evidencia empírica que muestra que el uso de derivados en Chile ha fortalecido la gestión de riesgos financieros de bancos, inversionistas institucionales y firmas del sector real ([Cowan et al., 2005](#); [Cowan y Hansen, 2008](#); [Fernández, 2006](#); [Albagli et al., 2021](#); [Alfaro et al., 2021](#), entre otros). Por su parte, los derivados de tasa de interés, en especial los *swaps* promedio cámara (SPC), comenzaron a expandirse con mayor fuerza desde 2010, acelerando su crecimiento a partir de 2018 ([Delpiano y Villena, 2020](#)).

Actualmente, el grueso de las transacciones en el mercado doméstico de derivados se concentra principalmente en instrumentos vinculados al tipo de cambio y las tasas de interés locales, seguidos por instrumentos sobre inflación, tasas externas y materias primas. Las operaciones se ejecutan mayoritariamente en el mercado *over the counter* (OTC), donde los distintos agentes intercambian activos de forma bilateral.

Según datos de septiembre de 2024 (Benavides, Bustamante y Villena, 2024), los no residentes tienen una participación predominante en estos mercados (medido como saldos vigentes), alcanzando 80% en derivados de tasas (SPC-CLP), 50% en derivados cambiarios y alrededor de 50% en instrumentos sobre inflación. Entre los agentes residentes, destacan los bancos con participaciones de 12% en derivados de tasas, 26% en tipo de cambio y 32% en inflación, seguidos por los fondos de pensiones con 9%, 12% y 13%, respectivamente. En el mercado de derivados cambiarios, también sobresale la participación de empresas no financieras, que representan 6,7% del mercado, aunque su presencia en los mercados de derivados de tasas de interés es baja. Finalmente, las compañías de seguros, los corredores de bolsa y las administradoras generales de fondos (AGF) tienen una participación limitada, sin superar el 3% en ninguno de los mercados analizados.

La Encuesta Trienal a Bancos Centrales del BIS sobre mercados cambiarios y de derivados OTC de 2025, revela que en Chile los derivados cambiarios y de tasas representan 52% y 48% de las transacciones del mercado de derivados, respectivamente. Los instrumentos más utilizados en cada categoría son los *forwards* y *swaps* cambiarios en el caso de las divisas, y los *swaps* para tasas de interés.

A nivel global, la misma encuesta muestra un crecimiento significativo en los mercados de derivados cambiarios (FX) y de tasas de interés. En abril de 2025, el volumen diario de negociación en derivados FX alcanzó 9,6 billones de dólares de EE.UU., un aumento de 28% respecto de 2022, con una fuerte dominancia del dólar de EE.UU., presente en el 89,2% de las operaciones. Por su parte, el mercado de derivados de tasas alcanzó los 7,9 billones de dólares de EE.UU. diarios, lo que representa un alza de 59% frente a 2022. En este caso, el euro lideró con 38% del total, desplazando al dólar de EE.UU., que redujo su participación a 31%.

GRAFICO V.13 Desde su formación, los mercados de derivados experimentaron una expansión considerable.

ACTIVIDAD DEL MERCADO DE DERIVADOS EN CHILE

(promedio diario de transacciones en millones de dólares de EE.UU.)



GRAFICO V.14 La expansión del mercado local de derivados de tasas crece de modo importante en 2022-25...

ACTIVIDAD DEL MERCADO DE DERIVADOS DE TASAS

(monto transado diario anualizado como veces el PIB; monto transado diario en billones de dólares de EE.UU.)

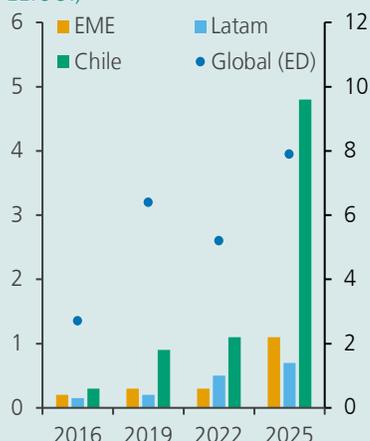


GRAFICO V.15 ...en el que no-residentes han sido actores importantes.

POSICIONES BRUTAS DEL SECTOR BANCARIO EN SWAPS PROMEDIO CÁMARA CLP, POR SECTOR DE CONTRAPARTE

(millones de millones de pesos chilenos)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de BIS, 2025 BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Markets y SIID. Para más detalles ver set de gráficos.



Entre 2022 y 2025, el mercado chileno de derivados OTC se expandió con fuerza, especialmente en instrumentos de tasa de interés —cuyo volumen de transacciones alcanzó aproximadamente 4,8 veces el producto—, muy por encima del crecimiento global (gráfico V.14). Este aumento obedece a factores cíclicos y estructurales. Entre los factores cíclicos destacan la caída de las tasas de corto plazo desde niveles históricamente altos, en un contexto de dispersión de expectativas sobre la velocidad de convergencia inflacionaria, y la trayectoria de las tasas largas, condicionadas por perspectivas de crecimiento y riesgos geopolíticos que afectan la sostenibilidad fiscal de varias economías. Gran parte de los agentes que impulsaron este crecimiento son no residentes (gráfico V.15), cuya participación se vio favorecida por la incorporación de *swaps* de tasa de interés denominados en pesos chilenos en infraestructuras internacionales como la *Chicago Mercantile Exchange* en 2016 y la *London Clearing House* en 2019. En el caso de los derivados cambiarios, el incremento observado se dio en medio de mayor volatilidad del dólar de EE.UU. y recientemente por los shocks en la política comercial global.

También existen factores estructurales que han contribuido al dinamismo del mercado de derivados en Chile. Entre ellos, destaca el fortalecimiento de las infraestructuras financieras, tales como las entidades de contraparte central, las cámaras de compensación y los repositorios de transacciones. En este último ámbito, el Sistema Integrado de Información sobre Transacciones de Derivados (SIID-TR) proporciona un registro electrónico con acceso público casi en tiempo real a datos diarios sobre participantes, volúmenes transados, precios, posiciones vigentes y plazos contractuales. La incorporación de estas infraestructuras, en línea con las mejores prácticas internacionales, contribuye a mejorar la transparencia del mercado, reducir el riesgo sistémico y prevenir conductas abusivas en el ámbito de los derivados OTC ([FSB, 2017](#)).



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

