banco central Chile

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Segundo semestre 2026





Reloj de sobremesa *Alegoría de la lectura*, siglo XIX.

Esta pieza se ubica sobre la chimenea de la Sala del Consejo del Banco Central de Chile, espacio emblemático donde se toman las decisiones sobre política monetaria y estabilidad financiera del país. Entre el mobiliario de este espacio destaca este reloj de figura de estilo "Imperio francés", con base de mármol negro y adornos bronceados. La personificación femenina de la Alegoría a la lectura es una representación simbólica de la lectura como fuente de conocimiento, reflexión y sabiduría. Su emplazamiento en el principal espacio de deliberación de la institución refuerza el vínculo entre conocimiento y conducción económica. En el contexto del Informe de Estabilidad Financiera, evoca la importancia del análisis riguroso y la evaluación permanente de riesgos para resguardar la estabilidad financiera.

banco central Chile

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Segundo semestre 2026

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

Tel.: 56-22670 2000
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl
ISSN: 0718-0977

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

CONTENIDO*/

RESUMEN 4

I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS 9

II. USUARIOS DE CRÉDITO 23

III. OFERENTES DE CRÉDITO 36

IV. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA 43

V. MERCADO DE DERIVADOS EN CHILE: DESARROLLO, GESTIÓN DE RIESGOS Y ESTABILIDAD FINANCIERA 52

RECUADROS

Recuadro I.1: Factores detrás del alza de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos 20

Recuadro II.2: Efectos del desempleo en la morosidad de créditos de consumo 33

Recuadro V.1: El mercado chileno de derivados en perspectiva internacional 66

*/ El cierre estadístico del Informe de Estabilidad Financiera fue el 3 de noviembre. Para los datos financieros se considera el valor del promedio móvil de los últimos 10 días.

RESUMEN

Los riesgos del escenario mundial permanecen elevados, al igual que la probabilidad de un estrechamiento adicional y abrupto de las condiciones financieras globales. Persisten las vulnerabilidades asociadas a las elevadas valoraciones de los activos riesgosos y el creciente endeudamiento del sector relacionado con la Inteligencia Artificial (IA). Asimismo, el endeudamiento fiscal se mantiene alto, especialmente en algunas economías desarrolladas, y se han observado dificultades para limitar su expansión. A esto se suma la preocupación por la exposición del sistema financiero a crecientes riesgos de ciberseguridad. Una combinación de *shocks* que disminuya el apetito por riesgo en los mercados financieros y, con ello, el precio de los activos riesgosos, podría acentuar el estrechamiento de las condiciones financieras que se ha producido desde el IEF pasado. En Chile, las condiciones financieras también se han estrechado, en un contexto donde los mercados han operado normalmente. Una mayor participación de inversionistas no residentes en el mercado de renta fija contribuye a su profundidad y liquidez, pero podría amplificar *shocks* externos. Hogares y empresas muestran algún deterioro de su capacidad de pago de deuda, coherente con el debilitamiento del empleo y las ventas en la economía local. El sector bancario local continúa mostrando niveles de rentabilidad, liquidez y capital que le permitirían seguir solventes ante un escenario de tensión severo. En este contexto de elevados riesgos externos, es necesario continuar construyendo *buffers* y herramientas para mitigar los efectos de *shocks* adversos en la economía local.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y VULNERABILIDADES

Los riesgos del escenario mundial permanecen elevados en un contexto en que las condiciones financieras globales se han estrechado, principalmente por el incremento de las tasas de interés de largo plazo. La evolución de los mercados ha estado determinada por la prolongación y profundización del conflicto geopolítico en Medio Oriente, las mayores expectativas inflacionarias, las dudas por el alto endeudamiento fiscal en algunas economías desarrolladas y la incertidumbre sobre las perspectivas financieras de algunas empresas del sector tecnológico —especialmente el ligado a la inteligencia artificial— cuya deuda ha crecido rápidamente. Las tasas de interés de largo plazo han aumentado, el dólar se ha apreciado y los indicadores bursátiles de algunas empresas ligadas al sector tecnológico han bajado. Estos cambios se han producido sin que se registren dislocaciones en el funcionamiento de estos mercados. En contraste, salvo algunas excepciones puntuales, los *spreads* soberanos y corporativos han tenido aumentos acotados.

Pese a las correcciones observadas al cierre de este Informe en los precios de acciones de empresas relacionadas con la IA, persisten las vulnerabilidades financieras asociadas a las elevadas valoraciones de los activos financieros riesgosos derivadas de un alto apetito por riesgo. En sectores relacionados con la IA se mantienen valoraciones altas, que descansan en supuestos de crecimiento elevado y persistente de sus utilidades. Asimismo, pese a un aumento reciente, tanto el VIX como los *spreads* corporativos continúan por debajo de sus promedios históricos. Se suma que las proyecciones de crecimiento mundial prácticamente no han registrado cambios en lo que va del año.

Las preocupaciones por el alto nivel de endeudamiento fiscal han aumentado, especialmente en algunas economías desarrolladas. Las tasas de interés de largo plazo han estado reflejando esta mayor preocupación, destacando el caso de Francia y otras economías europeas. A una situación fiscal débil, que enfrenta tendencias estructurales desafiantes asociadas al envejecimiento de la población, en la coyuntura actual se agrega el dilema entre acomodar las presiones de gastos asociadas al incremento de los precios de los combustibles y las consecuentes presiones sobre las finanzas públicas. Además, a nivel global, se han acortado los plazos de las nuevas emisiones.

El crecimiento de los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) continúa siendo una vulnerabilidad en las economías desarrolladas. La mayor participación de los IFNB en los mercados de deuda privada y soberana, los financiamientos cruzados que reducen la transparencia respecto del deudor final y las interconexiones con empresas asociadas a la IA deben monitorearse. Ello por la información limitada respecto de la calidad de su cartera de crédito y la extensión de su interconexión con la banca tradicional.

Los riesgos de ciberseguridad en instituciones e infraestructuras financieras han ido en aumento, en particular debido a la creciente capacidad de los modelos avanzados de IA para vulnerar los sistemas de seguridad. Por una parte, estas herramientas incrementan la capacidad de identificar y explotar las vulnerabilidades en los sistemas informáticos, elevando el riesgo de incidentes simultáneos que tengan carácter sistémico. Por otra, los riesgos derivados del creciente uso de sistemas autónomos se han evidenciado con una serie de eventos en los que estos agentes han operado fuera de los mecanismos de control establecidos por sus desarrolladores. Por ello, se hace imperioso continuar desarrollando altos estándares de seguridad que permitan contar con un sistema resiliente y una permanente supervisión y coordinación entre autoridades y con la industria.

Siguiendo la evolución de los mercados financieros internacionales, el mercado local también muestra condiciones financieras más estrechas, pero aún favorables en perspectiva histórica. Las tasas de interés de largo plazo han aumentado, aunque en una menor magnitud que en las economías desarrolladas. El tipo de cambio se ha depreciado y ha mostrado fluctuaciones significativas, consistentes con su rol de absorción de *shocks* externos. El mercado cambiario y el de renta fija han operado normalmente. Por su parte, los índices bursátiles locales han descendido en lo más reciente, siguiendo la dinámica global de las bolsas.

Cambios en la importancia relativa de distintos tipos de inversionistas en el mercado de renta fija local podrían amplificar los impactos de perturbaciones externas en el mercado nacional. Los fondos de pensiones han reducido su participación en inversiones en bonos soberanos y bancarios locales, al mismo tiempo que ha aumentado la participación de no residentes en los primeros y de fondos mutuos en los segundos. Si bien la mayor participación de inversionistas no residentes ha contribuido a la liquidez del mercado de renta fija local, esta recomposición podría amplificar los impactos de shocks externos en el mercado local. Ello porque los inversionistas no residentes y los fondos mutuos son más reactivos ante cambios en los precios financieros que otros, como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, que cuentan con carteras de largo plazo.

El aumento de las tasas de interés en dólares generó pérdidas en el valor de mercado de las posiciones de derivados de las AFP, gatillando llamados de márgenes. La posibilidad de que esto último ocurriera se venía mencionando en Informes previos. Desde el punto de la estabilidad financiera, la constitución de mayores garantías transcurrió sin generar distorsiones en el mercado local. En ello confluyeron las exigencias de resguardos incorporadas en la nueva normativa de la Superintendencia de Pensiones y la disponibilidad de activos líquidos en dólares que tenían los fondos en el extranjero. Hacia adelante, la normativa de la Superintendencia mitigará los riesgos de estabilidad financiera identificados previamente. El régimen dado a conocer en septiembre para los nuevos fondos generacionales (que rige desde abril de 2027) habilita una transición ordenada desde el actual esquema de multifondos. No obstante, el Banco monitoreará este proceso continuamente.

SITUACIÓN DE USUARIOS Y OFERENTES DE CRÉDITO

En el ámbito local, comparado con el último IEF, los hogares y empresas enfrentan un panorama económico menos favorable. El crecimiento esperado del consumo y la inversión para este año se han revisado la baja. En el caso de las firmas, el bajo desempeño de las ventas ha afectado los indicadores financieros de algunos sectores, en particular manufactura y comercio, donde se ha visto un incremento de su endeudamiento, carga financiera y morosidad. En el caso de los hogares, en comparación con el anterior Informe, se constata un leve aumento de su razón carga financiera sobre ingresos. La ralentización en la creación de empleo, especialmente el formal, una extensión de los plazos de búsqueda y la consecuente reducción de los ingresos de los hogares, se traducirían en menor capacidad de pago de la deuda (Recuadro II.1).

Aunque ante un deterioro pronunciado del escenario macrofinanciero la deuda en riesgo bancaria de hogares y empresas es algo mayor que en el ejercicio previo, la banca cuenta con niveles de capital adecuados. Los ejercicios de tensión para los hogares dan cuenta de un incremento de la deuda en riesgo, producto de una posición inicial algo más desfavorable, asociada a menores ingresos. De forma similar, la deuda en riesgo de las empresas que se financian principalmente con la banca es mayor, debido al deterioro ya observado de sus ventas e impago, en particular, en los sectores de manufactura y comercio. En el sector inmobiliario, el alza de las ventas alivia su situación en el corto plazo. No obstante, este sector mantiene vulnerabilidades asociadas con stocks de viviendas disponibles aún elevados.

Como se ha mencionado en Informes anteriores, la persistencia de déficits por varios años ha reducido las holguras fiscales y ha aumentado la deuda pública. Al igual que en otros países, la duración de las emisiones del Fisco se ha seguido acortando, lo que aumenta la frecuencia con que este debe recurrir al mercado a renovar la deuda, e incrementa la exposición a cambios en las condiciones financieras. Un manejo prudente de las cuentas fiscales es fundamental para preservar adecuadas condiciones de financiamiento para hogares y empresas y, también, para la capacidad de la economía de mitigar el impacto de *shocks*.

Los bancos tienen niveles de capital y liquidez que les permitirían mantenerse solventes en un escenario de tensión. Los *spreads* soberanos y plazos de fondeo de los bancos permanecen estables. La rentabilidad se ha mantenido sobre sus promedios históricos y la expectativa de mercado es que esta tendencia continue durante el próximo año. En tanto, los indicadores de liquidez y capital del sistema bancario se mantienen en niveles similares a los del Informe anterior. Así, frente a un escenario de tensión correspondiente a un incremento abrupto del costo de fondeo, incluyendo alzas de las tasas de interés de largo plazo mayores a lo habitual en estos ejercicios, volatilidad del tipo de cambio y un descenso significativo de la actividad, los bancos mantendrían niveles de capital por sobre los requerimientos regulatorios bajo la métrica más exigente del capital ordinario de nivel 1 (CET1).

PRINCIPALES RIESGOS

El principal riesgo para la estabilidad financiera local continúa siendo un estrechamiento abrupto de las condiciones financieras externas. Esto se originaría por una disminución repentina del apetito por riesgo en los mercados financieros globales. Lo anterior, elevaría los spreads de financiamiento soberano y corporativo externo, generaría depreciaciones cambiarias y produciría salidas de capitales en el mundo emergente, incluido Chile. Los efectos serían mayores en las economías más vulnerables o dependientes del financiamiento externo. Con todo, más allá del riesgo de alzas adicionales de las tasas de interés de largo plazo, su persistencia en niveles elevados puede representar en si mismo una fuente de riesgo para los mercados globales. Esto ya que los mayores costos de refinanciamiento podrían revelar vulnerabilidades en inversiones originadas antes de la pandemia, especialmente aquellas con retornos insuficientes para sostener el refinanciamiento en las condiciones actuales.

Un escenario de caída repentina del apetito por riesgo podría ser gatillado por diversos *shocks*: dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública, un recrudecimiento de los conflictos geopolíticos o la reevaluación de la rentabilidad esperada en inversiones en inteligencia artificial. La contribución de la IA al comercio mundial, al crecimiento de la actividad y de las perspectivas de inversión en Estados Unidos, y también las emisiones de bonos corporativos de empresas del sector, han aumentado, así como los cuestionamientos a su capacidad de pago. De esta forma, sorpresas negativas en las utilidades efectivas de proveedores de servicios de IA podrían tener impactos tanto reales como financieros. Dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de economías europeas clave podrían tener efectos sobre las tasas de interés de largo plazo, las primas por plazo y las condiciones financieras globales. Por otra parte, la intensificación o prolongación de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente podrían llevar a ajustes no lineales de los precios de los combustibles, con los consiguientes efectos en los mercados financieros.

La materialización de estos escenarios de riesgo u otros similares releva la importancia de continuar construyendo buffers y herramientas para mitigar los efectos de shocks adversos en la economía local. El marco institucional local incluye herramientas para enfrentar escenarios excepcionales, y mecanismos de coordinación entre autoridades y reguladores. La convergencia hacia el nivel neutral del Requerimiento de Capital Contracíclico de 1% de los APR apoya a la resiliencia del sector bancario. A su vez, contar con una posición de liquidez en moneda extranjera constituye otro mecanismo que permite hacer frente a situaciones de estrés.

DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

La agenda de política financiera del Banco Central de Chile continuó avanzando en relación con la definición de requerimientos de capital bancario según Basilea III y del cumplimiento de su rol en la implementación de la reforma previsional. En materia de requerimientos de capital bancario, el Banco emitió su informe previo favorable para la nueva regulación de requerimientos de capital por riesgo de mercado desarrollada por la CMF. Asimismo, en el ámbito previsional, emitió su informe previo favorable para el nuevo marco de cobertura cambiaria aplicable a los fondos generacionales, labor que ha sido acompañada por un monitoreo permanente de los efectos de la reforma sobre la estabilidad financiera.

CAPÍTULO TEMÁTICO: MERCADO DE DERIVADOS EN CHILE

Este IEF incluye un capítulo temático sobre el mercado de derivados en Chile. Los derivados son una parte integral de un mercado de capitales desarrollado, que permiten gestionar y redistribuir riesgos entre agentes. En Chile, este mercado ha crecido significativamente y tiene un tamaño relevante respecto de la economía, con los bancos como principales intermediarios y una participación importante de fondos de pensiones y agentes no residentes. Con todo, estos contratos conllevan riesgos asociados a su estructura: además de ganancias o pérdidas por cambios en su valor de mercado, existen riesgos de liquidez, renovación, y contraparte, que pueden ser sistémicos en circunstancias excepcionales. Un marco regulatorio adecuado debe mitigar estos riesgos: por ejemplo, la gestión de riesgo de contraparte puede lograrse a través de uso de acuerdos marco que contemplen cláusulas de colateralización o mediante novación en entidades de contraparte central. El capítulo analiza estos riesgos y mitigadores, contribuyendo a la evaluación continua que realiza el Banco sobre el desarrollo, funcionamiento y marco regulatorio del mercado. Todo esto busca identificar oportunamente riesgos, vulnerabilidades y espacios de modernización regulatoria, y se complementa con otros insumos como, por ejemplo, la reciente Asistencia Técnica del FMI coordinada por el Banco.

DECISIÓN DE POLÍTICA FINANCIERA

El Consejo acordó mantener la decisión adoptada en mayo, en cuanto a que el Requerimiento de Capital Contracíclico converja a su nivel neutral de 1% de los activos ponderados por riesgo (APR). Tal como se acordó entonces, este nivel del RCC se hará exigible en el plazo de 24 meses contado a partir de la Reunión celebrada el 18 de mayo del 2026. Esta decisión considera las vulnerabilidades y riesgos para el sistema financiero local descritos en este Informe. Adicionalmente, se fundamenta en que la actividad crediticia ha tenido un crecimiento acorde con el desempeño de la economía, y que distintas fuentes de información indican que el capital bancario no ha sido un limitante para su expansión. Asimismo, la banca muestra indicadores de rentabilidad algo por sobre sus promedios históricos, fuentes de financiamiento estables y holguras de capital que le permitirían enfrentar un escenario de tensión y al mismo tiempo acomodar la convergencia del RCC, manteniendo un adecuado flujo de crédito.

CAPÍTULO I

TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS



I.TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS[1]/

Las condiciones financieras globales se han estrechado desde el último Informe, principalmente por el incremento de las tasas de interés de largo plazo. A pesar de las correcciones observadas al cierre de este Informe en los precios de activos, persisten las vulnerabilidades asociadas a elevadas valoraciones de activos riesgosos. Asimismo, el alto endeudamiento fiscal en las economías avanzadas y las interconexiones entre instituciones financieras bancarias y no bancarias continúan vigentes. La preocupación por los riesgos de ciberseguridad ha aumentado debido a la creciente capacidad de los modelos avanzados de Inteligencia Artificial (IA) para explotar vulnerabilidades en sistemas informáticos. El crecimiento del endeudamiento de las empresas relacionadas con la IA y su creciente participación en la actividad económica global han elevado las posibles consecuencias de una mayor corrección de precios en este sector. En el ámbito local, los mercados financieros han reflejado los desarrollos de los mercados financieros externos, mostrando un estrechamiento de las condiciones financieras. La mayor participación de inversionistas no residentes en el mercado de renta fija contribuye a su profundidad, pero podría incrementar el traspaso de tensiones externas a la economía local. El principal riesgo para la estabilidad financiera local es una reducción en el apetito por riesgo en los mercados financieros externos que significaría un estrechamiento adicional de las condiciones financieras globales y locales. En este contexto, es necesario mantener los esfuerzos orientados a profundizar el mercado financiero local y, al mismo tiempo, seguir construyendo *buffers* y herramientas para mitigar los efectos de *shocks* adversos en la economía local.

SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

En los últimos meses, las condiciones financieras externas se han estrechado. A pesar de ello, los mercados financieros han operado con normalidad y la economía mundial se ha mostrado resiliente. Tras la escalada del conflicto geopolítico en Medio Oriente a inicios de julio y el consecuente aumento del precio del petróleo, las tasas de corto plazo registraron incrementos transversales, acorde con perspectivas de política monetaria más restrictivas, las monedas emergentes se depreciaron y los spreads soberanos de algunas economías relevantes en Europa mostraron alzas significativas. Asimismo, se registró un incremento de las tasas de largo plazo en EE. UU. (Gráfico I.1), que estaría asociado a mayores tasas reales, aunque con diferencias entre metodologías respecto del rol de los premios por riesgo (Recuadro I.1). No obstante, los mercados financieros han operado sin mayores fricciones y con primas por riesgo acotadas en economías emergentes (Gráfico I.2). Asimismo, las perspectivas de crecimiento mundial han registrado cambios acotados (WEO, oct.2026).

[1]/ Este Capítulo considera antecedentes al día 9 de noviembre de 2026, posteriores al cierre estadístico de este Informe.

GRÁFICO I.1 *En los últimos meses se ha registrado un alza importante de las tasas de largo plazo en EE. UU.*
TASAS SOBERANAS DE EE. UU. A 10 AÑOS (1)
(porcentaje)

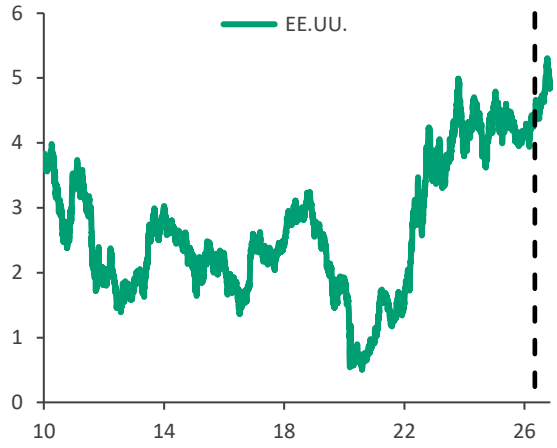
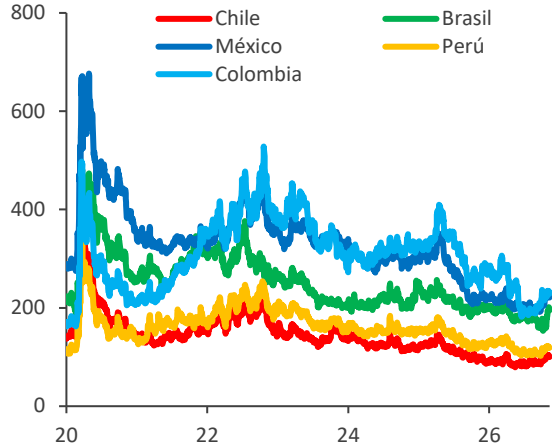


GRÁFICO I.2 *Primas por riesgo continúan bajas, pese al incremento registrado en el margen.*
EMBI
(puntos base)



(1) Línea vertical corresponde al cierre estadístico del último IEF (05 de mayo de 2026).
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

El creciente uso de deuda para el financiamiento de la inversión en IA ha aumentado la exposición de los mercados de renta fija e intermediarios financieros no bancarios (IFNB) a este sector. Las ganancias efectivas de las empresas asociadas a la IA, así como también sus expectativas favorables para los próximos años, han favorecido la inversión en este sector, lo que ha impulsado a la actividad y el comercio mundial (OECD, Sep. 2026). Además, especialmente en EE. UU., la inversión en el sector ha tenido un impulso importante, el que ha pasado de ser financiado principalmente mediante flujos de caja a depender crecientemente de emisiones de deuda (Gráfico I.3). Adicionalmente, existen acuerdos de financiamiento cruzados entre empresas asociadas a la IA, lo que aumenta el efecto potencial que una disrupción en este sector puede tener sobre dichas firmas (GFSR, oct. 2026). De esta forma, una corrección importante de las expectativas de desempeño de este sector puede gatillar una disminución relevante del apetito por riesgo pues afectaría a los mercados accionarios, los de deuda, el crecimiento de algunas economías y el comercio mundial. Eventos en los días siguientes al cierre de este Informe, cuando los precios accionarios de firmas asociadas a la IA registraron correcciones tras las elecciones de medio término en EE. UU. (Gráfico I.4), no han tenido hasta ahora consecuencias significativas sobre el resto del sistema financiero.

Más allá de los ajustes recientes, la valorización de activos riesgosos se mantiene elevada, en particular en EE. UU. y en los ya mencionados sectores ligados a la IA. Esto mantiene vigente el riesgo de observar nuevas bajas, adicionales a las de días recientes. Las valoraciones del mercado accionario en EE. UU. permanecen en niveles altos para su historia (Gráfico I.5). En este sentido, incluso considerado la baja registrada hasta el 6 de noviembre, el indicador CAPE se ubica casi dos desvíos estándar por encima de su media 2000-2024. Por su parte, los *spreads* corporativos continúan bajos en perspectiva histórica, reflejando valorizaciones altas en los mercados de renta fija (Gráfico I.6). Lo anterior sigue siendo coherente con un apetito por riesgo elevado por lo que persiste la posibilidad de una corrección abrupta de estas valoraciones.

GRÁFICO I.3 *Emisión de deuda de empresas relacionadas a la IA ha aumentado de forma relevante en últimos dos años.*
EMISIÓN DE BONOS EMPRESAS IA (1)
(miles de millones de dólares)

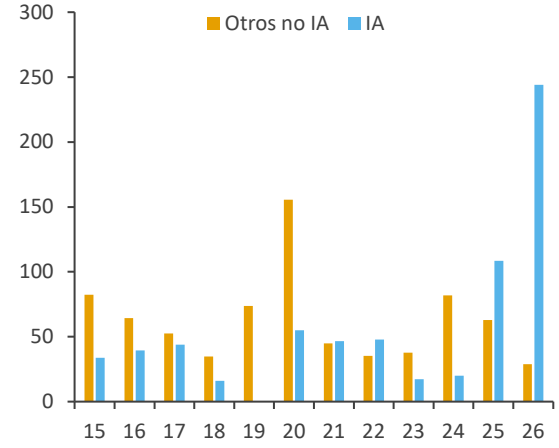


GRÁFICO I.4 *Sectores relacionados a la cadena productiva de la IA han sido los con mayor rendimiento.*
EVOLUCIÓN SECTORES DEL S&P500 (2)(3)
(base 100= mayo.2025)

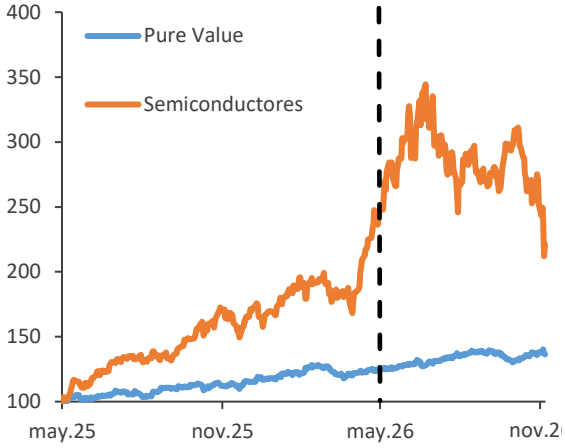


GRÁFICO I.5 *Relación precio-utilidad cíclicamente ajustada de EE. UU., se mantiene elevada para su historia.*
RATIO CAPE Shiller (4)
(ratio precio-utilidad ajustado)

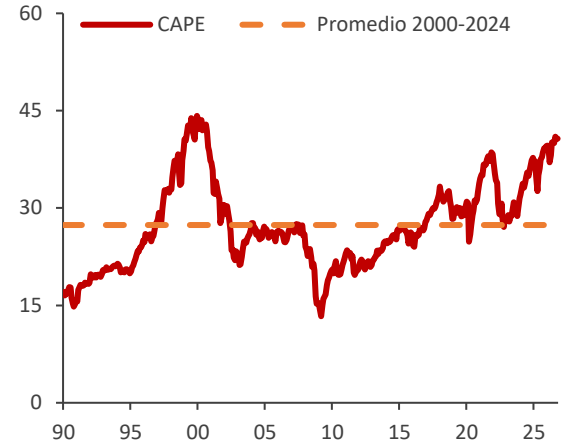
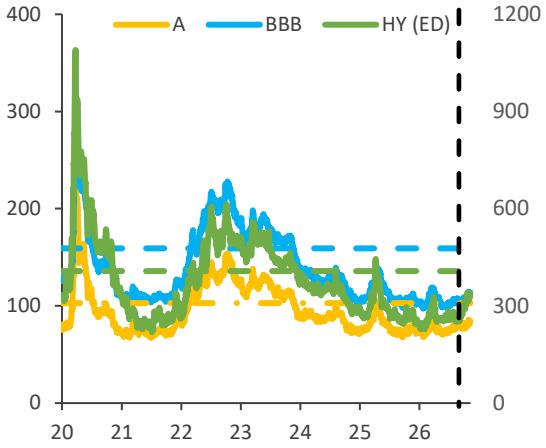


GRÁFICO I.6 *Spreads corporativos se mantienen estrechos.*
SPREADS CORPORATIVOS EE. UU. (3)(5)
(puntos base)



(1) Empresas consideradas para IA: Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta, Oracle y NVDIA. Otros: CAT, P&G, Cisco, Walmart, Eli Lilly, Johnson & Johnson, Chevron, Roche, Merk & CO Inc, Phillips Morris International, AbbVie, Coca-Cola, Costco Wholescale, Exxon, Home Depot, United Health. Para todo el gráfico hasta el 2025 se incluye la emisión total anual, 2026 representa valores YTD a octubre. (2) "Semiconductores" corresponde al índice "SOXX", que sigue el rendimiento de las empresas que producen semiconductores en EE. UU. "Pure Value" corresponde a 117 empresas que transan a múltiplos bajos, habitualmente en mercados maduros con pocas expectativas de crecimiento. (3) Línea vertical corresponde al cierre estadístico del último IEF. (4) El indicador CAPE Shiller mide el ratio de precios accionarios sobre un promedio de 10 años de las utilidades por acción, ambos ajustados por inflación. (5) Líneas horizontales corresponden al promedio entre 2013-2023.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Shiller Data y Bloomberg.

Persisten las vulnerabilidades asociadas al elevado endeudamiento fiscal, especialmente en economías desarrolladas (Gráfico I.7). Los elevados niveles de deuda bruta de gobierno y su impacto sobre el costo de financiamiento de largo plazo continúan siendo foco de preocupación en las economías desarrolladas, lo que se ha acentuado en los últimos meses en algunas economías europeas como Francia e Italia. A lo anterior se suman las presiones de mayor gasto fiscal en varias economías para acomodar los incrementos recientes de los precios de combustibles. En este contexto, se ha constatado además un acortamiento de los plazos de las emisiones de bonos soberanos (OCDE, Global Debt Report 2026), lo que aumenta la exposición del sector a un mayor costo de financiamiento, en caso de que el costo de financiamiento permanezca elevado.

El crecimiento de los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) y sus interconexiones con el resto del sistema financiero siguen constituyendo una vulnerabilidad en economías desarrolladas. Los antecedentes disponibles sugieren que la exposición directa de los bancos a los IFNB es acotada. Sin embargo, como se ha mencionado previamente, esta evaluación está sujeta a incertidumbre debido a brechas de información existentes que dificultan la evaluación del riesgo de crédito de la cartera de los IFNB y, con ello, los riesgos asociados a las exposiciones de la banca hacia estos intermediarios. En lo más reciente, la opacidad sobre la calidad de los activos de los IFNB se ha acrecentado por su mayor rol en estructuras de financiamientos cruzadas ligadas a la IA. Por otra parte, la mayor participación de los hedge funds en el mercado de deuda soberana continúa siendo una fuente de preocupación desde la perspectiva de estabilidad financiera. Si bien estos intermediarios pueden contribuir a la liquidez y a la distribución del riesgo, durante episodios de tensión su apalancamiento, posiciones concentradas y posibles rescates correlacionados pueden dar lugar a desapalancamientos simultáneos, ventas de activos, mayor volatilidad y deterioro de la liquidez (GFSR, oct. 2026), con potenciales efectos sobre los bancos y el resto del sistema financiero.

La capacidad creciente de los modelos avanzados de IA para detectar y explotar vulnerabilidades de sistemas informáticos ha elevado los riesgos de ciberseguridad del sistema financiero. A nivel global, los eventos de vulneración de la ciberseguridad de empresas han aumentado (Gráfico I.8). Los principales riesgos provienen del desarrollo de modelos avanzados de IA que son capaces de identificar y explotar vulnerabilidades informáticas. Pero también se ha observado el uso creciente de sistemas autónomos que han operado fuera de los mecanismos de control establecidos por sus desarrolladores. Disrupciones en empresas proveedoras de servicios críticos y la dependencia de proveedores tecnológicos comunes podrían amplificar los eventos de ciberseguridad y sus repercusiones en un sistema financiero altamente interconectado. En este contexto, varias instituciones internacionales han resaltado la necesidad de robustecer la resiliencia operacional, fortalecer los mecanismos de supervisión, realizar ejercicios periódicos de resiliencia y aumentar la coordinación constante entre autoridades y participantes del mercado para resguardar el sistema financiero (BIS, 2026).

GRÁFICO I.7 *Deuda bruta se mantiene en niveles elevados.*
DEUDA BRUTA DE GOBIERNO (1)
(porcentaje del PIB)

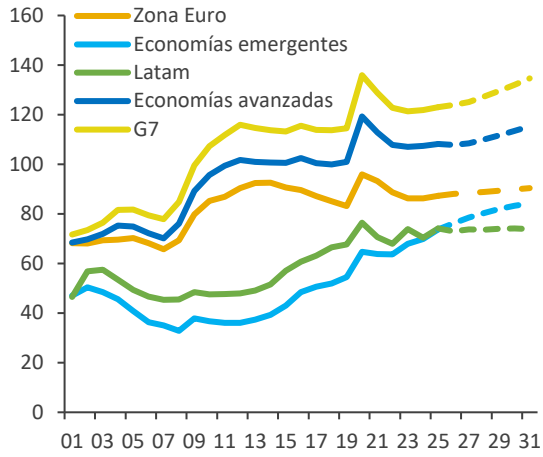
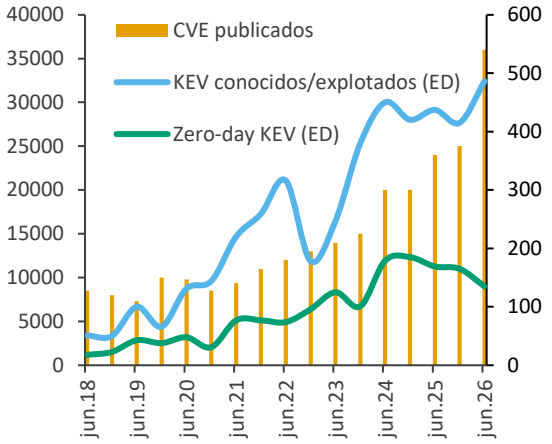


GRÁFICO I.8 *Las vulnerabilidades asociadas a eventos cibernéticos han aumentado.*
VULNERABILIDADES PUBLICADAS Y EXPLOTADAS (2)
(número de eventos)



(1) Líneas punteadas corresponden a proyecciones desde 2026 a 2031. (2) CVE: representa una vulnerabilidad públicamente conocida. KEV: vulnerabilidad que ha sido explotada en condiciones reales. Zero-day KEV: vulnerabilidad catalogada como explotada antes o al mismo tiempo del día de la publicación del CVE.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del World Economic Outlook (WEO) de octubre de 2026 y ZeroDayClock.

En China, si bien el crecimiento ha estado acorde con las expectativas, persisten las vulnerabilidades que deben seguir siendo monitoreadas. Continúa la debilidad de la demanda interna asociada al consumo y la inversión. En el sector inmobiliario, la caída simultánea de los precios y las ventas de viviendas ha reducido el valor de las inmobiliarias y la actividad del sector continúa contrayéndose marcadamente. Esto ha tenido efectos sobre las finanzas de los gobiernos locales en un contexto de elevado endeudamiento, lo que podría traducirse en mayores pérdidas para acreedores y entidades expuestas al sector. Adicionalmente, la bolsa ha caído significativamente en los últimos meses, especialmente el sector tecnológico. Una desaceleración más pronunciada de China podría afectar a otras economías a través de menores flujos comerciales y caídas de los precios de las materias primas. En todo caso, la acotada exposición financiera directa de inversionistas extranjeros a China limitaría la transmisión por canales financieros de estas vulnerabilidades.

SITUACIÓN FINANCIERA LOCAL

Las condiciones financieras locales se han estrechado en línea con los desarrollos de los mercados financieros externos. En este contexto, los mercados financieros locales han operado con normalidad.

El tipo de cambio se ha depreciado 10% desde el Informe anterior y ha mostrado alta volatilidad entre las economías emergentes (Gráfico I.9), actuando como mecanismo de absorción de *shocks* externos recientes sin que el funcionamiento del mercado cambiario muestre tensiones. En tanto, las tasas de los bonos soberanos han tenido aumentos inferiores a los de las tasas de interés de los bonos del Tesoro estadounidense. Así, las tasas de los bonos soberanos nominales de largo plazo acumulan un aumento en torno a 40pb, manteniendo *spreads* bajos en perspectiva histórica (Gráfico I.10) y baja volatilidad entre las economías emergentes. Finalmente, el mercado accionario local ha exhibido un comportamiento en línea con el desempeño de las bolsas de otras economías emergentes.

GRÁFICO I.9 *El tipo de cambio ha actuado como mecanismo estabilizador ante shocks externos recientes.*
VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL EN EMERGENTES (1)
(porcentaje)

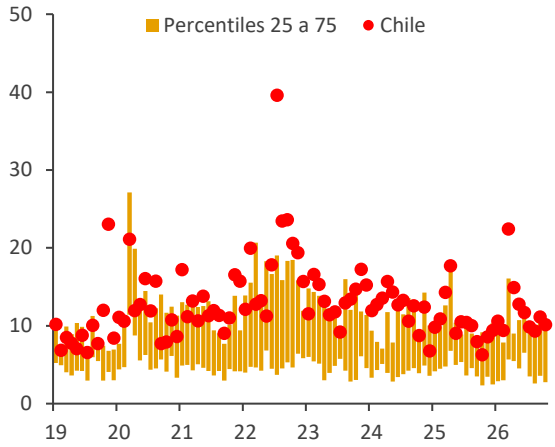
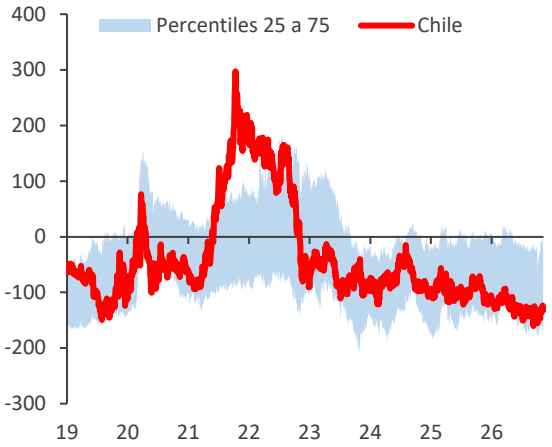


GRÁFICO I.10 *Spreads soberanos nominales de largo plazo se han mantenido en niveles bajos para su historia.*
SPREADS TASAS SOBERANAS SOBRE UST A 10 AÑOS (2)
(desvíos con respecto a media entre 2005-19, puntos base)



(1) Barras muestran la diferencia de volatilidad entre los percentiles 25 y 75 de un set de economías emergentes. El set de economías emergentes consideradas es: Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. Desviación estándar anualizada del retorno diario durante cada mes. (2) Los países considerados son: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, Rep. Corea, Costa Rica, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Filipinas, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Israel, Italia, Japón, Malasia, México, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Pakistán, Perú, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y Venezuela.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

Los vencimientos en el corto plazo de bonos bancarios y corporativos continúan en niveles elevados. Aunque las emisiones locales se han moderado durante el último trimestre (Gráfico I.11), su dinamismo continúa en torno a promedios históricos y los *spreads* de colocación exhiben aumentos acotados, sin señales de tensiones en estos mercados. Estas emisiones se estarían utilizando principalmente para refinanciar pasivos. Con todo, para los próximos doce meses, los vencimientos de deuda son superiores a los promedios históricos, por lo que se mantendrán altas necesidades de financiamiento en este período (Gráfico I.12). Ello podría constituir un factor de riesgo en caso de que las condiciones de financiamiento permanezcan restrictivas.

El mercado local de renta fija continúa recuperando sus niveles de liquidez y profundidad, aunque aún permanecen bajos para su historia. La participación de los fondos de pensiones y de las compañías de seguros en este mercado permanece por debajo de los niveles registrados previo a la pandemia, mientras que los fondos mutuos que invierten en emisores nacionales han continuado incrementando su participación (Gráfico I.13). Asimismo, los montos transados en bolsa han continuado incrementándose desde mediados de 2025 (Gráfico I.14).

Los cambios en la base de inversionistas en el mercado de renta fija identificados en informes anteriores han continuado en el último semestre. Los inversionistas no residentes continúan aumentando su participación en el mercado de renta fija soberana (Gráfico I.15). Ello favorece el desarrollo del mercado, al diversificar la base de inversionistas, aumentando la liquidez y fortaleciendo la formación de precios. Sin embargo, una mayor presencia de este tipo de inversionistas, especialmente aquellos con horizonte de inversión de corto plazo, también podría elevar el traspaso de ajustes externos al mercado local ante episodios de mayor aversión al riesgo global (IEF, primer semestre 2026). Por su parte, los fondos mutuos han mantenido una participación cercana a 30% en bonos bancarios y corporativos, nivel históricamente elevado. Dicha participación es comparable a la de los fondos de pensiones, la que se ha reducido luego de los retiros de fondos previsionales (Gráfico I.16). Pese a que esto también contribuye a una mayor diversificación de inversionistas, los fondos mutuos gestionan posiciones que están sujetas a eventuales rescates de cuotas por parte de los inversionistas, que podrían amplificar movimientos de tasas de interés en situaciones de tensión.

GRÁFICO I.11 *Emisiones de deuda bancaria y corporativa local moderan su dinamismo en el margen.*
EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS Y BANCARIOS EN MERCADO LOCAL (1)
(porcentaje del PIB)

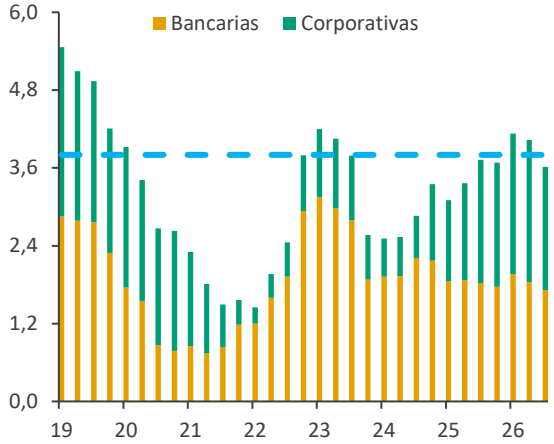
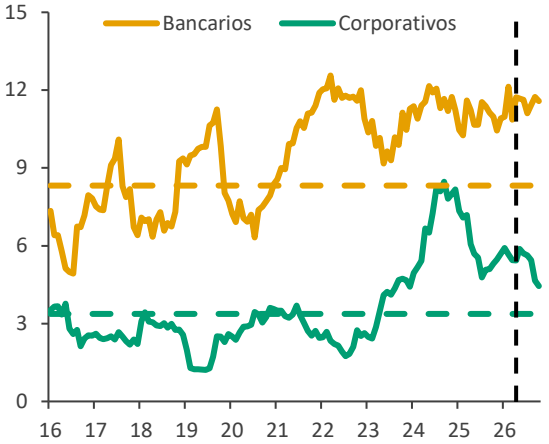


GRÁFICO I.12 *Elevados vencimientos en el corto plazo sugieren necesidad de emisión para refinanciar pasivos.*
VENCIMIENTOS DE BONOS BANCARIOS Y CORPORATIVOS A 1 AÑO (2)
(porcentaje del stock de cada instrumento)



(1) Se calcula la suma móvil de cuatro trimestres de las emisiones, dividida por el PIB a precios corrientes, acumulado móvil de cuatro trimestres, rezagado en un período. Línea horizontal corresponde al promedio entre los años 2014 y 2025. (2) El numerador corresponde al stock promedio mensual con plazo residual menor a 365 días. El denominador corresponde al stock total de bonos de cada sector. Líneas horizontales indican el promedio de cada serie entre los años 2010 y 2025. Línea vertical negra corresponde a cierre estadístico del IEF anterior.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, BCS, CMF, DCV y RiskAmerica.

GRÁFICO I.13 *Participación de fondos de pensiones y compañías de seguros en el mercado de renta fija continúa baja respecto del período prepandemia.*
INVERSIONES COMPAÑÍAS DE SEGUROS, FONDOS MUTUOS Y FONDOS DE PENSIÓN (1)(2)
(porcentaje del PIB)

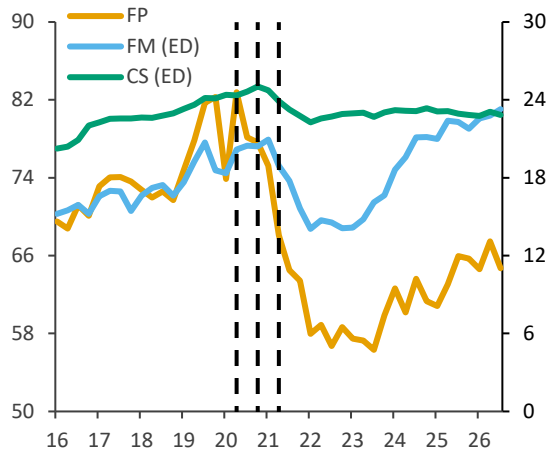


GRÁFICO I.14 *Montos transados en Bolsa de Comercio de Santiago aún no recuperan sus niveles registrados previo a 2020.*
MONTOS TRANSADOS EN MERCADO DE RENTA FIJA EN BOLSA DE COMERCIO SANTIAGO (1)
(millones de UF, suma semestre móvil)

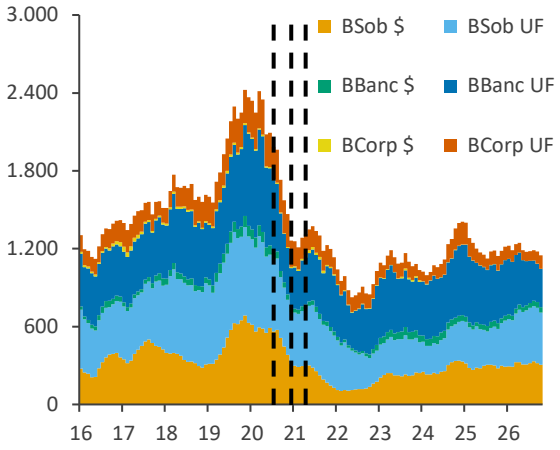


GRÁFICO I.15 *Inversión de No Residentes en renta fija soberana en pesos sigue en aumento.*
PARTICIPACIÓN DE INSTITUCIONALES EN RENTA FIJA SOBERANA EN PESOS (3)(4)
(porcentaje del total)

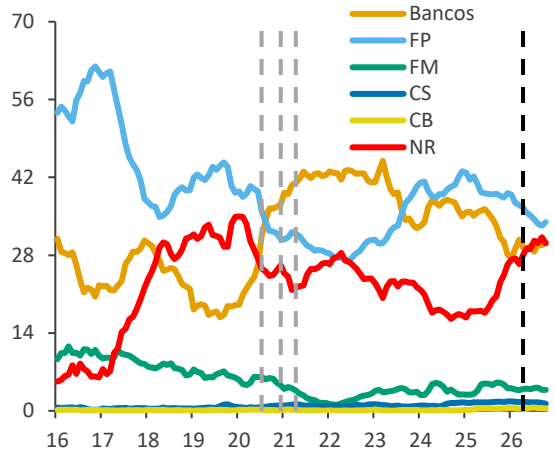
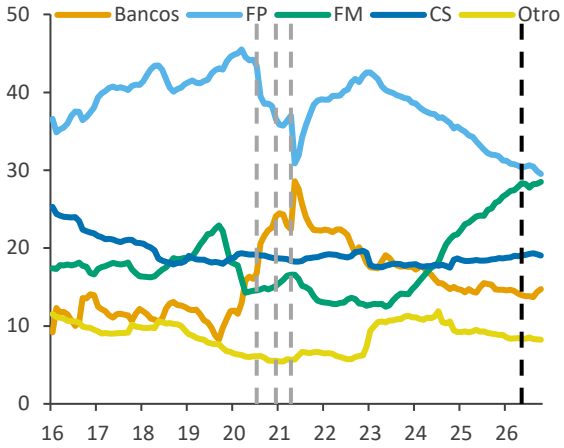


GRÁFICO I.16 *Fondos mutuos mantienen participación en bonos bancarios y corporativos en niveles máximos para su historia, contrario a lo observado para los fondos de pensión.*
PARTICIPACIÓN DE INSTITUCIONALES EN RENTA FIJA BANCARIA Y CORPORATIVA (3)(5)
(porcentaje del total)



(1) Líneas verticales negras indican retiros de fondos de pensiones. (2) Datos trimestrales. Se dividen los activos administrados por cada tipo de inversionista a fines de cada trimestre, por el PIB a precios corrientes acumulado como suma móvil de cuatro trimestres, rezagado en un período. FP: Fondos de pensión; FM: Fondos mutuos (cartera de inversiones nacionales); CS: Compañías de Seguros. (3) Las líneas verticales grises muestran los retiros de los fondos de pensión. Línea vertical negra indica cierre estadístico del último IEF. FP: Fondos de pensión; FM: Fondos mutuos; CB: Corredores de bolsa; CS: Compañías de Seguros; NR: No residentes (estimado). (4) Se consideran bonos emitidos en pesos chilenos en el mercado local por parte del Banco Central de Chile y de la Tesorería General de la República. (5) Se consideran bonos emitidos en pesos chilenos y en UF en el mercado local.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF, Superintendencia de Pensiones y LVA índices.

El aumento de las tasas de interés en el exterior llevó a caídas en la valorización de las posiciones de derivados de tasas de las AFPs, gatillando llamados de márgenes. La posibilidad de que esto último ocurriera se venía mencionando en Informes previos. Desde el punto de la estabilidad financiera, la constitución de mayores garantías ante los llamados de márgenes transcurrió sin generar distorsiones en el mercado local (Gráfico I.17). En ello confluyeron las exigencias de resguardos incorporadas en la nueva normativa de la Superintendencia de Pensiones y la disponibilidad de liquidez que tenían los fondos en el extranjero. Asimismo, tras los cambios regulatorios los fondos de pensiones han reducido sus posiciones en derivados de tasas de interés extranjeras (Gráfico I.18). Hacia adelante, la normativa de la Superintendencia mitigará los riesgos de estabilidad financiera identificados previamente.

GRÁFICO I.17 *No se han registrado disrupciones en el funcionamiento del mercado de renta fija local.*
SPREAD BID-ASK DE TASAS SOBERANOS A 10 AÑOS (1) (2)
(porcentaje)

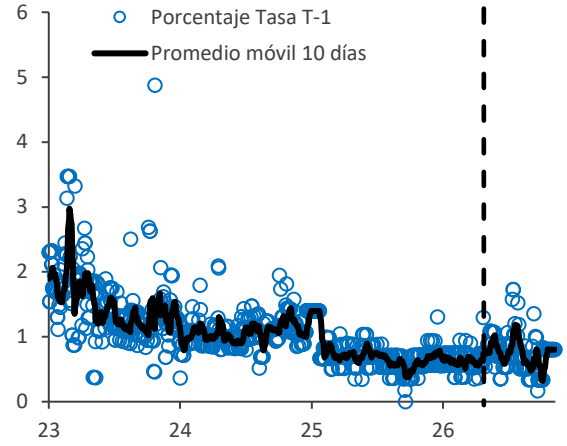
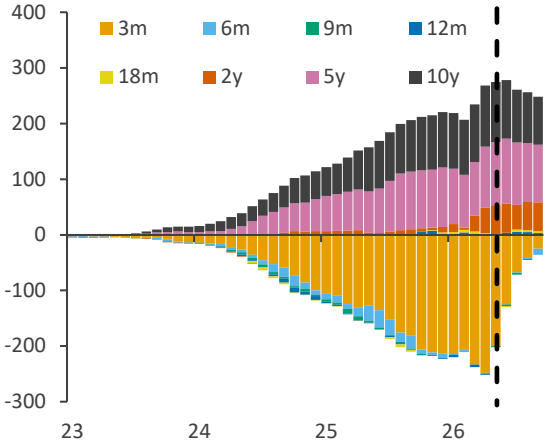


GRÁFICO I.18 *La exposición de fondos de pensiones ha disminuido en el último semestre.*
MONTOS VIGENTES NETOS SWAP TASAS DE INTERÉS EXTRANJERAS DE FONDOS DE PENSIONES (1)(3)
(miles de millones de dólares)



(1) Línea vertical corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. (2) Spread bid-ask corresponde al valor absoluto de la diferencia entre el precio bid y ask, como porcentaje del precio/tasa de cierre del día anterior. (3) Valores positivos indican una posición neta de compra de tasa de interés fija de los fondos de pensiones (reciben tasa fija y entregan tasa variable), mientras que valores negativos indican una posición neta vendedora de tasa de interés fija (reciben tasa variable y entregan tasa fija).
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

PRINCIPALES RIESGOS

El principal riesgo para la estabilidad financiera continúa asociado a un estrechamiento abrupto de las condiciones financieras externas, debido a una disminución en el apetito por riesgo. Un escenario como el descrito se caracterizaría por una corrección en los precios de activos riesgosos, por un incremento en los spreads de financiamiento de largo plazo soberano y corporativo, por salidas de capitales y depreciación de monedas de economías emergentes, en especial aquellas dependientes del financiamiento externo.

Este escenario podría ser desencadenado por diversos *shocks*. Uno de ellos corresponde a una reevaluación de la rentabilidad esperada de inversiones en inteligencia artificial. La contribución de la IA al comercio mundial, al crecimiento de la actividad y de las perspectivas de inversión, especialmente en Estados Unidos, han aumentado. Dada la creciente dependencia del endeudamiento para financiar estas inversiones, cuestionamientos sobre su capacidad de pago, por ejemplo, derivadas de utilidades que no cumplan con las expectativas, podrían tener impactos no solo reales sino también financieros. Tal como se observó en los días previos al cierre de este Informe, esto podría originarse por dudas sobre cambios regulatorios que dificulten la materialización de inversiones, pero también por un escenario en que la productividad de las inversiones no se logre traducir en la rentabilidad esperada. La relevancia del sector, las interconexiones con la economía y los sistemas financieros globales podrían amplificar el *shock* inicial.

Un deterioro en la sostenibilidad de las finanzas públicas de economías europeas clave tendría implicancias negativas para las condiciones de financiamiento de gobiernos y empresas. La sostenibilidad de las finanzas públicas de economías avanzadas podría sufrir presiones adicionales. Estas podrían estar asociadas a mayor gasto en defensa, a presiones más fuertes para incrementar o mantener gasto social, o al aumento del gasto en intereses asociado al refinanciamiento de su deuda soberana, entre otros.

La intensificación o prolongación de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente constituye otro posible catalizador de riesgos. Un escenario como este podría llevar a ajustes no lineales en los precios del petróleo y sus derivados. Esto podría seguir presionando las finanzas públicas, que han usado recursos para mitigar alzas en precios. Además, pueden seguir impulsando la inflación, las tasas de interés para el corto y mediano plazo y las expectativas de los agentes sobre estos indicadores.

Con todo, más allá del riesgo de alzas adicionales de las tasas de interés de largo plazo, su persistencia en niveles elevados puede representar una fuente de riesgo. Esto ya que los mayores costos de *rollover* podrían revelar vulnerabilidades en inversiones originadas antes de la pandemia, especialmente aquellas con retornos insuficientes para sostener el refinanciamiento en las condiciones actuales.

La materialización de estos escenarios de riesgo u otros similares releva la importancia de seguir construyendo *buffers* y herramientas para mitigar los efectos de shocks adversos en la economía local. El marco institucional chileno contempla instrumentos para enfrentar escenarios excepcionales, así como mecanismos de coordinación entre autoridades y reguladores que favorecen una respuesta oportuna ante episodios de tensión financiera. En este contexto, la convergencia del Requerimiento de Capital Contracíclico hacia su nivel neutral de 1% de los APR contribuye a reforzar la resiliencia del sector bancario.

RECUADRO I.1:

Factores detrás del alza de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos

Las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos son una referencia clave para el costo de financiamiento global. El efecto de su variación sobre las economías emergentes (EME) depende de los factores que la originan. Este recuadro utiliza distintas metodologías para identificar los factores detrás del alza de las tasas en lo que va del año. La evidencia sugiere que dicha alza se asocia en buena medida a mayores tasas reales, aunque con diferencias entre metodologías respecto del rol de los premios por riesgo. Por otra parte, todos los modelos considerados coinciden en que el nivel actual de los premios por plazo aún se ubica por debajo de sus máximos históricos. Ello da sustento al principal riesgo que identifica este informe: existe espacio para un estrechamiento adicional de condiciones financieras para las EME si disminuye el apetito por riesgo global.

Un primer análisis, basado en tasas de mercado del Tesoro nominales e indexadas, indica que las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido prácticamente sin cambios este año. Los *breakevens* inflacionarios muestran variaciones muy acotadas desde comienzos de año, por lo que las expectativas de inflación de largo plazo en Estados Unidos no aparecen hoy como un factor que incida en la dinámica de la tasa de largo plazo en dicha economía. De este modo, el alza de las tasas nominales se concentra en su componente real, que puede reflejar tanto mayores tasas reales esperadas como mayores premios por riesgo. Los enfoques siguientes buscan distinguir entre ambos.

Un segundo enfoque descompone la tasa nominal en un componente de tasas esperadas y un premio por plazo, lo que requiere modelos econométricos. La Tabla I.1 presenta los resultados de tres metodologías. Dos de ellas (ACM y FRBSF) estiman una contribución nula o levemente negativa del premio por plazo al alza de la tasa a 10 años (-7 y 0 pb, respectivamente). Kim-Wright, en cambio, atribuye 34 de los 69 pb de alza a este componente, cerca de la mitad. Esta dispersión indica que el canal de los premios por plazo ya ha contribuido al alza en algunos modelos y que podría ganar protagonismo, lo que es consistente con el riesgo de un estrechamiento adicional de las condiciones financieras para las EME[1]/.

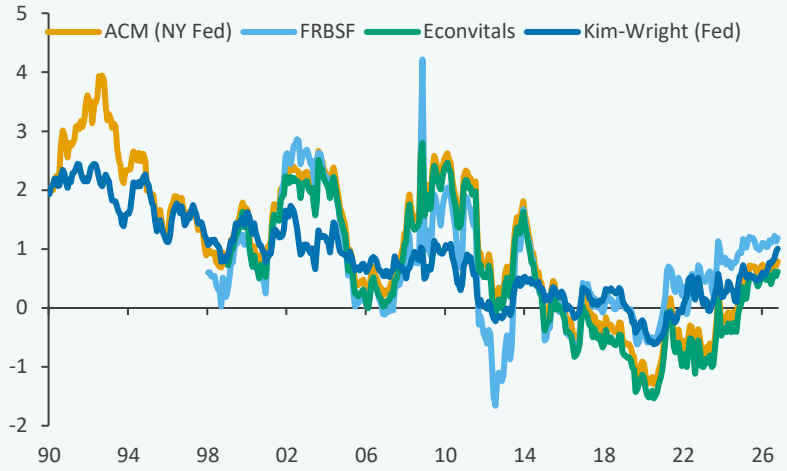
Un tercer grupo de metodologías combina información de tasas nominales e indexadas para descomponer el cambio de la tasa nominal en cuatro elementos: tasa real esperada, expectativas de inflación, premio por plazo real y premio por riesgo de inflación (Tabla I.2). Los resultados difieren entre modelos. Econvitals asigna prácticamente todo el alza a 10 años a la tasa real esperada (68,1 pb de un alza total de 67,5 pb), en línea con los modelos anteriores. DKW, en cambio, reparte el cambio de forma más balanceada entre tasa real esperada (33,1 pb) y premios por riesgo (20,6 pb, de los cuales 16,9 pb corresponden al premio por plazo real).

[1]/ A 10 años el modelo Kim-Wright estima un aumento de 34 pb, frente a variaciones de entre -7 y 0 pb en los demás.

Los distintos modelos apuntan a que el alza de las tasas de largo plazo este año se asocia en buena medida a mayores tasas reales, aunque con una contribución de los premios por riesgo que varía según la metodología. Los modelos de premio por plazo nominal ACM y FRBSF, así como la descomposición de Econvitals a partir de las curvas nominal y real, apuntan a que el cambio ha sido mayormente de tasas reales esperadas. Esto es coherente con varios factores que han presionado al alza las tasas reales tales como la inversión en inteligencia artificial, los mayores déficits fiscales y la mayor participación en el mercado soberano de Estados Unidos de inversionistas más sensibles a las tasas, como los *hedge funds* [2]/. Sin embargo, el modelo DKW, Kim-Wright y un método alternativo que descompone los movimientos de precios financieros en términos de *shocks* estructurales (Recuadro I.1 IPoM Junio 2025) muestran una composición más balanceada entre mayores premios por riesgo y mayores tasas reales esperadas. En este último enfoque, parte relevante del aumento en las tasas de 10 años en EE. UU. se explica por mayores perspectivas de crecimiento, mayores tasas esperadas por parte de la FED, y también mayor percepción de riesgo en activos de renta fija de plazos largos. Esta mayor percepción de riesgo explica además una fracción relevante de la volatilidad de las tasas largas observada en las últimas semanas.

La evidencia de este recuadro apoya el principal riesgo que destaca este Informe: las condiciones financieras para las EME aún tienen espacio para estrecharse si disminuye el apetito por riesgo y, con ello, aumentan los premios por plazo. El nivel actual de estos premios, aunque se ha recuperado desde los valores muy negativos observados durante buena parte de la década pasada, se mantiene por debajo de los máximos históricos de cada metodología (Gráfico I.19). Además, según muestra la Tabla I.1, en 2026 estos premios han exhibido fluctuaciones importantes y han alcanzado niveles superiores a los que registran al cierre de este informe. Un episodio de menor apetito por riesgo que eleve los premios por plazo suele coincidir, además, con caídas en los precios de otros activos riesgosos, lo que intensificaría el efecto negativo sobre las condiciones financieras de las EME. Así, aun cuando el alza observada hasta ahora algunas metodologías la asocian en buena medida a tasas reales esperadas, el espacio para un deterioro adicional de las condiciones financieras de las EME se mantiene.

GRÁFICO I.19 *Premios por plazo se han recuperado, pero siguen por debajo de sus máximos históricos.*
PREMIO POR PLAZO A 10 AÑOS
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Kim y Wright (2005), Econvitals (2026), Adrian et al. (2013), y Christensen et al. (2011).

[2]/ Es posible que, hasta ahora, los efectos sobre las EME hayan sido más acotados precisamente porque una parte importante del alza se asocia a tasas reales: la literatura señala que las EME son menos afectadas por alzas de tasas de largo plazo originadas en tasas reales que cuando el cambio viene de los premios (Albagli et al. (2019), Caballero y Upper (2023)).

TABLA I.1
ROL DEL PREMIO POR PLAZO NOMINAL EN EL CAMBIO DE LAS TASAS EN 2026 (1)(2)

Indicador	ACM	Kim-Wright	FRBSF
10 años: tasa nominal (pb)	67	69	62
10 años: premio por plazo (pb)	-7	34	0
10 años: rango 2026 del premio por plazo (pb)	46-99	46-110	99-128
5 años, 5 años adelante: tasa nominal (pb)	36	38	25
5 años, 5 años adelante: premio por plazo (pb)	-20	29	-9

(1) Variación desde 31-12-2025 al 30-10-2026. (2) Cada modelo utiliza su propia curva ajustada, por lo que el cambio de la tasa nominal difiere levemente entre ellos. En el caso de FRBSF, al 6 de noviembre el premio a 10 años acumula +11 pb en el año, lo que muestra la sensibilidad de los resultados a la fecha de corte. El modelo de Econvitals arroja variaciones equivalentes a las de ACM, con diferencias solo en nivel, por lo que no se presenta en esta tabla.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Kim y Wright (2005), Adrian et al. (2013), y Christensen et al. (2011).

TABLA I.2
DESCOMPOSICIÓN DEL CAMBIO DE LA TASA NOMINAL SEGÚN MODELO Y PLAZO (1)

Componente	DKW		Econvitals	
	5 en 5	10 años	5 en 5	10 años
Tasa real de corto plazo esperada (pb)	20,2	33,1	52,6	68,1
Expectativas de inflación (pb)	7,7	13,8	2,5	5,8
Premio por plazo real (pb)	8,9	16,9	2,7	-2,7
Premio por riesgo de inflación (pb)	-0,8	3,7	-20,3	-3,9
Total (pb)	36,0	67,5	37,9	67,5

(1) Variación desde 31-12-2025 al 30-10-2026.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de D'Amico et al. (2018) y Econvitals (2026).

CAPÍTULO II
USUARIOS DE CRÉDITO



USUARIOS DE CRÉDITO

Comparado con el Informe anterior, los usuarios de crédito enfrentan un panorama económico menos favorable. En hogares, se incrementó el uso de créditos rotativos, y con ello la carga financiera, lo que aumenta su exposición a cambios en las condiciones financieras. El impago bancario de los usuarios de crédito se mantuvo estable, aunque el nivel de morosidad de las empresas permanece en niveles elevados. En particular, destaca el aumento del impago en las empresas de los sectores Comercio y Manufactura, las que, junto a Construcción presentaron adicionalmente un mayor endeudamiento y carga financiera. En el sector inmobiliario, las perspectivas de corto plazo han mejorado, aunque el *stock* de viviendas terminadas continúa siendo su principal vulnerabilidad. En un escenario de tensión, la deuda en riesgo de hogares y empresas aumenta respecto del ejercicio anterior, debido a una posición inicial algo más desfavorable, y un mayor uso de crédito rotativo por parte de los hogares. En cuanto a las finanzas públicas, la persistencia de déficits estructurales por varios años ha reducido las holguras fiscales y ha aumentado la deuda pública.

EMPRESAS

El endeudamiento total de las empresas se ha mantenido estable, en línea con la actividad económica. Al segundo trimestre de 2026, el endeudamiento agregado de empresas no bancarias alcanzó 103% del PIB, similar a lo registrado en trimestres previos, pero por debajo del nivel observado en la última década (gráfico II.1)[1]/. Por componentes, el endeudamiento bancario local ha mostrado un crecimiento acotado, coherente con el desempeño de la actividad económica y de la inversión[2]/ (Capítulo III y ECB tercer trimestre). En tanto, las emisiones de bonos corporativos moderaron su crecimiento durante el tercer trimestre, tras el mayor dinamismo observado en la primera parte del año y continuaron enfocadas en el refinanciamiento de pasivos (Capítulo I). Por su parte, tanto la deuda externa como la deuda asociada a IED disminuyeron con respecto al Informe anterior por el efecto de valoración, asociado con la apreciación del peso entre diciembre 2025 y junio 2026.

Las firmas del Sector Corporativo mantienen una posición financiera favorable. Si bien la rentabilidad y la cobertura de intereses se han mantenido cercanas a los promedios observados en la última década, la distribución de esta última evidencia una mejora. Ello se refleja en una menor proporción de empresas cuyas utilidades no alcanzan para cubrir sus gastos financieros, es decir, con ratio de cobertura menor a uno (gráfico II.2). A su vez, las firmas reportantes presentan un descalce cambiario acotado, lo que las mantiene resilientes frente a fluctuaciones significativas del tipo de cambio[3]/.

---

[1]/ En la deuda de empresas se excluyen los bancos, esto además de ciertas diferencias en fuentes de datos y metodologías de valoración, explica gran parte de la diferencia con las Cuentas Nacionales por Sector Institucional, donde además se excluyen otras empresas financieras. En dicha estadística, el endeudamiento alcanzó el 89% del PIB al segundo semestre de 2026. Para más información, véase vínculo.

[2]/ La actividad mantuvo un bajo desempeño en los últimos meses. En el segundo trimestre, la variación anual del PIB total y del PIB no minero fue -0,2 y 0,7%, respectivamente (-0,3 y 0,2% en el primero). En cuanto a la FBCF, su comportamiento estuvo afectado por la sostenida debilidad del sector inmobiliario, el término de algunas iniciativas de gran tamaño y la postergación de inversiones (IPoM, septiembre 2026).

[3]/ En tanto, 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 del tipo de cambio (IPoM, septiembre de 2018; IEF Primer Semestre 2019). Por su parte, 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 *El endeudamiento agregado de las empresas no bancarias se ha mantenido estable en los últimos trimestres.*
DEUDA DE EMPRESAS NO BANCARIAS (1)(2)
(porcentaje del PIB)

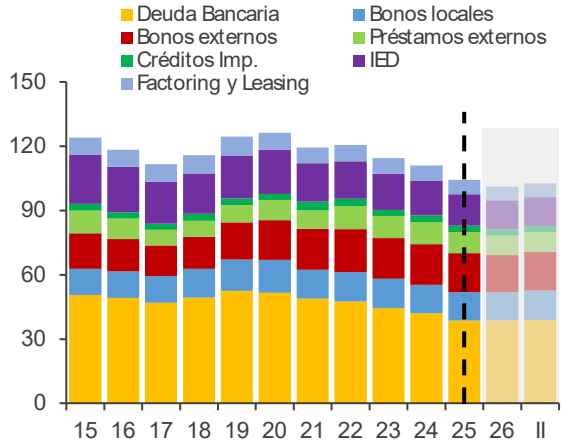


GRÁFICO II.2 *La proporción de empresas con razón de cobertura de intereses menor a uno ha disminuido.*
COBERTURA DE INTERESES DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR CORPORATIVO (3)
(porcentaje de los activos)

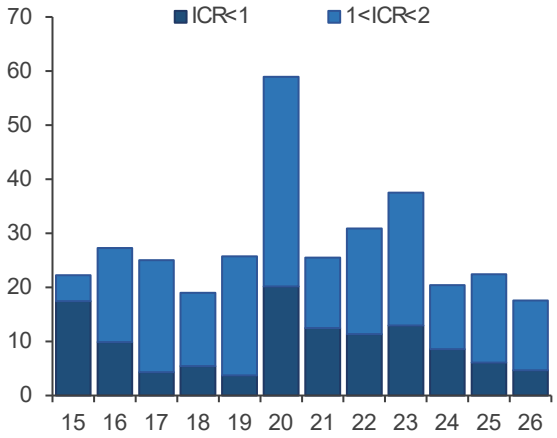


GRÁFICO II.3 *En las firmas en que predomina el financiamiento bancario local se observó un alza en el endeudamiento de los sectores Manufactura, Comercio y Construcción…*
RAZÓN DEUDA SOBRE VENTAS (1)(4)
(veces ventas mensuales, promedio móvil trimestral, mediana)

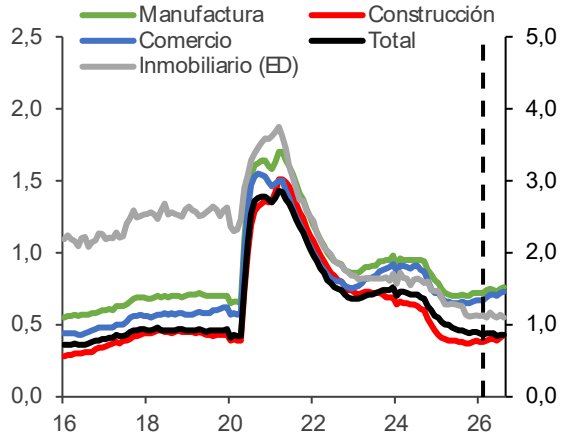
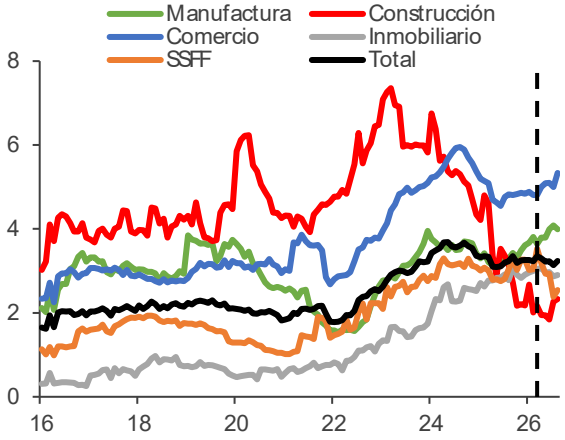


GRÁFICO II.4 *… los cuales también registraron un aumento en su impago bancario.*
IMPAGO INDIVIDUAL (1)(4)(5)
(porcentaje de la deuda)



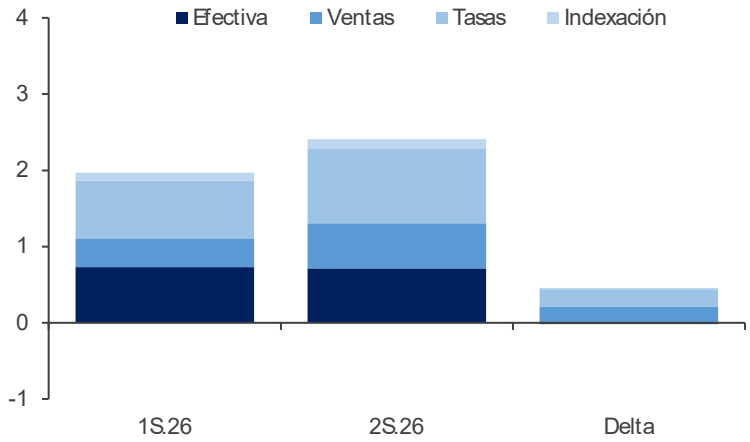
(1) Línea vertical corresponde al cierre del IEF del primer semestre de 2026. (2) Basado en información a nivel de empresas a excepción de *factoring*, *leasing* y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. Información con cierres anuales, con excepción del área sombreada correspondiente a cierres trimestrales. (3) Cobertura de intereses (ICR, por sus siglas en inglés) definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros, sobre los gastos financieros anualizados. 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) El Impago Individual aproxima la mora comercial utilizando datos administrativos contables. Considera la deuda comercial con atraso sobre 90 días por cada relación deudor-banco sobre el total de la deuda comercial.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SII.

Las firmas que se financian principalmente con la banca local registraron un leve deterioro de sus indicadores financieros. La menor actividad económica reciente se ha reflejado en un mayor carga financiera y endeudamiento de los sectores Comercio, Manufactura y Construcción (gráfico II.3). Estos sectores también registraron un aumento en su morosidad (impago individual)[4]/, especialmente en empresas con altos niveles de carga financiera. En el sector Inmobiliario, la morosidad se mantuvo estable, aunque en niveles altos y en agosto se ubicó en 2,9%, muy por sobre el 0,6% registrado previo a la pandemia. En el agregado, la morosidad de las firmas se mantuvo en torno a 3,2% de la deuda, sin mostrar signos de retornar al 2,1% registrado en promedio entre 2016 y 2019 (gráfico II.4)[5]/.

EJERCICIO DE TENSIÓN DE EMPRESAS[6]/

La deuda en riesgo de las empresas aumenta debido a una posición inicial algo más débil que en el Informe anterior. El escenario de tensión considera el impacto de tres *shocks*, cuya magnitud es coherente con el escenario severo utilizado en el ejercicio de tensión bancario (Capítulo III). Estos son, una caída de las ventas, un alza en las tasas de interés y una mayor inflación. Con información a junio de 2026, la deuda en riesgo, correspondiente a las empresas que no podrían cumplir sus compromisos financieros ante la materialización de un escenario severo, alcanzaría 2,4% del PIB (gráfico II.5). El actual nivel de deuda en riesgo representa un aumento respecto de los valores del último año y medio, y se asocia con un crecimiento menor de las ventas durante este año. Así, en comparación con el Informe anterior, el impacto del *shock* de ventas aumenta 0,21pp, mientras el de tasas lo hace en 0,23pp, concentrándose en empresas de los sectores Comercio y Manufactura (anexo estadístico). Si bien no se incluye en el ejercicio de tensión reportado, se estima que las empresas presentan una baja vulnerabilidad a un escenario de depreciación del peso debido al acotado descalce que presentan las empresas con endeudamiento en dólares. Asimismo, si bien *shocks* que eleven los costos energéticos tendrían un impacto directo en los sectores de transporte, agricultura y minería, su efecto en la deuda en riesgo sería limitado por la baja exposición de la banca a esos sectores.

GRÁFICO II.5 *La deuda en riesgo de las empresas aumenta debido a una posición inicial más débil.*
DEUDA COMERCIAL EN RIESGO (*)
(porcentaje del PIB, 2025)



(*) Empresas con financiamiento bancario local. No considera créditos a personas. DeR efectiva corresponde al monto adeudado por cada empresa en impago en junio de 2026. A la misma fecha la participación en la deuda comercial de cada sector es: Comercio (17%); Construcción (14%); Inmobiliario (17%); Manufactura (7%); SS. FF. (15%); y Resto (29%).
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SII.

[4]/ Impago individual es el indicador que aproxima la mora comercial utilizando datos administrativos contables. Considera la deuda comercial, con atraso sobre 90 días por cada relación deudor-banco, sobre el total de la deuda comercial.
[5]/ En agosto de 2026, el indicador de incumplimiento de pago alcanzó 6,0% de las colocaciones comerciales, algo por debajo del 6,4% visto en el Informe anterior, pero aún sobre los niveles registrados previo a 2022. Para más información ver Recuadro II.1 IEF Primer Semestre 2024.
[6]/ 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. Este ejercicio considera empresas que se financian con la banca local, tiene horizonte de un año y supone la ocurrencia de tres *shocks*. En ventas se asume una caída coherente con el escenario severo del 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, que afecta directamente el pago de deudas denominadas en UF. La Deuda en Riesgo corresponde a la deuda total de las firmas que están en impago al comienzo del ejercicio, más la de aquellas que caen en impago después de la aplicación de los *shocks*. Mayor detalle en Córdova *et al.* (2021).

SECTOR INMOBILIARIO

Las perspectivas de corto plazo para el sector inmobiliario residencial han mejorado. La venta de unidades nuevas en la Región Metropolitana recuperó dinamismo en el tercer trimestre, tras la debilidad mostrada en el primer semestre (gráfico II.6). Al crecimiento reciente han contribuido el programa FOGAES y el subsidio a la tasa de interés para viviendas nuevas de hasta UF4.000 (gráfico II.7). Hacia adelante, las medidas legislativas ya aprobadas, como la extensión del programa FOGAES y del subsidio a la tasa de interés para viviendas de hasta UF6.000; la eliminación temporal del IVA a la primera venta; y los cambios tributarios al arriendo de viviendas DFL-2 podrían generar un impulso a la demanda. Adicionalmente, se ha observado una positiva evolución de las condiciones de financiamiento bancario de las empresas inmobiliarias (ECB tercer trimestre), junto con importantes colocaciones de bonos en el mercado local, destinados al refinanciamiento de pasivos y nuevos proyectos.

El *stock* de viviendas terminadas se ha reducido, pero continúa siendo la principal vulnerabilidad del sector inmobiliario residencial. Si bien el *stock* total de viviendas disponibles para la venta en la Región Metropolitana continúa reduciéndose, aproximadamente la mitad de ellas se encuentran disponibles para entrega o en etapa de terminaciones (gráfico II.8). Esta situación representa una vulnerabilidad para las empresas, dado su costo de mantención y el menor margen de ajuste ante eventuales necesidades de liquidez. Asumiendo que el nivel de ventas se mantiene en lo observado el último año y que se realizan solo con unidades terminadas, actualmente se requerirían 14 meses para agotar dicho *stock*, una reducción respecto de los 17 del Informe anterior y del máximo de 19 meses alcanzado a comienzos de 2025, pero todavía por sobre el promedio de solo siete meses entre 2011 y 2019. Pese al elevado *stock*, los precios de las viviendas han mantenido su crecimiento, con alzas anuales en torno al 3% real al segundo trimestre, valor que ha sido mayor en el caso de las viviendas nuevas desde 2021 (gráfico II.9).

A mediano plazo, el ritmo de recuperación de las ventas dependerá de la evolución tanto de factores cíclicos como estructurales. Entre los primeros, el principal corresponde a la evolución del empleo y de los ingresos de los hogares. Por su parte, los factores más estructurales dicen relación con que el aumento de los costos ha impulsado los precios más allá de los ingresos, lo que ha mermado la asequibilidad. Adicionalmente, los antecedentes del escenario internacional sugieren que las tasas de interés de largo plazo se mantendrían elevadas por algún tiempo (Capítulo I). Estos factores podrían contrarrestar en alguna medida el impulso proveniente de medidas legislativas que apunten a facilitar el acceso a la vivienda.

En el sector no residencial, la vacancia de oficinas continúa reduciéndose, mientras no se han observado cambios en la exposición de inversionistas institucionales. Así, la tasa de vacancia en el segmento de oficinas de mayor estándar (A/A+) disminuyó 0,6pp y se ubicó en 9,4% al segundo trimestre de 2026, cifra que en todo caso está por sobre el promedio de 7,6% registrado entre 2016 y 2019. A su vez, los precios reales de arriendo de oficinas se han mantenido estables. En bodegas, la tasa de vacancia se sitúo en 4,1% al primer semestre de 2026, inferior al promedio de 6,2% registrado entre 2017 y 2019. En tanto, la exposición de inversionistas institucionales, que invierten en el sector no residencial, se ha mantenido estable. Por un lado, la exposición de las Compañías de Seguros de Vida al sector inmobiliario se ubicó en 27%, al cierre del primer semestre algo por sobre lo observado en promedio entre los años 2011 y 2019 (anexo estadístico). Por su parte, la exposición de los Fondos de Inversión Públicos (FIP) al sector inmobiliario local se ha mantenido en torno al 22% de sus activos en los últimos 4 años, luego del fuerte crecimiento experimentado entre 2017 y 2022, período en que duplicaron su exposición[7]/.

[7]/ La exposición de las CSV considera la suma de inversiones inmobiliarias (15%) 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 2026).

GRÁFICO II.6 *La venta de viviendas nuevas recuperó dinamismo en el tercer trimestre.*
VENTA DE VIVIENDAS NUEVAS: RM (1)(2)
(miles de unidades)

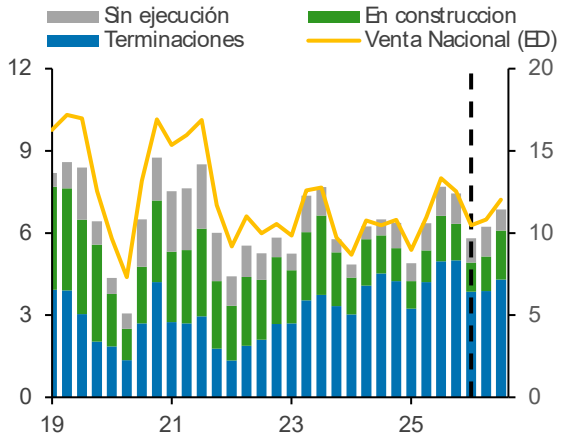


GRÁFICO II.7 *Al crecimiento reciente han contribuido el programa FOGAES y el subsidio a la tasa de interés.*
FLUJO DE CRÉDITOS DE VIVIENDA SA (3)
(millones de UF)

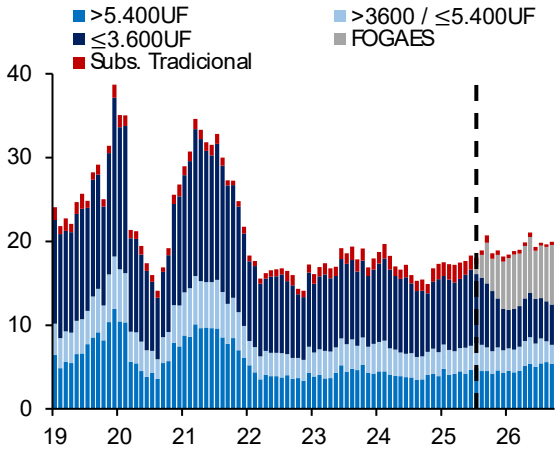


GRÁFICO II.8 *El elevado stock sin vender continúa siendo la principal vulnerabilidad…*
STOCK DE VIVIENDAS NUEVAS: RM (1)(2)
(miles de unidades)

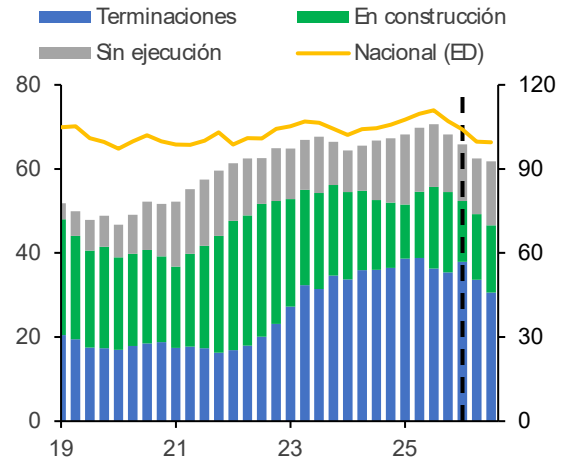
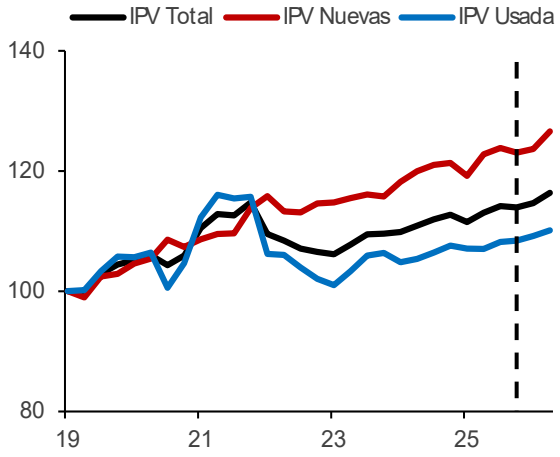


GRÁFICO II.9 *…en un contexto donde los precios han mantenido su crecimiento.*
ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDAS TOTAL (IPV) (1)
(Índice, 100=2019.T1)



(1) Línea vertical corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. (2) Barras representan venta/*stock* en RM según corresponda. (3) Línea vertical corresponde al inicio de FOGAES. Incluye créditos en UF y excluye reprogramaciones por deterioro. Desestacionalización utilizando CENSUS X-12 y calendario nacional. Cobertura nacional (D32-33 y D34). En base a consolidación individual.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CChC, CMF y SII.

HOGARES

Desde el Informe anterior, los hogares han enfrentado un deterioro del mercado laboral. La tasa de desempleo del trimestre finalizado en septiembre alcanzó 9,8% (INE). El empleo ha mantenido un desempeño débil tras la pandemia, en lo que se combinan factores de carácter persistente y algunos cíclicos (IPoM, septiembre 2026). Como se ha mencionado en informes anteriores, un deterioro del mercado laboral y su persistencia, dificultan la capacidad de pago de los hogares, particularmente aquellos de menores ingresos.

Los hogares mantuvieron un endeudamiento bancario acotado y presentaron un leve aumento de su carga financiera, asociado con un mayor uso de créditos rotativos. A nivel agregado, la deuda total de los hogares no presentó una variación significativa y se mantuvo en 46% del PIB (CNSI 2T.26). En particular, el endeudamiento bancario sobre ingreso se mantuvo en niveles bajos respecto de lo observado en los últimos años (gráfico II.10). Por su parte, la carga financiera sobre los ingresos laborales se incrementó desde un 15% a un 16% desde el Informe anterior. A su vez, se ha observado un mayor dinamismo en los créditos de consumo otorgados por Oferentes de Crédito No Bancarios (OCNB), los que, en general, se enfocan en un segmento más vulnerable de los hogares y en condiciones menos favorables que las del sector bancario (Capítulo III).

Si bien la participación en la deuda de los hogares con alta carga financiera se incrementó, el grupo de mayor riesgo mantiene una participación baja en la cartera bancaria. A junio de 2026, la deuda total en manos de hogares con alta carga financiera alcanzó 30%, subiendo levemente desde el 27% registrado en diciembre de 2025 (gráfico II.11). De estos hogares, aquellos que tienen tanto deuda hipotecaria como de consumo lo hicieron desde 21,7%, a 23,4%. No obstante, dentro de los deudores con elevada carga financiera, el grupo de mayor riesgo corresponde a los deudores que sólo tienen créditos de consumo, dado su elevado impago materializado en el pasado[8]/. Estos deudores aumentaron su participación en la deuda desde 5,7% a 6,8%, lo que continúa siendo bajo respecto del crédito total a hogares. Una mayor carga financiera aumenta la vulnerabilidad ante *shocks* adversos, especialmente en aquellos hogares de menores ingresos y más endeudados. Si bien estos segmentos presentan una vulnerabilidad algo mayor, esto no implica un riesgo de carácter sistémico, dada su baja participación en la cartera bancaria.

La deuda en impago se mantuvo estable en las carteras de consumo e hipotecaria. La deuda de las personas en mora, respecto de la deuda total, se ubicó en agosto en 10,7% para colocaciones de consumo y en 2,9% para hipotecarias. Estas cifras son similares al 10,6% y 2,8% registrados en el Informe pasado, respectivamente (gráfico II.12). Por segmentos, se registró un aumento en el impago de hipotecarios pactados a tasa variable o mixta[9]/ y en el caso de deudores con tres o más créditos hipotecarios. No obstante, la participación de estos grupos en el total de crédito bancario continúa siendo acotada.

[8]/ El Índice de Deuda Impaga (IDI) de los deudores con alta carga financiera que sólo presentan créditos de consumo promedió 11% entre 2019 y 2026, mientras que, para aquellos deudores que además presentan deuda hipotecaria el IDI de consumo promedió 6% en el mismo período.

[9]/ Entre 2020 y 2022 se registró un aumento en la participación de nuevos créditos hipotecarios pactados a tasa mixta o variable. Si bien, esto facilitó el acceso al mercado hipotecario, dichos créditos podrían quedar expuestos a un aumento en su carga financiera cuando la tasa fija del crédito se convirtiera en variable, situación que fue mencionada en el IEF del primer semestre de 2022.

GRÁFICO II.10 *El endeudamiento bancario se mantuvo acotado y la carga financiera aumentó levemente.*
CARGA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO (1)
(porcentaje del ingreso mensual, veces el ingreso mensual, mediana, prom. móvil 6 meses)

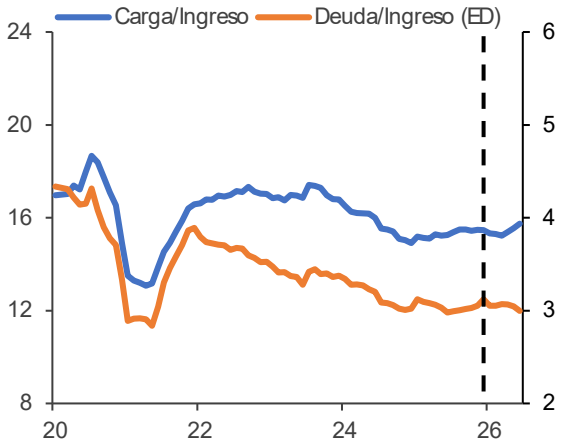


GRÁFICO II.11 *La participación en la deuda de los hogares con alta carga financiera se incrementó.*
DEUDA BANCARIA DE DEUDORES CON ALTA CARGA FINANCIERA (1)(2)
(porcentaje de la deuda bancaria de hogares, prom. móvil trimestral)

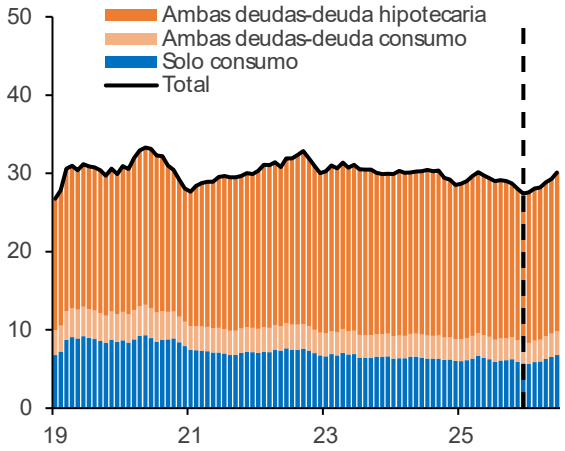


GRÁFICO II.12 *La deuda en impago se mantuvo estable en las carteras de consumo e hipotecaria.*
ÍNDICE DE DEUDA IMPAGA (1)(3)
(porcentaje de deuda de cada grupo)

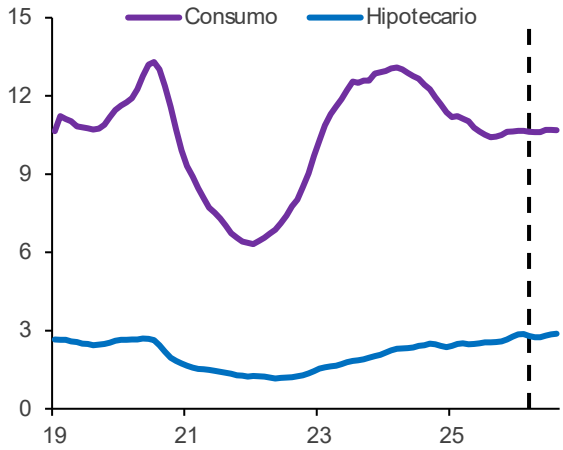
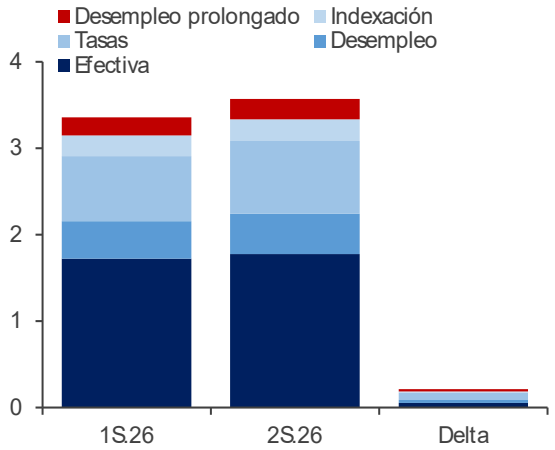


GRÁFICO II.13 *La deuda en riesgo aumentó debido a una posición inicial más desfavorable.*
DEUDA EN RIESGO (4)
(porcentaje del PIB)



(1) Línea vertical corresponde al cierre estadístico del IEF anterior. (2) Hogares con alta carga financiera definidos como: deudores sin créditos hipotecarios y con RCI>25% y deudores con créditos hipotecarios con RCI>50%, esta definición es consistente con la utilizada por la CMF. (3) El índice de deuda en impago (IDI) mide la deuda de las personas en impago respecto de la deuda total. (4) Deuda en riesgo corresponde a la deuda individual multiplicada por la probabilidad de impago de cada deudor por cartera. El ejercicio de tensión habitual supone que los hogares afectados por el *shock* de desempleo se mantienen en ese estado, en promedio, por seis meses. En el ejercicio actual se considera una mayor duración hasta un período de ocho meses (desempleo prolongado).
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de AFC, CMF y SUSESO.

EJERCICIO DE TENSIÓN DE HOGARES[10]/

La deuda en riesgo de los hogares aumentó respecto del Informe anterior, debido a una posición inicial algo más desfavorable. El escenario de tensión considera el impacto de tres *shocks*, cuya magnitud es coherente con el escenario severo utilizado en el ejercicio de tensión bancario (Capítulo III). Estos son, un aumento en el desempleo, un alza en las tasas de interés y una mayor inflación, lo cual en su conjunto reduce los ingresos laborales y encarece el pago de obligaciones. De darse una situación como esta, la deuda de los hogares en impago se ubicaría en 3,3% del PIB, enterando así dos alzas consecutivas entre informes. (gráfico II.13 y anexo estadístico). Este aumento se explica por las condiciones iniciales algo más desfavorables sobre las que se aplica el escenario de tensión, tanto por la mayor exposición a créditos rotativos como por el mayor impago registrado en el último año. Por su parte, una prolongación del período de búsqueda de empleo, con la consecuente reducción de los ingresos, deterioraría la capacidad de pago de los hogares (Recuadro II.1). Dado lo anterior, en este ejercicio se evaluó también el impacto que tendría un aumento de la duración promedio del desempleo[11]/. En dicho escenario, la deuda en riesgo se incrementaría en 0,2% del PIB.

GOBIERNO CENTRAL

La persistencia de los déficits fiscales, y su efecto en el endeudamiento soberano, han reducido las holguras. De acuerdo con las proyecciones oficiales, el déficit efectivo proyectado para 2026 alcanzará 1,8% del PIB, disminuyendo 1pp respecto del cierre de 2025 (-2,8% del PIB). La deuda bruta del gobierno central alcanzaría 42,7% del PIB a fines de 2026[12]/ (IFP 3T26) (gráfico II.14). Esto representa un aumento de 1,2pp del PIB respecto del cierre de 2025 (41,5% del PIB). Las actuales clasificaciones crediticias soberanas se han mantenido con perspectiva estable y se fundamentan, principalmente, en una expectativa de consolidación fiscal en los próximos años (MdH)[13]/. De esta forma, mantener la cautela en las cuentas fiscales es fundamental para preservar adecuadas condiciones de financiamiento para hogares y empresas.

El perfil de vencimientos de la deuda soberana ha incrementado la exposición a un deterioro de las condiciones financieras. Un 23% de la deuda del gobierno central vence en los próximos tres años, cifra elevada en comparación histórica (gráfico II.15). Lo anterior, se da en un contexto en que las nuevas emisiones se han estado haciendo a plazos menores que hace un año y el plazo residual del *stock* de los bonos de gobierno ha disminuido. Esto implica recurrir con mayor frecuencia al mercado para refinanciar los vencimientos, aumentando la exposición del Gobierno Central a condiciones financieras menos favorables y a mayores costos de renovación. Por su parte, la participación de la deuda en moneda extranjera ha aumentado en la última década, y a junio se ubicó en 33% (Reporte Trimestral de Deuda Bruta del Gobierno Central, junio 2026). Si bien esta mayor participación permite diversificar las fuentes de financiamiento, la incertidumbre externa, en particular aquella asociada a las tensiones geopolíticas, podría generar presiones cambiarias y una valorización desfavorable de la deuda denominada en moneda extranjera (CFA, 2026).

---

[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. Se plantean tres *shocks*, cuya magnitud es coherente con el escenario severo considerado en el ejercicio de tensión bancario (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. Mayor detalle en Recuadro V.1 del Informe del Primer Semestre de 2023 y en Córdova y Toledo (2023).

[11]/ El ejercicio de tensión habitual supone que los hogares afectados por el *shock* de desempleo se mantienen en ese estado, en promedio, por seis meses. En el ejercicio actual se considera una mayor duración hasta un período de ocho meses (desempleo prolongado).

[12]/ Cabe señalar que, de acuerdo con el Informe de la Ejecución del Gobierno Central, del 30 de octubre de 2026, en el tercer trimestre la deuda bruta total alcanzó 44,7% del PIB.

[13]/ *Fitch Ratings*: "A-" con perspectiva estable (sep. 2026), *S&P Global Ratings*: "A" con perspectiva estable (sep. 2026) y *Moody's*: "A2" con perspectiva estable (oct. 2026).

GRÁFICO II.14 *La persistencia de los déficits fiscales, y su efecto en el endeudamiento soberano, han reducido las holguras.*
DEUDA BRUTA DE GOBIERNO CENTRAL (1)
(porcentaje del PIB)

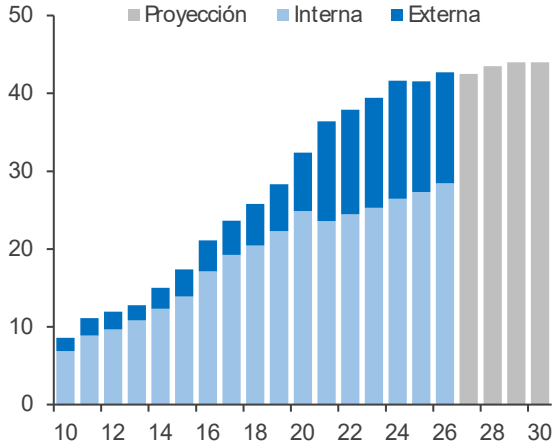
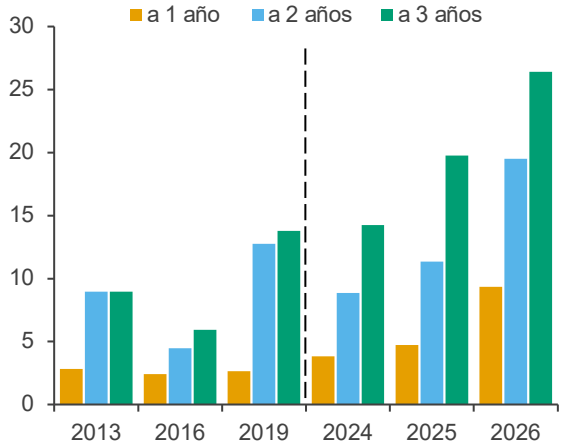


GRÁFICO II.15 *El perfil de vencimientos de la deuda soberana ha incrementado la exposición a un deterioro de las condiciones financieras.*
VENCIMIENTO ACUMULADO DE LA DEUDA DE GOBIERNO (2)
(porcentaje del total de la deuda de gobierno)



(1) 2026 con datos efectivos a junio (Informe de Estadísticas de la Deuda Pública, MdH). Barras grises corresponden a proyección de Informe de las Finanzas Públicas Tercer Trimestre 2026, DIPRES. (2) Datos a diciembre de cada año, para 2026 considera el vencimiento a 12, 24 y 36 meses a contar de octubre 2026.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la DIPRES.

RECUADRO II.1:

Efectos del desempleo en la morosidad de créditos de consumo

Considerando que el desempleo es un determinante central de la capacidad de pago de los hogares y que el mercado laboral ha mostrado una debilidad prolongada, es importante monitorear sus efectos en la morosidad. Los ejercicios de tensión de los Informes de Estabilidad Financiera siempre han analizado lo que ocurre con el riesgo de crédito de los hogares cuando estos enfrentan el desempleo de sus integrantes. Este recuadro agrega un elemento complementario: qué sucede cuando el desempleo es más persistente. Los resultados muestran que una mayor duración de la cesantía amplifica el deterioro de la capacidad de pago asociado a la pérdida de empleo. Sin embargo, estos efectos se concentran en hogares con una participación reducida en la deuda de consumo bancaria, por lo que su impacto agregado sobre el sistema financiero es acotado.

La evidencia indica que la pérdida de empleo no se traduce inmediatamente en morosidad, ya que las personas disponen de mecanismos de ajuste para amortiguar la disminución de ingresos. Según datos de la Encuesta Financiera de Hogares 2024, estos mecanismos se concentran principalmente en la generación de ingresos por otras vías (47,5%) y el ajuste de gastos (23,0%). En menor medida, los hogares recurren al apoyo de familiares o amigos (11,6%), al crédito (6,8%) y al uso de ahorros (3,5%). No obstante, cuando la pérdida de empleo se hace más frecuente y/o el desempleo persiste, estos márgenes de ajuste eventualmente se agotan y pueden llevar al no pago de deudas financieras (Gerardi et al., 2018; Möhlmann y Vogel, 2024; Ganong y Noel, 2019). En consecuencia, no es sólo la ocurrencia de desempleo la que importa, sino que también la duración de este.

En Chile, el mercado laboral continúa mostrando señales de debilidad tras la pandemia. Esta dinámica se debe a la combinación de factores persistentes, como el aumento de los costos laborales y la automatización, así como a factores cíclicos asociados a la debilidad de la demanda interna (IPoM, septiembre de 2026). En este contexto, las elevadas tasas de desempleo conviven con una mayor duración del proceso de búsqueda de un nuevo empleo. En el tercer trimestre de 2026, la tasa de desempleo alcanzó 9,8%, mientras que la duración promedio de búsqueda de empleo llegó a 8,2 meses en el período julio-septiembre, ubicándose sobre su promedio histórico de 6 meses. Ello sugiere que una proporción creciente de trabajadores enfrenta mayores dificultades para reinsertarse laboralmente.

Empíricamente se encuentra una estrecha relación entre la ocurrencia y persistencia del desempleo y la mora de consumo. La evidencia indica que una mayor incidencia del desempleo eleva la mora de consumo y que este efecto se intensifica cuando las dificultades de reinserción laboral aumentan. Ante un *shock* de desempleo, con la duración de búsqueda de empleo en niveles como los actuales (en torno a 2 desviaciones estándar sobre su media histórica), la mora de consumo aumenta hasta 1,7 puntos porcentuales más que cuando la búsqueda está en su valor promedio (gráfico II.16). Estos resultados son consistentes con la evidencia internacional que muestra que cuando disminuye la probabilidad de re-emplearse y se prolongan los períodos en que las personas están sin trabajo se deteriora la capacidad de pago de los hogares y con ello, aumenta la morosidad (Ganong y Noel, 2019).

La combinación de más desempleo y una reinserción laboral más lenta ha contribuido a la dinámica de la mora de consumo durante los últimos años (gráfico II.17). Si bien la mora de consumo se ha estabilizado en los datos más recientes, entre el segundo trimestre de 2022 y el mismo período de 2026 aumentó desde aproximadamente 1,6 a 2,5% de las colocaciones de consumo bancario. De este aumento, aproximadamente 0,22 puntos porcentuales (pp) se explican por el alza de la tasa de desempleo, 0,23 pp por la mayor duración de la búsqueda de empleo y los restantes 0,44pp se relacionan con otros factores macrofinancieros[1]/. En conjunto, estos resultados sugieren que cerca de la mitad del aumento observado en la mora de consumo durante los últimos años puede asociarse a la evolución y su duración.

GRÁFICO II.16 *Shocks de desempleo intensifican su efecto sobre la mora de consumo cuando se prolonga la búsqueda de empleo.*
RESPUESTA ACUMULADA DE LA MORA DE CONSUMO ANTE UN *SHOCK* DE DESEMPLEO (1)(3)
(porcentaje)

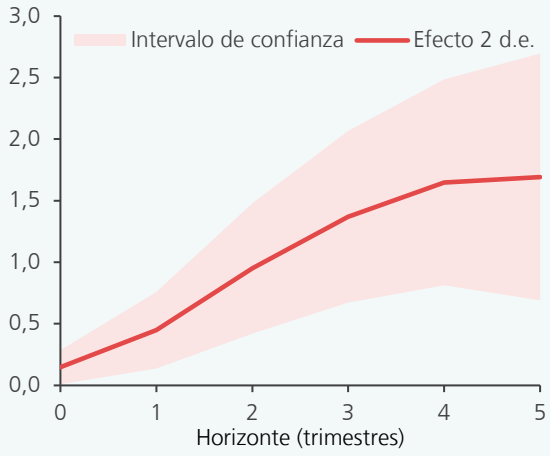
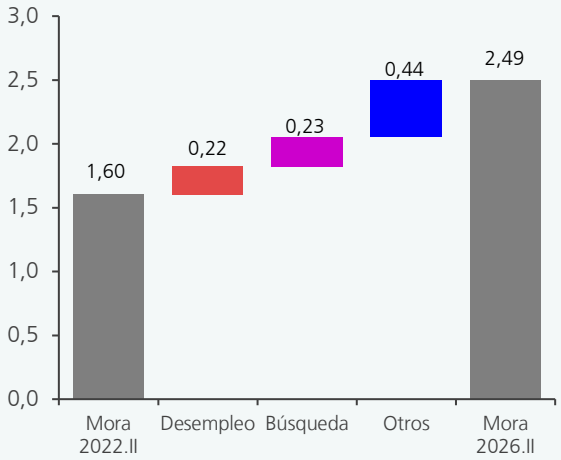


GRÁFICO II.17 *La evolución del desempleo ha contribuido a elevar la mora de consumo en los últimos años.*
DESCOMPOSICIÓN DEL CAMBIO EN LA MORA DE CONSUMO (2)(3)
(porcentaje)

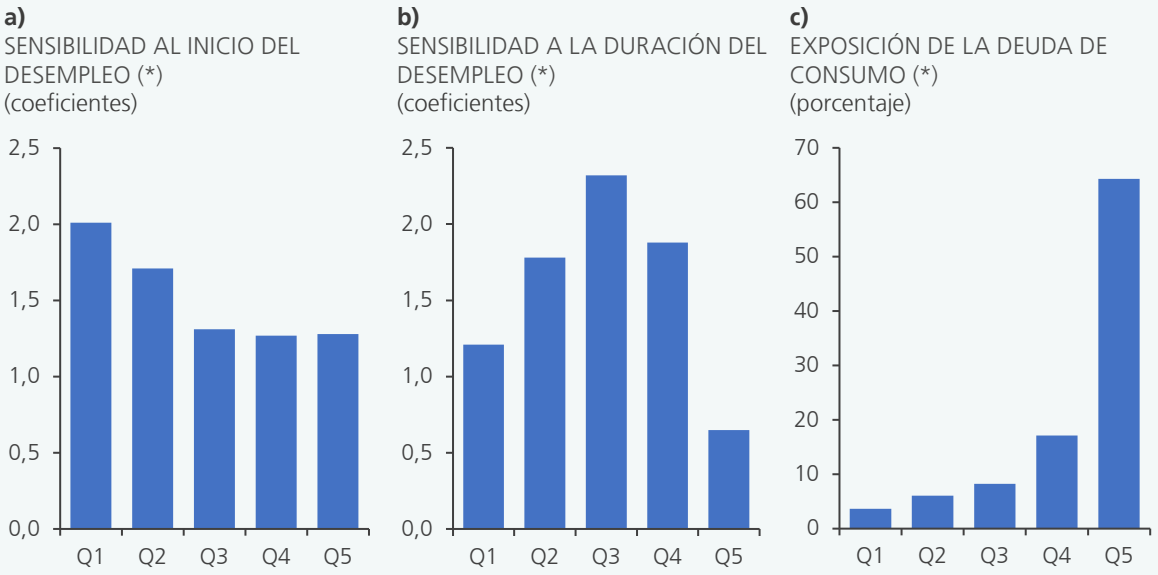


(1) Función de impulso-respuesta proveniente de modelo para la mora bancaria de consumo agregada en base a proyecciones locales. (2) Modelo para la mora bancaria de consumo agregada en base a proyecciones locales (Jordà, 2005). (3) En función de un *shock* de desempleo, tiempo de búsqueda de empleo, interacción de *shock* de desempleo y tiempo de búsqueda, controlando por rezagos de producto interno bruto, índice de precios al consumidor, y tasa de política monetaria. Para más detalles revisar nota técnica.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF e INE.

[1]/ Modelo en base a proyecciones locales (Jordà, 2005). Se explica la mora de consumo en base a una constante, *shock* de desempleo, tiempo de búsqueda, interacción de *shock* de desempleo y tiempo de búsqueda, controlando por rezagos de producto interno bruto, índice de precios al consumidor, y tasa de política monetaria. Otros factores macrofinancieros considera: producto interno bruto, índice de precios al consumidor, tasa de política monetaria, y el residuo.

Con todo, la implicancia de estos efectos sobre la mora de consumo es acotada, pues los efectos de la ocurrencia y persistencia del desempleo sobre la morosidad son significativamente mayores entre los hogares de menores ingresos, los que tienen una baja participación en la cartera de consumo bancaria. Utilizando registros laborales y crediticios, se estima cómo cambia la probabilidad de mora tanto ante el evento de pérdida del empleo como ante la prolongación del desempleo (gráfico II.18a y II.18b). Si bien los hogares de los tres quintiles inferiores presentan una respuesta más intensa de la morosidad ante la duración del desempleo y concentran 49% del deterioro estimado, estos grupos representan alrededor de 17,9% de la deuda de consumo (gráfico II.18c)[2]/. Esto sugiere que, aunque el caer en desempleo sigue siendo una fuente relevante de fragilidad financiera para estos hogares, su impacto sobre la estabilidad de la banca permanece acotado.

GRÁFICO II.18 *La sensibilidad de la morosidad al desempleo se concentra en los quintiles bajos y medios, mientras la mayor exposición bancaria corresponde al quintil de mayores ingresos.*



(*) La variable dependiente es una variable binaria de morosidad entre 90 días y un año. Se incluyen controles rezagados del logaritmo del ingreso y el *stock* de deuda. Las regresiones se computan sobre una muestra cercana a cien millones de observaciones individuo-trimestre, representando sobre seis millones de individuos. Para más detalles revisar nota técnica.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF y AFC.

[2]/ El deterioro agregado se calcula ponderando, para cada quintil de ingreso, la sensibilidad a la duración del desempleo, su incidencia al *shock* de desempleo y su participación en la deuda de consumo bancaria.

CAPÍTULO III
OFERENTES DE CRÉDITO



III. OFERENTES DE CRÉDITO

El crédito bancario mantiene un crecimiento acotado, coherente con el menor dinamismo de la economía, en un contexto donde las condiciones de otorgamiento no muestran señales de una restricción generalizada de oferta. El crédito a empresas continúa mostrando reducidas tasas de expansión de manera transversal entre sectores, mientras que el crédito de consumo bancario se ha desacelerado y el hipotecario sigue exhibiendo bajo crecimiento, apoyado por el programa FOGAES. La calidad de cartera se mantiene estable en términos agregados, aunque persisten mayores niveles de riesgo en sectores como comercio y manufacturera, con coberturas de provisiones en torno a sus promedios históricos. En este contexto, los bancos mantienen niveles de rentabilidad, capital y liquidez que les permitirían continuar otorgando crédito y absorber las pérdidas asociadas a un escenario de tensión severo.

SITUACIÓN DE LOS OFERENTES

El crédito continúa mostrando crecimiento acotado, acorde con el desempeño de la economía. A septiembre de 2026, las colocaciones bancarias exhiben tasas de crecimiento real acotadas (0,8%) (gráfico III.1). Esto es coherente con un ciclo en el cual la demanda agregada se ha desacelerado, mientras el mercado laboral se ha deteriorado.

El bajo crecimiento del crédito a empresas es transversal entre sus distintos segmentos. Si bien los créditos de comercio exterior (gráfico III.2) han mostrado una recuperación reciente, su variación anual se mantiene cercana a cero tras varios meses en valores negativos, lo que se asocia a la sustitución por otras fuentes de financiamiento realizada por algunas empresas de mayor tamaño hacia comienzos de año. En tanto, el crédito comercial mantiene un bajo dinamismo generalizado por tamaño de empresa y sector, mientras los flujos de préstamos en cuotas y sus tasas de interés permanecen estables. En este contexto, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre de 2026 muestra una mejora o mantención de las condiciones de otorgamiento, sin señales de una restricción generalizada de la oferta (gráfico III.3). Por el lado de la demanda, la encuesta indica que se detuvo su deterioro entre las grandes empresas y que se percibe una mejora en todos los demás componentes.

En hogares, el componente bancario del crédito de consumo tuvo un menor crecimiento respecto del Informe previo, contrarrestado parcialmente por el crecimiento proveniente de cajas de compensación (gráfico III.4)[1]/. Entre estas últimas, destaca el crecimiento de las colocaciones de las Cajas de Compensación de Asignación Familiar (CCAF), las cuales extienden créditos con descuento por planilla y se enfocan en un segmento de deudores de mayor riesgo y menores ingresos que los bancarizados. El crecimiento del crédito hipotecario es algo mayor respecto del Informe anterior y se concentra en créditos asociados a la venta de viviendas nuevas y aquellos acogidos al programa FOGAES. Hacia adelante, se suman otras medidas legislativas que mejoran las perspectivas para el crédito hipotecario en el corto plazo (Capítulo II). No obstante, el aumento de las tasas hipotecarias como resultado del entorno global y la menor asequibilidad de las viviendas incidiría en la dirección contraria.

[1]/ Durante este año el registro de la deuda por tarjetas de crédito para ciertos bancos pasó de la fecha de vencimiento a la fecha de amortización de la cuota. Lo anterior generó un cambio permanente en el nivel de stock de deuda de consumo y, por tanto, una contracción en el nivel del componente asociado a deuda de tarjetas de crédito.

GRÁFICO III.1 *La actividad crediticia contiúa con crecimiento acotado*
CRECIMIENTO DE LAS COLOCACIONES BANCARIAS (1)(2)(3)
(variación real anual, porcentaje)

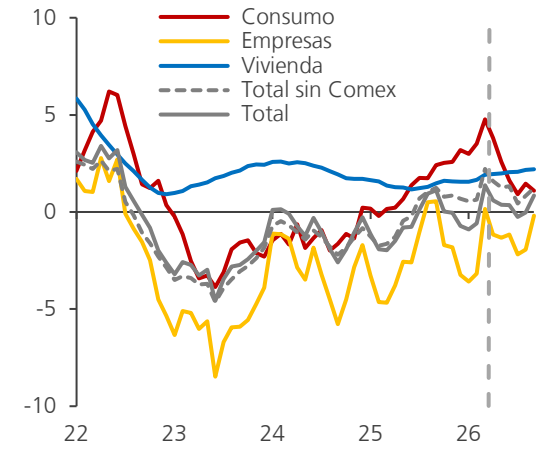


GRÁFICO III.2 *Las colocaciones a empresas han frenado su contracción*
INCIDENCIA EN EL CRECIMIENTO DE LAS COLOCACIONES A EMPRESAS (1)
(variación real anual, porcentaje)

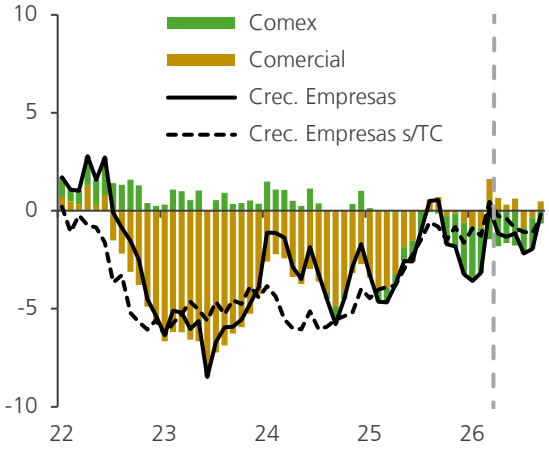


GRÁFICO III.3 *La demanda por crédito aún se encuentra debilitada*
CAMBIO EN LA OFERTA Y DEMANDA POR CRÉDITO DE EMPRESAS SEGÚN ECB (4)
(índice)

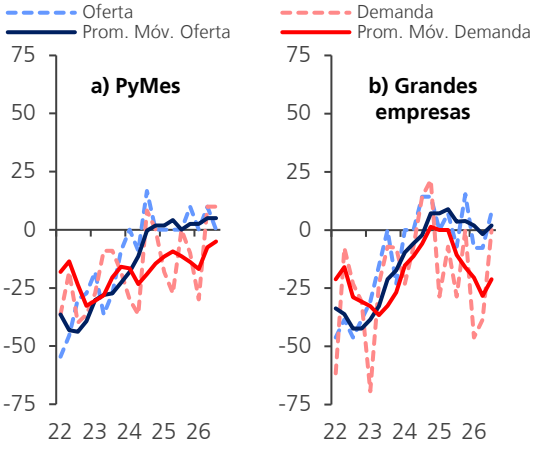
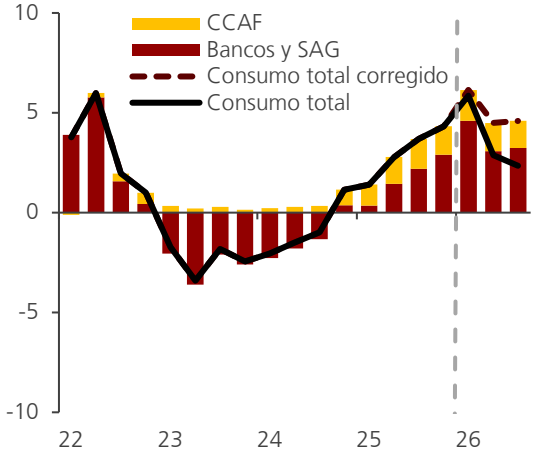


GRÁFICO III.4 *Las cajas de compensación han mantenido un crecimiento estable*
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DE CONSUMO (1)(5)
(porcentaje anual)



(1) Línea vertical corresponde a cierre estadístico del IEF anterior. (2) Basado en estados financieros individuales, excepto consumo el cual corresponde al consolidado local que incluye colocaciones de Sociedades de Apoyo al Giro. Línea Total sin Comex excluye los créditos de comercio exterior. (3) Las actualizaciones metodológicas implementadas se describen con mayor detalle en la nota técnica "Actualización de las series de crédito y del modelamiento de riesgo en los ejercicios de tensión bancaria" que acompaña este Informe. (4) Corresponde a la diferencia entre el número de bancos encuestados que opinaron que los estándares de aprobación (percepción de la demanda) de créditos eran menos restrictivos (mayor fortalecimiento), en algún grado, y el número de quienes consideraron que dichos estándares eran más restrictivos (se han debilito), en algún grado, como porcentaje del total de respuestas. Línea continua indica el promedio móvil de cuatro trimestres, mientras que la línea segmentada indica la respuesta del trimestre en curso. (5) Las colocaciones de las SAG consolidan con los bancos. Consumo total corregido ajusta el stock debido al cambio en el registro de pagos de tarjetas de crédito. Información trimestral, salvo última barra que muestra la información disponible a agosto 2026 para las CCAF.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la ECB y CMF.

Los indicadores agregados de morosidad continúan mostrando cierta estabilidad en la mayoría de sus carteras, no obstante indicadores prospectivos de riesgo de la banca anticipan cierto deterioro de la capacidad de pago en personas (gráfico III.5). El gasto en provisiones en las carteras asociadas a los hogares ha aumentado, lo que refleja una mayor percepción de riesgo prospectivo por parte de la banca, el cual se puede asociar al ciclo macroeconómico (Capítulo II). En este sentido, la ECB ha venido reportando un deterioro en la evaluación de riesgo de la cartera de consumo por parte de los bancos, que se estaría reflejando en el aumento de la morosidad en lo más reciente. Así, el debilitamiento del mercado laboral podría traducirse en una mayor fracción de deudores en mora (Recuadro II.1). En empresas, si bien la mora agregada permanece estable, hay sectores como comercio y manufactura donde la morosidad ha venido en aumento y persiste debilidad financiera (Capítulo II). En ese contexto, la cobertura de provisiones se mantiene en torno a su promedio histórico en las tres carteras, lo que constituye un mitigador relevante frente a un eventual deterioro de la calidad crediticia.

La banca mantiene indicadores de rentabilidad por sobre sus promedios históricos (gráfico III.6). Tanto los intereses ganados como pagados se han reducido y mantienen el margen de intereses relativamente estable (gráfico III.7). Los gastos operacionales permanecen bajo su promedio histórico, asociados a un menor número de oficinas y sucursales, mientras la utilidad neta por comisiones no exhibe variaciones significativas. Por su parte, los intereses ganados y utilidades por valoración y venta de instrumentos financieros en que invierten los bancos se mantienen estables. En tanto, tampoco se observan cambios relevantes en las pérdidas por riesgo operacional. En conjunto, estos elementos sostienen las utilidades y rentabilidad de los bancos, lo que les permitiría generar capital. Lo anterior se traduce en la positiva evaluación que tiene el mercado respecto de la industria bancaria, la cual se refleja en sus índices accionarios y expectativas de rentabilidad futura.

Los niveles de capital y liquidez del sistema bancario no exhiben variaciones relevantes respecto del Informe anterior. El ratio CET1 del sistema sigue mostrando holguras respecto de los requerimientos regulatorios (gráfico III.8). Asimismo, los indicadores de liquidez permanecen en niveles elevados respecto de los mínimos regulatorios, tanto para la razón de cobertura de liquidez como para la razón de financiamiento estable neto. Dada la liquidez disponible en moneda local y los reducidos descalces de moneda extranjera del sistema, los posibles impactos de depreciaciones abruptas del tipo de cambio serían acotados para la banca.

GRÁFICO III.5 *La morosidad continúa en niveles comparables al Informe anterior y por sobre sus promedios históricos*
INDICE DE MORA DEL SISTEMA (1)(2)
(porcentaje de las colocaciones de cada cartera)

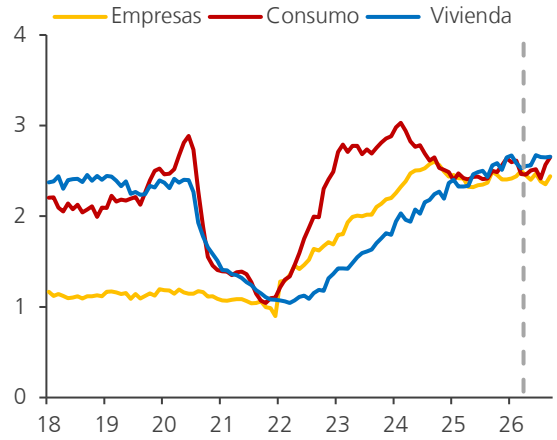


GRÁFICO III.6 *Los ratios de rentabilidad permanecen sobre sus promedios*
RENTABILIDAD DEL SISTEMA (1)(3)
(porcentaje)

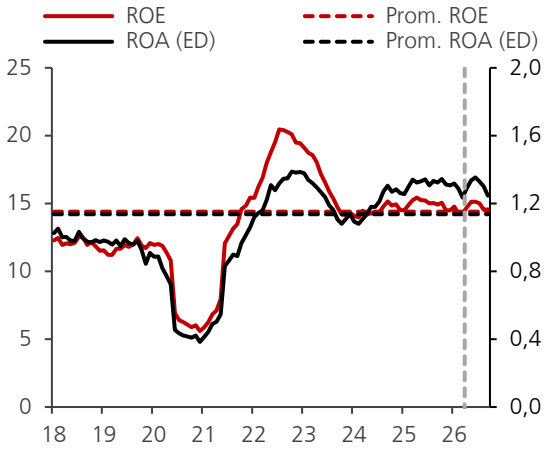


GRÁFICO III.7 *Los márgenes de intereses no han mostrado cambios relevantes*
MARGEN DE INTERESES (1)
(porcentaje de los activos)

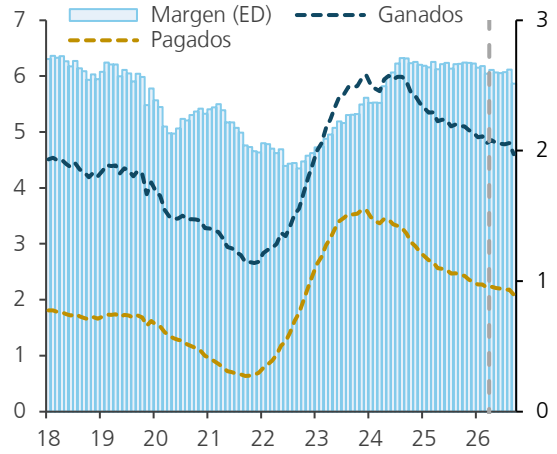
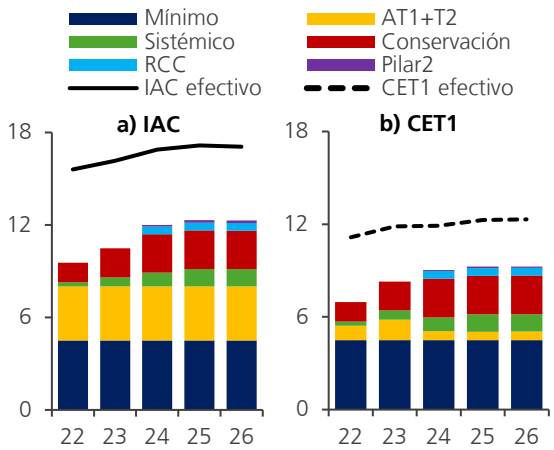


GRÁFICO III.8 *Las métricas de capital no muestran cambios significativos*
REQUERIMIENTO DE CAPITAL DEL SISTEMA (4)
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



(1) Línea vertical corresponde a cierre estadístico del IEF anterior. (2) Mora corresponde al atraso en el pago de 90 días o más. Información en base a estados financieros consolidados localmente. (3) Promedios calculados desde 2010 a la fecha, respectivamente. (4) Información a diciembre de cada año, excepto 2026 que considera el dato efectivo a agosto de 2026. Cifras de requerimiento a diciembre de 2025 incluye el 100% de los descuentos de capital y aplicación del cargo sistémico.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS BANCARIOS[2]/

Los bancos cuentan con niveles de liquidez y capital que les permitirían mantenerse solventes en un escenario de tensión severo. El ejercicio de tensión considera un escenario de contracción abrupta de la actividad y aumento del desempleo, acompañada por un incremento de los costos de fondeo de los bancos y deterioro de las condiciones financieras. La simulación se ancla en la información financiera contable de los bancos a junio de 2026. Se considera un aumento de 300pb en las tasas de interés de corto plazo y de 200pb en las de largo plazo, al igual que en el ejercicio previo. Este último *shock* es mayor que en los escenarios usuales, dada la persistencia en los últimos meses de algunos factores de riesgo que inciden en las tasas de largo plazo. Además, se adiciona un incremento de la volatilidad del tipo de cambio, situándose en 16%, y una depreciación del peso chileno de 30%, que es mayor a la asumida habitualmente (20%) para dar cuenta de la mayor volatilidad experimentada recientemente por los mercados internacionales.

En esta versión de los ejercicios de tensión se introdujeron actualizaciones a las definiciones de colocaciones y cambios en los modelos de riesgo de crédito. En el contexto de la agenda de mejora continua de las herramientas cuantitativas del Banco Central, se adecuaron las definiciones utilizadas en el modelamiento del riesgo de crédito para hacerlas consistentes con las nuevas series de colocaciones publicadas en la Base de Datos Estadísticos (BDE), además de ampliar la cobertura y desagregación de ciertas exposiciones. Entre los principales cambios introducidos destacan el tratamiento separado de las exposiciones de comercio exterior y contingentes en la cartera comercial (las que solían estar modeladas en conjunto), la incorporación de las sociedades de apoyo al giro en consumo y el reconocimiento de las colocaciones hipotecarias valorizadas a valor razonable. Pese a estas modificaciones metodológicas, las estimaciones de pérdidas y solvencia presentan variaciones acotadas respecto de los ejercicios previos[3]/.

Las pérdidas por riesgo de crédito bajo el escenario de tensión aumentan levemente respecto del ejercicio previo (gráfico III.9). Este resultado se concentra en la cartera de consumo, el aumento de las pérdidas se relaciona con una menor calidad de la cartera inicial del ejercicio, esto no se ha reflejado en mayor morosidad hasta ahora, sino que proviene de la evaluación respecto de los factores macrofinancieros que afectan la capacidad de pago de las personas (Capítulo II).

Los resultados del ejercicio de tensión indican que los riesgos de mercado tienen impactos contenidos en el nivel de capital. Las pérdidas asociadas al riesgo de moneda se mantienen en niveles similares a los del ejercicio anterior, reflejando descalces en moneda extranjera acotados y estables. De igual forma, los descalces de plazo del libro de banca y la estructura de vencimientos del libro de negociación registran cambios leves, manteniendo la exposición de la banca a los riesgos de reprecio[4]/ y valoración[5]/ (gráfico III.9). En este contexto, las pérdidas derivadas de *shocks* sobre las tasas de interés no presentan cambios relevantes respecto del Informe previo.

El sistema bancario mantiene su capacidad para absorber las pérdidas originadas por shocks severos bajo la métrica más exigente de CET1. La posición inicial del sistema combina holguras de capital, rentabilidad y cobertura de provisiones cercanas a sus promedios históricos. Estos mitigadores permiten absorber las pérdidas generadas por el escenario de tensión anteriormente descrito. Este escenario lleva a una caída en el capital de 2,2pp (gráfico III.10) y resulta en holguras de capital similares a las reportadas en Informes previos, medidas tanto con CET1 como a través del IAC (gráfico III.11). Así, aun después de materializarse el escenario de tensión, la banca conservaría niveles de capital superiores a los mínimos regulatorios. Esto considera la liberación del RCC, herramienta contemplada para mitigar los efectos de episodios de tensión.

La banca continúa con liquidez suficiente para hacer frente a un escenario de tensión. 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. Aún bajo un escenario de *shocks* de tasas de interés y depreciación abrupta de la moneda, el sistema bancario contaría con holguras de liquidez capaces de absorber la disminución del valor de sus activos líquidos.

---

[2]/ Basado en la metodología descrita en el IEF del segundo semestre de 2013 y en Martínez et al. (2017). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la CMF. Además, dada su naturaleza, no deben ser considerados como ejercicios de proyección.
[3]/ Las actualizaciones metodológicas implementadas se describen con mayor detalle en la nota técnica "Actualización de las series de crédito y del modelamiento de riesgo en los ejercicios de tensión bancaria" que acompaña este Informe.
[4]/ El riesgo de *repricing* o reprecio se refiere a las pérdidas potenciales debido a cambios en las tasas de interés, que afectan a los ingresos y egresos por intereses de sus activos y pasivos.
[5]/ El riesgo de valoración se refiere a la pérdida potencial del valor presente de los instrumentos de negociación y disponibles para

GRÁFICO III.9 *Las pérdidas bajo tensión se incrementaron levemente*
RIESGOS DE CRÉDITO Y MERCADO DEL SISTEMA (1)(3)
(porcentaje del capital básico)

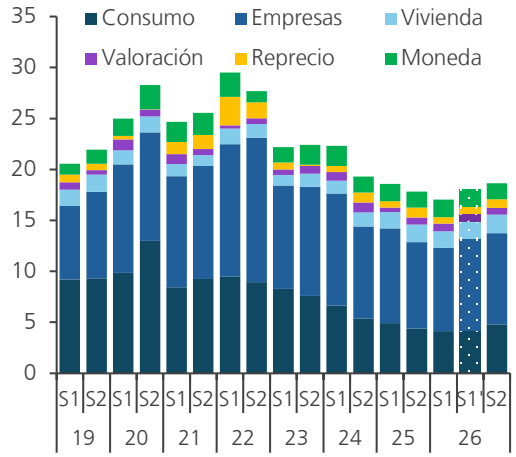


GRÁFICO III.10 *La destrucción de capital es similar a los previos a la pandemia*
IMPACTO DEL ESCENARIO DE ESTRÉS SOBRE EL ÍNDICE DE ADECUACIÓN DE CAPITAL (2)(3)
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)

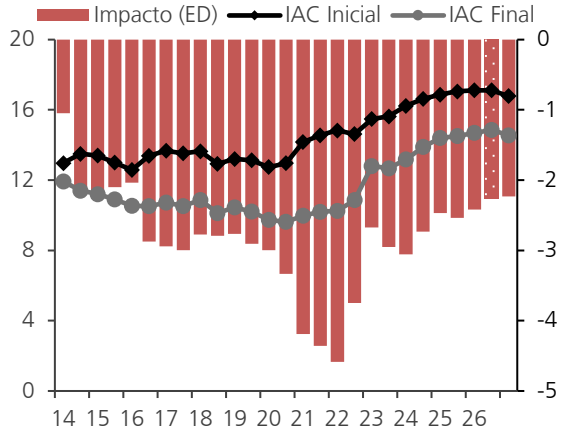
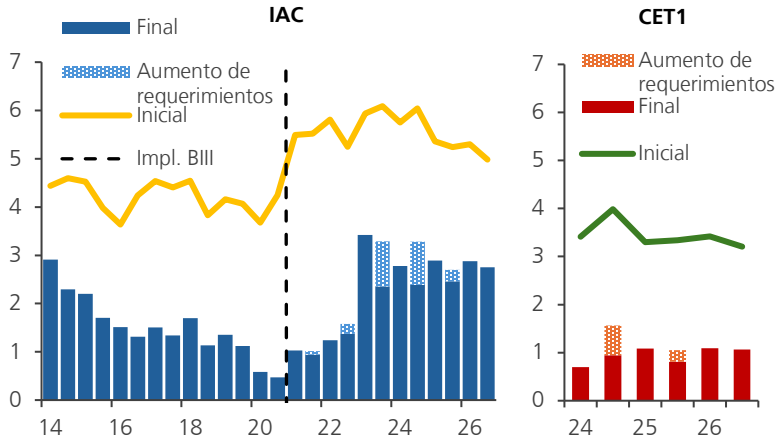


GRÁFICO III.11 *La holgura de capital bajo tensión es comparable a la de ejercicios previos*
HOLGURAS DE CAPITAL BAJO EL ESCENARIO DE ESTRÉS (4)
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



(1) A partir del 2021 se consideran las SAG de consumo en el riesgo de crédito. (2) Considera reinversión de utilidades. (3) Las barras con trama de puntos muestran los resultados del ejercicio del IEF de mayo de 2026 recalculados utilizando las actualizaciones metodológicas incorporadas en este Informe. (4) Exceso de patrimonio efectivo (IAC) y de capital básico (CET1) sobre el mínimo regulatorio y los colchones, respectivamente. Considera la liberación del 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.

CAPÍTULO IV

DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA



DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

El Consejo acordó mantener la decisión adoptada en mayo, en cuanto a que el Requerimiento de Capital Contracíclico converja a su nivel neutral de 1% de los activos ponderados por riesgo (APR). Tal como se acordó entonces, este nivel del RCC se hará exigible en el plazo de 24 meses contado a partir de la Reunión celebrada el 18 de mayo del 2026. La agenda de política financiera del Banco Central de Chile continuó avanzando en relación con la definición de requerimientos de capital bancario según Basilea III y del cumplimiento de su rol en la implementación de la reforma previsional. En materia de requerimientos de capital bancario, el Banco emitió su informe previo favorable para la nueva regulación de requerimientos de capital por riesgo de mercado desarrollada por la CMF. Asimismo, en el ámbito previsional, emitió su informe previo favorable para el nuevo marco de cobertura cambiaria aplicable a los fondos generacionales, labor que ha sido acompañada por un monitoreo permanente de los efectos de la reforma sobre la estabilidad financiera.

SISTEMA BANCARIO

Requerimiento de Capital Contracíclico (RCC)

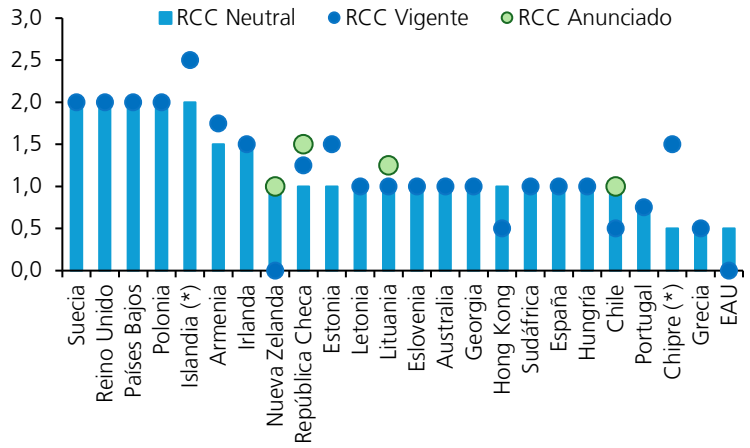
El Consejo acordó mantener la decisión adoptada en mayo, en cuanto a que el Requerimiento de Capital Contracíclico converja a su nivel neutral de 1% de los activos ponderados por riesgo (APR). Tal como se acordó entonces, este nivel del RCC se hará exigible en el plazo de 24 meses contado a partir de la Reunión celebrada el 18 de mayo del 2026. Esta decisión considera las vulnerabilidades y riesgos para el sistema financiero local descritos en este Informe. Adicionalmente, se fundamenta en que la actividad crediticia ha tenido un crecimiento acorde con el desempeño de la economía, y que distintas fuentes de información indican que el capital bancario no ha sido un limitante para su expansión. Asimismo, la banca muestra indicadores de rentabilidad algo por sobre sus promedios históricos, fuentes de financiamiento estables y holguras de capital que le permitirían enfrentar un escenario de tensión y al mismo tiempo acomodar la convergencia del RCC, manteniendo un adecuado flujo de crédito.

La actual convergencia del RCC hacia su nivel neutral tiene como principal objetivo disponer de holguras de capital bancario que puedan ser liberadas frente a una eventual materialización de los riesgos descritos en este Informe. Una vez alcanzado el nivel neutral del RCC, su liberación permitiría generar holguras de capital regulatorio que se estiman en USD 3.139 millones, que los bancos podrían orientar a sostener la provisión de crédito y otros servicios bancarios en situaciones de tensión financiera.

A nivel internacional, las principales jurisdicciones de referencia avanzan hacia sus niveles neutrales de RCC. Desde el último IEF, las jurisdicciones que han implementado niveles neutrales positivos para sus RCC continuaron aproximándose a ellos, destacando los casos de Polonia, España y Grecia, las cuales alcanzaron sus niveles anunciados. Por otro lado, Nueva Zelanda modificó su marco de política macroprudencial, ajustando su nivel neutral para el RCC a un 1% de los APR (Gráfico IV.1)[1]/.

[1]/ Macroprudential Policy Framework - Reserve Bank of New Zealand

GRÁFICO IV.1 *Las jurisdicciones avanzan hacia sus niveles neutrales positivos.*
JURISDICCIONES CON NIVEL NEUTRAL POSITIVO DEFINIDO Y CARGO ACTUAL DE RCC
(% APR)



(*) Islandia y Chipre establecen una tasa mínima de RCC neutral 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.

Propuesta normativa para la determinación de APRC

La CMF puso en consulta en agosto de 2026 una propuesta para avanzar en la implementación de metodologías internas para APRC en la banca chilena. La iniciativa incorpora un nuevo Capítulo 21-9 a la Recopilación Actualizada de Normas (RAN) para Bancos, consolidando los requisitos aplicables a la adopción de modelos internos para el cálculo de provisiones y de APRC. Estas metodologías utilizan información, procesos y modelos cuantitativos desarrollados por las propias entidades para estimar el riesgo de sus exposiciones, y buscan ofrecer una medición de riesgo más sensible a las características de las carteras y los modelos de negocio que las metodologías estandarizadas. En consecuencia, entidades cuyas exposiciones presenten un riesgo efectivo inferior al implícito en los ponderadores de riesgo podrían enfrentar menores requerimientos de capital, y lo opuesto ocurriría para bancos con perfiles de riesgo superiores a los capturados por dichos ponderadores. En este sentido, la aplicación de modelos internos no necesariamente conlleva menores requerimientos de capital.

La densidad[2]/ de los APR es uno de los factores que determinan la exigencia efectiva de capital, junto con los requerimientos regulatorios aplicables y la composición de las exposiciones bancarias. En ese sentido, las diferencias en exigencias de capital regulatorio entre jurisdicciones no pueden atribuirse únicamente al nivel de densidad observado ni interpretarse como indicativas de una mayor o menor exigencia regulatoria. En el caso de Chile, este análisis resulta especialmente relevante considerando la mayor participación de los créditos en los activos bancarios y la importancia de los APR de crédito, que representan cerca del 80% de los APR totales.

El uso de metodologías internas también plantea desafíos asociados a su complejidad, comparabilidad, dependencia de supuestos y datos históricos. La propuesta normativa contempla una adopción voluntaria de estas metodologías, sujeta a la autorización previa de la CMF y a un seguimiento supervisor permanente, el cual adicionalmente considera límites prudenciales respecto de potenciales reducciones en los requerimientos

[2]/ La densidad de los APR es la proporción de los activos ponderados por riesgo respecto de los activos totales de una institución bancaria. Esta medida busca reflejar cuan riesgosos son los activos de un banco según el marco normativo que le aplica. Como el requerimiento de capital regulatorio se fija sobre un porcentaje de los APR, el capital exigido por unidad de activo es el producto del requerimiento y la densidad: dos sistemas con el mismo requerimiento sobre APR exigen capitales distintos por peso de activo si sus densidades difieren.

de capital, los que se encuentran restringidos por el límite del *output floor*[3]/ establecido en la normativa.

Desarrollos de regulación recientes en materia de APRM

En septiembre de 2026, el Consejo del BCCh emitió un informe previo favorable a una nueva norma para la determinación de requerimientos de capital por riesgo de mercado desarrolladas por la CMF. Esta norma permitirá modernizar la medición de este tipo de riesgos en el balance del sistema bancario a través del enfoque de duración del marco de capital de Basilea.

En Chile, desde la implementación de Basilea III, se ha utilizado el Método Estándar Simplificado (MES) bajo el enfoque de vencimiento. Esta metodología mide el riesgo de tasa de interés asignando las posiciones del libro de negociación a bandas temporales según su vencimiento residual. La elección del MES respondió al tamaño acotado de las actividades de negociación de la banca local, a la menor complejidad relativa de estas carteras y a los mayores costos operativos y tecnológicos que supondría la implementación de métodos más avanzados.

En septiembre de 2026, la CMF sofisticó el marco normativo del MES hacia un enfoque de duración (Tabla IV.1). Este enfoque calcula la sensibilidad al precio de cada posición utilizando su duración modificada, considerando para ello la estructura temporal de los flujos de cada instrumento durante su plazo residual, así como las variaciones de tasas definidas para cada banda temporal y moneda, permitiendo reflejar con mayor precisión los cambios en el valor económico de los instrumentos ante movimientos de las tasas de interés. Su uso será voluntario y estará sujeto al cumplimiento de condiciones técnicas y operativas, así como al seguimiento de la CMF. En particular, las entidades deberán respaldar su implementación mediante instancias de aprobación interna, antecedentes metodológicos, resultados para cierres mensuales y una revisión independiente. La adopción del método de duración por parte de las entidades autorizadas podría reducir la densidad de los APRM, al reconocer de mejor manera la sensibilidad económica y el calce temporal de las posiciones (gráfico

TABLA IV.1 Principales diferencias entre el enfoque de duración y el enfoque de vencimiento del MES

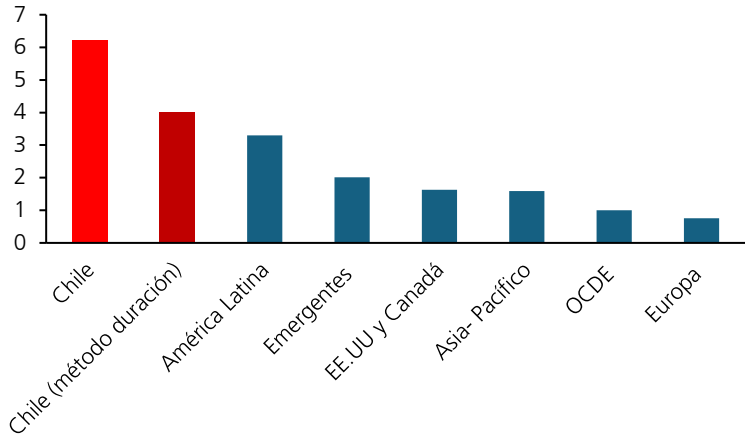
	Metodo Estándar simplificado (MES)	
	Enfoque vencimiento	Enfoque duración
Variable principal	Vencimiento residual o plazo hasta la próxima fecha de reajuste de tasa.	Duración modificada o sensibilidad del precio ante cambios en las tasas.
Base	Basilea I y vigente en Basilea III como opción simplificada.	Basilea II/III, alternativa más sensible al riesgo.
Sensibilidad al riesgo	Aproxima el riesgo mediante ponderadores regulatorios según el plazo al vencimiento y reglas estandarizadas de compensación entre posiciones.	Mide directamente la sensibilidad del valor de cada posición ante cambios en tasas de interés y luego agrega esas sensibilidades.
Complejidad operativa	Menor: fácil implementación y entendimiento.	Mayor: requiere cálculo preciso de duración y sensibilidad.
Ventaja principal	Simplicidad, estandarización y facilidad de supervisión.	Medición más precisa del riesgo económico efectivo de cada instrumento.
Limitación principal	Puede no distinguir adecuadamente entre instrumentos con sensibilidades distintas y generar cambios discretos en los requerimientos al cruzar límites entre bandas de vencimiento.	Mayor complejidad metodológica, operacional y de supervisión.

Fuente: Banco Central de Chile.

[3]/ El límite de *output floor* de Basilea III, e incorporado en la Recopilación Actualizada de Normas (RAN) 21-6, establece que los APR calculados mediante metodologías internas no pueden ser inferiores al 72,5% de aquellos obtenidos bajo las metodologías estándar, limitando así la potencial reducción de los requerimientos de capital derivada del uso de modelos internos.

IV.2). Este efecto dependerá, sin embargo, del grado de adopción de la metodología y de la composición de las carteras de negociación de cada entidad.

GRÁFICO IV.2 *La densidad de los APR de mercado de la banca en Chile supera a la de todos los grupos de economías; con el método de duración se acercaría a la de América Latina.*
DENSIDAD DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO DE MERCADO: CHILE Y MEDIANA DE CADA GRUPO DE ECONOMÍAS (1) (2)
(Porcentaje de los activos totales)



(1) APR de mercado sobre activos totales. Chile: sistema bancario a diciembre de 2025, según la información de adecuación de capital consolidada que publica la CMF. Grupos de economías: mediana de las economías de cada grupo; la densidad de cada economía agrega a sus bancos ponderando por activos, con al menos dos bancos, a partir del último balance anual disponible de cada banco. Ningún grupo incluye a Chile; OCDE corresponde a los otros 36 miembros con datos. América Latina: Argentina, Brasil, Colombia, México, Perú, República Dominicana y Uruguay. Emergentes: Argentina, Brasil, Colombia, México, Perú, China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia, Chequia, Hungría, Polonia y Turquía. EE.UU. y Canadá, Asia-Pacífico (22 economías) y Europa (39) siguen las regiones de S&P. Se excluyen centros financieros offshore y economías con sanciones o en crisis.
(2) Densidad de Chile bajo método duración en base a cálculos del Banco Central de Chile.
Fuente: Banco Central de Chile en base a la información de S&P Capital IQ Pro y CMF.

IMPLEMENTACIÓN DE LA REFORMA DE PENSIONES, ROL DEL BCCH Y ACCIONES DE LA SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES[4]/

La implementación de la reforma previsional continuó avanzando durante el período con la emisión del Régimen de Inversión de los Fondos Generacionales (FFGG) y la definición del marco de cobertura cambiaria aplicable a dichos fondos. La Superintendencia de Pensiones (SP) emitió el 1° de septiembre de 2026 el nuevo Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones, que comenzará a regir el 1° de abril de 2027. El nuevo régimen aplicará a los nuevos diez FFGG, organizados de acuerdo con la edad de los afiliados y sujetos a una trayectoria de inversión o glidepath que reduce progresivamente el riesgo a medida que las personas se acercan a la jubilación. El diseño distingue un Fondo Inicial para afiliados de hasta 35 años, ocho fondos intermedios estructurados en intervalos de cinco años y un Fondo de Consolidación para mayores de 75 años. A diferencia del sistema actual, el afiliado permanece en el fondo generacional correspondiente a su cohorte y es la estrategia de inversión del propio fondo la que se va modificando a lo largo del ciclo de vida.

En este contexto, el Banco Central de Chile emitió el informe previo favorable requerido para la definición del nuevo marco regulatorio de cobertura cambiaria aplicable a los FFGG. La regulación de cobertura cambiaria continúa siendo establecida por la SP, previo informe favorable del BCCh. La nueva regulación considera requerimientos de cobertura para la inversión en activos de renta fija extranjera, además de introducir una cobertura cambiaria implícita en los índices utilizados como benchmarks, que varía según cohortes de forma tal que la exposición a riesgo cambiario disminuya a medida que los cotizantes se acercan a la edad de jubilación.

Considerando la relevancia de los Fondos de Pensiones para el sistema financiero chileno, el BCCh continuará monitoreando los efectos de la implementación de la reforma previsional sobre los mercados. Durante 2027 tendrán lugar dos grandes hitos: la entrada en vigor de los Fondos Generacionales en abril, y el llamado a licitación de afiliados en agosto. En el contexto de su mandato de velar por la estabilidad financiera, el BCCh seguirá de cerca cómo se producen dichos hitos y cómo se comporta el mercado.

Desde el informe anterior, la nueva regulación de derivados aplicable a los fondos de pensiones de la Superintendencia de Pensiones cumplió con los hitos de implementación previstos para 2026. En abril pasado la SP emitió su nueva regulación de derivados, que limita las exposiciones a riesgos de tasas de interés originados en estas operaciones, estableciendo límites a la exposición de derivados (LED) y requerimientos de liquidez capturados en una Razón de Cobertura de Liquidez (RCL)[5]/. A contar del 7 de agosto de 2026, los eventuales excesos respecto de dichos límites no podían superar el 40% de los márgenes máximos establecidos. A ello la SP sumó dos hitos adicionales, que acotaron dichos excesos al 20% a más tardar el 13 de octubre y al 10% a más tardar el 19 de octubre[6]/. El cumplimiento de ambos límites se hizo exigible desde el 5 de noviembre de 2026. Por su parte, la exigencia de colateralización o compensación en Entidades de Contraparte Central —incluidos márgenes iniciales— regirá para las nuevas operaciones a partir de abril de 2027. Si bien esta norma mitiga significativamente los riesgos de estabilidad financiera asociados a la liquidación de instrumentos financieros locales para cumplir llamados a margen, el Banco continuará monitoreando estas posiciones.

Bajo el esquema de Fondos Generacionales, los límites aplicables a las operaciones con derivados se ajustarán al perfil de riesgo de cada etapa del ciclo de vida de los afiliados. En particular, el LED se fija en 3% del valor del fondo para las Etapas 1 a 5 y en 2,5% para las Etapas 6 a 10, manteniéndose la exigencia de una RCL igual o superior a 100% en todas las etapas. Adicionalmente, el nuevo régimen incorpora restricciones a la proporción de deuda en moneda extranjera que puede mantenerse sin cobertura cambiaria. Mientras las

[4]/ Para una revisión del rol institucional del BCCh en el sistema de pensiones en el contexto de la reforma, ver Capítulo IV del Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2025.

[5]/ Ver Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2026.

[6]/ Resolución exenta n° 1359 de la Superintendencia de Pensiones, de fecha 6 de octubre de 2026.

Etapas 1 a 4 podrán mantener hasta un 100% de dicha exposición sin cobertura, este límite se reduce a 50% en la Etapa 5 y a 20% en las Etapas 6 a 10.

PROYECTO DE LEY DE REFORMA AL MERCADO DE CAPITALES

Actualmente se discute en el Congreso el proyecto de ley de Reforma del Mercado de Capitales y financiamiento de la casa propia. El proyecto incluye medidas orientadas a favorecer el ahorro de largo plazo, profundizar la liquidez de los mercados, modernizar las infraestructuras de mercado y mejorar la formación de precios. Un mercado de capitales más desarrollado no solo amplía las fuentes de financiamiento de hogares y empresas, sino que también facilita la diversificación y gestión de riesgos, y aumenta la capacidad de la economía para absorber shocks. La discusión legislativa de estas iniciativas continúa en desarrollo, incluyendo la incorporación reciente de indicaciones que modifican diversos aspectos del proyecto. Si bien el proyecto incorpora un conjunto amplio de modificaciones, a continuación se describen brevemente aquellas que presentan incidencia directa o indirecta en el ámbito de competencias del BCCh.

Respecto del marco de Basilea III, actualmente implementado, el proyecto de ley abre la posibilidad de transitar a requerimientos de capital para bancos sistémicos concebidos como una extensión del buffer de conservación (CCoB). Este cambio permitiría reforzar la convergencia del tratamiento regulatorio chileno a aquel establecido por el marco para bancos de importancia sistémica del estándar de Basilea III, sin alterar la calibración del cargo ni reducir la capacidad de absorción de pérdidas de estas entidades. La modificación sí tendría impacto en las consecuencias de utilizar ese capital: en lugar de constituir un incumplimiento de un mínimo regulatorio, una disminución del capital dentro del colchón activaría restricciones graduales sobre las distribuciones de utilidades y la obligación de recomponerlo.

La adopción original de este cargo como un requerimiento mínimo de capital en Chile respondió, en parte, a consideraciones de transición regulatoria. Lo anterior, de acuerdo con lo establecido en la anterior Ley General de Bancos previa a su modificación para incorporar Basilea III (art. 35 bis). En particular, el diseño de implementación buscó preservar el nivel de exigencia de capital aplicable a determinadas entidades y evitar reducciones abruptas en sus requerimientos regulatorios durante la migración hacia el marco de Basilea III. De este modo, la aproximación chilena vigente difiere de la prevista en el marco conceptual del Comité de Basilea, que concibe los requerimientos por importancia sistémica como colchones de capital superpuestos a los mínimos regulatorios. La implementación de esta modificación legal permitiría una mayor armonización con la práctica internacional vigente sobre requerimientos de capital para bancos sistémicos (Gráfico IV.3 y IV.4). De este modo, la principal brecha pendiente en materia de alineamiento con estándares de gestión de crisis, de acuerdo con lo señalado en el FSAP del FMI para Chile de 2021[7]/ y la visión del BCCh, corresponde a la modernización del marco de resolución bancaria.

El proyecto habilitaría al BCCh para abrir cuentas de liquidación a los intermediarios de valores, dándoles acceso al Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), de acuerdo con las recomendaciones del FMI. En el sistema LBTR participan entidades que intervienen directamente en la liquidación de obligaciones financieras cuyo adecuado funcionamiento es relevante para la estabilidad y el funcionamiento de la infraestructura financiera. Así, el acceso al sistema se deriva de la función que la entidad cumple dentro de la infraestructura financiera y de su capacidad para satisfacer los requisitos prudenciales y operacionales establecidos por el Banco Central.

[7]/ Chile: Financial System Stability Assessment

GRÁFICO IV.3 *Las jurisdicciones muestran varianza en el nivel de cargo sistémico.*
RANGOS DE REQUERIMIENTO DE CAPITAL SISTÉMICO ENTRE JURISDICCIONES (1)
(% de APR)

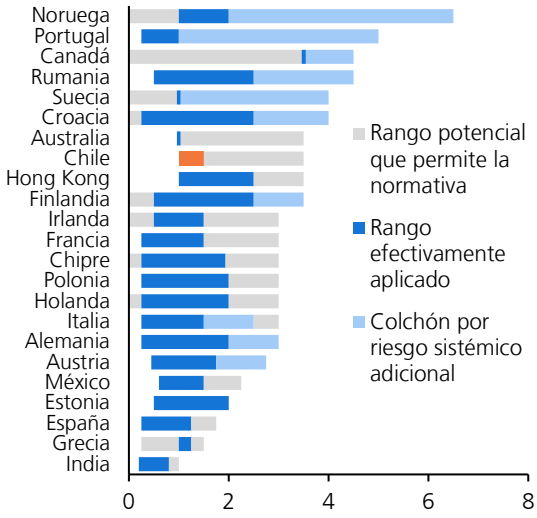
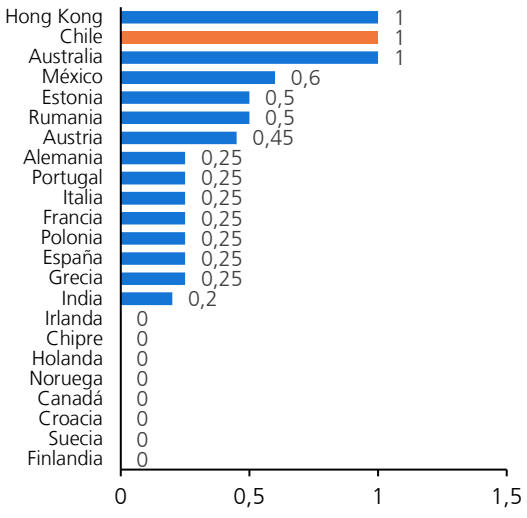


GRÁFICO IV.4 *Las jurisdicciones muestran varianza en el nivel de cargo sistémico.*
REQUERIMIENTO MÍNIMO PARA ENTIDADES SISTÉMICAS ENTRE JURISDICCIONES (2)
(% de APR)



(1) Cargo por importancia sistémica local (D-SIB; O-SII en la Unión Europea) en 23 jurisdicciones. Rango potencial: cargos que la norma permite asignar. Rango efectivo: del menor al mayor cargo asignado a los bancos designados; en Australia, Canadá y Suecia todos tienen el mismo cargo, que se marca con una franja angosta. El colchón por riesgo sistémico adicional se dibuja sobre el mayor cargo efectivo y no siempre es comparable, porque en algunas jurisdicciones se aplica a toda la banca y en otras a un grupo de bancos. Canadá: el rango corresponde al Domestic Stability Buffer (0% a 4%; hoy 3,5%) y el colchón adicional, al recargo D-SIB de 1%.
(2) Menor cargo por importancia sistémica que la norma permite asignar a un banco designado (piso del rango potencial del gráfico IV.3). Un piso de 0% indica que la norma no fija un cargo mínimo.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF (Resolución N° 3.399, marzo de 2026) y de las autoridades de cada jurisdicción (documentos normativos recopilados en agosto de 2026).

La posibilidad de incorporar a las corredoras de bolsa al sistema LBTR permitiría extender la incorporación de nuevos participantes no bancarios. Sin embargo, el acceso a una cuenta en el BCCh no debe ser un derecho automático. El proceso de acceso de instituciones no bancarias al sistema LBTR se inició con las facultades otorgadas al Banco por la Ley de Resiliencia, siguiendo las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional. La extensión del acceso con este nuevo proyecto quedaría sujeta al cumplimiento de los requisitos prudenciales y operacionales que el Banco Central establezca en ejercicio de sus atribuciones legales. Estos podrán comprender, entre otros, estándares de solvencia, gestión de liquidez, resiliencia operacional y ciberseguridad, así como obligaciones de información. Por ello, la eventual incorporación de los intermediarios de valores que lo soliciten será evaluada en su propio mérito, tanto por sus condiciones prudenciales como operacionales.

En cuanto a la creación de cuentas de ahorro especiales, las normas que regulen estos nuevos mecanismos deben considerar una adecuada coordinación institucional y la participación del BCCh. Según lo dispuesto en su Ley Orgánica Constitucional, el BCCh cuenta con atribuciones regulatorias respecto de las cuentas de ahorro, incluyendo aquellas para la vivienda. Estas atribuciones se materializan en los Capítulos III.E del Compendio de Normas Financieras del BCCh, que el Banco ha modernizado progresivamente. En ese sentido, se valora positivamente el fomento al ahorro de los hogares, en este caso para reunir el pie de la primera vivienda.

La habilitación de los Fondos de Pensiones para realizar operaciones de pacto de retrocompra (repos) tiene por objeto la gestión de liquidez del Fondo sin recurrir a ventas de activos. El proyecto contempla resguardos importantes en este ámbito, como la exigencia de un convenio marco reconocido por el Banco Central, limitar las operaciones a instrumentos de alta liquidez y bajo riesgo de crédito, y restringir el uso de los recursos obtenidos. En particular, no se permite destinar dichos recursos a instrumentos de capital; aumentar la exposición a riesgos de mercado o de crédito; reutilizar los instrumentos adquiridos en el caso de operaciones reversas; ni hacer estas operaciones con partes relacionadas a la administradora. Adicionalmente, se remiten al Régimen de Inversión otras disposiciones particulares[8]/.

Un mercado de repos profundo permite a los inversionistas obtener liquidez en situaciones de estrés sin vender sus activos, evitando presiones sobre los precios y su contagio al resto del mercado. Esto cobra especial relevancia porque los Fondos de Pensiones son los principales tenedores de deuda soberana. El que puedan movilizar sus colaterales de forma ordenada, y además rentabilizar sus excedentes de caja, fortalece la resiliencia del sistema, mejora la formación de precios de las tasas de corto plazo y contribuye a una mejor transmisión de la política monetaria. Posibilitar a los FP a operar con repos complementaría, además, los resguardos de liquidez exigidos por la nueva regulación de derivados descrita en la sección anterior. Su buen funcionamiento requerirá información oportuna sobre estas operaciones y una gestión de márgenes que acote sus efectos procíclicos.

Durante la discusión legislativa, el BCCh ha destacado la importancia de preservar mecanismos de coordinación institucional y resguardos asociados a sus atribuciones legales. En este contexto, las indicaciones incorporadas durante la tramitación recogen diversos planteamientos efectuados por el Banco, entre ellos la reposición del informe previo favorable para determinadas operaciones sobre valores extranjeros, la participación del BCCh en materias vinculadas al Ahorro Voluntario para la Vivienda, el acceso a información para fines estadísticos y de seguimiento de mercados y la incorporación del Banco entre las entidades destinatarias de información relevante sobre el FONAVI. Por su parte, las modificaciones a la Ley N° 20.009, sobre fraude en medios de pago, se analizan en el Informe de Sistemas de Pago.

[8]/ Artículo décimo tercero del Proyecto, boletín N°18643-05.

CAPÍTULO V

MERCADO DE DERIVADOS EN CHILE: DESARROLLO, GESTIÓN DE RIESGOS Y ESTABILIDAD FINANCIERA



MERCADO DE DERIVADOS EN CHILE: DESARROLLO, GESTIÓN DE RIESGOS Y ESTABILIDAD FINANCIERA

El mercado de derivados es una parte integral en un mercado de capitales desarrollado que facilita la gestión de exposiciones y redistribución de riesgos entre agentes con distintos objetivos, contribuyendo a la completitud y al funcionamiento de los mercados financieros. En Chile, este mercado ha crecido de modo importante en los últimos años y es uno de los más profundos de la región. Los principales subyacentes transados son tasas de interés locales y extranjeras, tipo de cambio e inflación. Si bien es un mercado eminentemente extrabursátil, la creación en 2022 del Sistema Integrado de Información de Derivados (SIID-TR) ha contribuido a su transparencia y fortalecido la capacidad de monitoreo. Se trata de un mercado concentrado, donde los bancos locales actúan como intermediarios centrales, con una participación importante de fondos de pensiones y entidades no residentes. Con todo, además del riesgo de cambio en valor de mercado, el uso de derivados también conlleva riesgos propios a su naturaleza contingente: riesgos de renovación, de contraparte y de liquidez. Cuando estos riesgos se materializan para agentes muy grandes, para muchos participantes a la vez, o con una menor capacidad de absorberlos, éstos pueden desencadenar ajustes que afecten a terceros o al funcionamiento de los mercados. El marco regulatorio contribuye a mitigar los principales riesgos: el uso de convenios marco que incluyan cláusulas de garantías iniciales, la *novación* en entidades de contraparte central, la gestión de liquidez asociada al uso de derivados y la mayor transparencia de mercado facilitan la gestión de estos riesgos. Este capítulo contribuye al esfuerzo continuo del Banco para identificar oportunamente riesgos, vulnerabilidades y espacios de mejora en las herramientas de monitoreo y el marco regulatorio, adecuándose a su creciente importancia y complejidad.

ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE DERIVADOS CHILENO

El mercado de derivados es una parte integral en un mercado de capitales desarrollado y contribuye a la completitud y al funcionamiento de los mercados financieros. El desarrollo de ambos mercados es complementario: los derivados permiten gestionar riesgos y exposiciones originados tanto en la actividad económica del participante como en otros instrumentos financieros, mientras que un mercado de capitales profundo y líquido proporciona activos subyacentes con precios transparentes (Recuadro V.1, IEF Segundo Semestre 2025; Capítulo IV, IEF Segundo Semestre 2021).

GRÁFICO V.1 *Los principales subyacentes por monto nocional vigente son las tasas de interés, el tipo de cambio y la inflación (UF).*
BANCOS: NOCIONALES VIGENTES DE DERIVADOS, POR SUBYACENTE (1)(2)
(miles de millones de dólares)

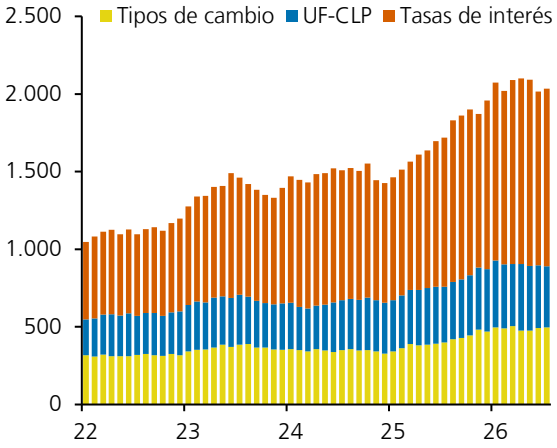


GRÁFICO V.2 *Los principales derivados de tasas de interés son swaps de tasa local nominal, mientras que una cuarta parte del monto nocional vigente son swaps de tasas extranjeras.*
BANCOS: NOCIONALES VIGENTES DE DERIVADOS SOBRE TASAS DE INTERÉS, POR TIPO DE TASA (1)
(miles de millones de dólares)

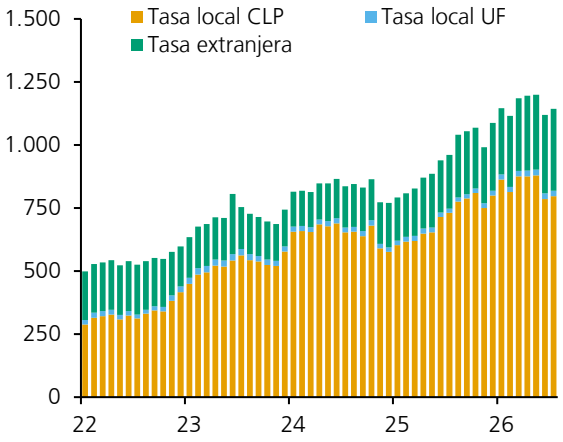


GRÁFICO V.3 *La mitad del monto nocional de derivados cambiarios corresponde a forwards, la quinta parte a swaps puros, y el resto a swaps combinados de monedas y tasas.*
BANCOS: NOCIONALES VIGENTES USD-CLP, POR TIPO DE INSTRUMENTO (1)(3)
(miles de millones de dólares)

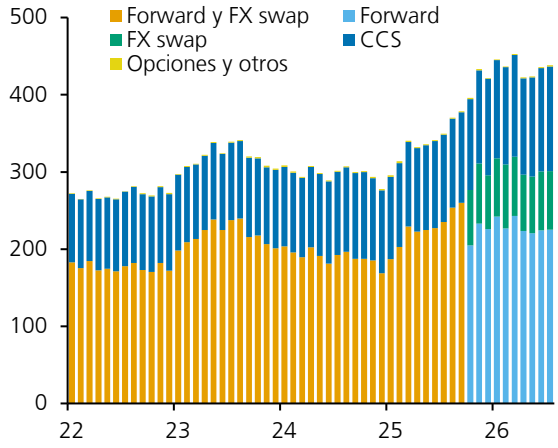
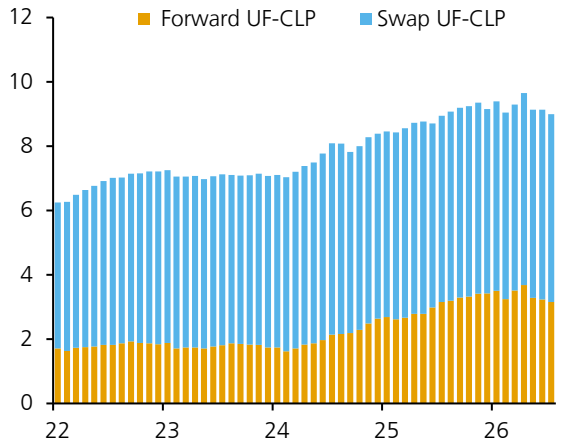


GRÁFICO V.4 *En derivados de inflación, casi dos tercios del nocional vigente son swaps.*
BANCOS: NOCIONALES VIGENTES UF-CLP, POR TIPO DE INSTRUMENTO (1)
(miles de millones de UF)



(1) Montos nocionales vigentes reportados por los bancos al cierre de cada mes. (2) Tipo de cambio incluye todos los pares monedas. Inflación incluye todos los instrumentos en UF. Tasas de interés incluye tasas locales y extranjeras (3) Hasta septiembre de 2025, Forward y FX swap representa la suma de los contratos forward y el componente forward de los swaps. CCS: cross-currency swaps.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SIID-TR.

Los derivados financieros permiten redistribuir riesgos entre agentes con distintas exposiciones y objetivos, y pueden utilizarse tanto para cubrir riesgos como para tomar posiciones de inversión. Los derivados permiten trasladar el riesgo subyacente desde aquellos agentes que buscan cobertura hacia quienes tienen la necesidad opuesta o buscan una posición de inversión: por ejemplo, un importador que enfrente ingresos en pesos y pagos en dólares en el futuro, puede reducir su exposición al tipo de cambio adquiriendo un *forward* dólar-peso (Cowan *et al.*, 2005; Alfaro *et al.*, 2021). De igual forma, una empresa endeudada a una tasa variable puede cubrir el riesgo de incremento de tasas mediante un *swap* de tasa variable por tasa fija. El riesgo puede ser adquirido por un agente con la exposición contraria (por ejemplo, un exportador con ingresos futuros en dólares y costos en pesos), pero también por inversores financieros que busquen exponerse al riesgo negociado (Jadresic y Selaive, 2005). Además, los derivados pueden ser utilizados por agentes no residentes para implementar de forma sintética estrategias de inversión y fondeo sobre subyacentes locales, especialmente cuando existen fricciones para la participación directa de no residentes en algunos mercados locales (Keller, 2024; De Leo et al., en prensa).

El mercado doméstico de derivados chileno es de tamaño relevante tanto por su escala respecto de la economía chilena como frente a otros mercados internacionales referentes. El mercado de derivados doméstico, también llamado *onshore*, comprende todas las transacciones entre residentes y las operaciones transfronterizas. Estas últimas conectan directamente las hojas de balance de participantes locales con agentes y mercados financieros externos. A diciembre de 2025, el monto nocional total de los contratos de derivados vigentes reportados por el sistema bancario equivalía a 5,5 veces el PIB de ese año (gráfico V.1). Su profundidad también destaca en una comparación internacional: en abril de 2025, el volumen transado en derivados de tasas de interés equivalió a 4,6 veces el PIB, frente a 1 vez en otras economías emergentes y 15,8 veces en un conjunto de economías avanzadas pequeñas y abiertas[1]/. Una parte significativa de la actividad sobre subyacentes chilenos se realiza, sin embargo, fuera del mercado doméstico: el 56% de las operaciones de derivados sobre el peso chileno y el 53% de aquellas sobre tasas de interés chilenas tienen lugar en el denominado mercado *offshore*, entre contrapartes no residentes (Recuadro V.1).

Los montos nocionales vigentes se concentran en derivados de tasas de interés (56%), tipo de cambio (24%) e inflación (19%), aunque la composición de instrumentos específicos y plazos difiere significativamente entre subyacentes. En los últimos dos años, se acentuó la importancia de los derivados de tasas de interés, que crecieron 37% entre julio de 2024 y julio de 2026, y pasaron a representar 56% de los contratos vigentes reportados por el sistema bancario, en consonancia con el aumento global en el volumen de transacciones de este tipo de instrumentos (Ehlers y Todorov, 2025). Los derivados de tipo de cambio crecieron un 42% en el mismo período (gráfico V.1), pasando a representar el 24% de los montos vigentes reportados por la banca. En cuanto a subyacentes específicos, en los derivados de tasas predominan los *swaps* de tasas locales (70%), aunque la participación de los instrumentos de tasas extranjeras aumentó en lo más reciente (gráfico V.2). En cuanto a paridades, cerca del 88% de los derivados cambiarios corresponden al par dólar-peso (Delpiano y Villena, 2024). Más de la mitad de las posiciones vigentes de derivados cambiarios son operaciones *forward*, mientras que el 31% corresponden a *cross-currency swaps*, y el remanente a *swaps* de monedas puros (gráfico V.3). El predominio de los contratos *forward* es una particularidad que el mercado chileno comparte con otros mercados latinoamericanos, a diferencia de lo que ocurre globalmente, donde los *swaps* de monedas son más frecuentes (Capítulo IV, IEF Segundo Semestre 2021)[2]/. Ello sugiere que los derivados de tipo de cambio en Chile se utilizan relativamente más para gestionar o tomar exposición cambiaria que para obtener financiamiento temporal en moneda extranjera. Los contratos sobre inflación son mayormente *swaps* peso-UF (65%), mientras que el 35% restante son *forwards* de UF (gráfico V.4). Por otro lado, los plazos de los contratos difieren significativamente entre subyacentes y participantes: los derivados cambiarios se concentran en horizontes cortos, mientras que los derivados de tasas presentan una distribución más amplia (gráficos V.5 a V.10).

[1]/ Agregado para Australia, Canadá, Dinamarca, Israel, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia y Suiza. Véase el Recuadro V.1 para una comparación más detallada.

[2]/ La mayor utilización de instrumentos *forward* coincide con una mayor participación de contratos no entregables (NDF), que suponen la mitad del nocional de *forwards* (Delpiano y Carreño, 2026, nota técnica), mientras que globalmente representan el 10% del volumen transado (Borio et al., 2022). Los NDF son especialmente útiles para los no residentes cuando existen restricciones para las operaciones transfronterizas en moneda local, dificultando su entrega física (Capítulo IV, IEF Segundo Semestre 2021). En Chile, este tipo de restricción existió hasta 2021, y podría haber sido un factor en el uso mayoritario de NDFs por los no residentes (Recuadro V.1, IEF Segundo Semestre 2020). Su persistencia podría reflejar la liquidez y las convenciones desarrolladas en torno a esta modalidad de contrato. La exposición mediante NDF se instrumenta a través de *forwards*, lo cual podría contribuir a explicar la mayor importancia relativa simultánea de este tipo de contratos y de la modalidad no entregable.

GRÁFICO V.5 *Los Fondos de Pensiones mantienen posiciones cortas en derivados dólar-peso.*
AFP: NOCIONALES NETOS VIGENTES USD-CLP, POR PLAZO RESIDUAL (1)(4)
(miles de millones de dólares)

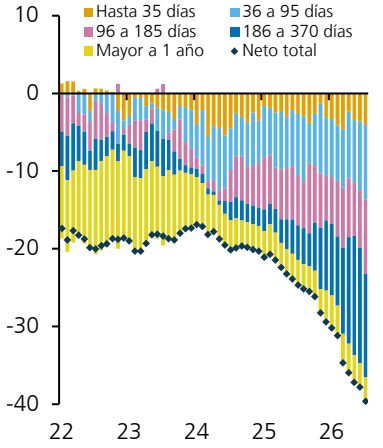


GRÁFICO V.6 *Los No Residentes tienen posiciones netas largas en derivados cambiarios, pero en madureces cortas alternan entre ambos lados del mercado.*
NO RESIDENTES: NOCIONALES NETOS VIGENTES USD-CLP, POR PLAZO CONTRACTUAL (2)(5)
(miles de millones de dólares)

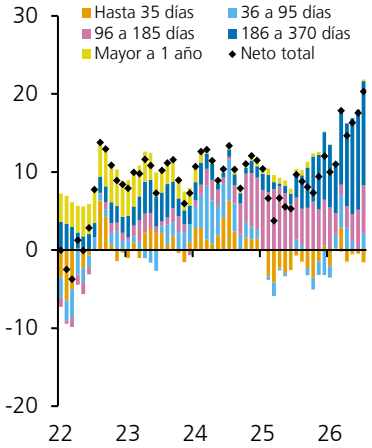


GRÁFICO V.7 *Los Bancos calzan sus posiciones cortas y largas en derivados cambiarios, y las desviaciones se explican casi totalmente por las madureces menores a 90 días.*
BANCOS: NOCIONALES NETOS VIGENTES USD-CLP, POR PLAZO RESIDUAL (1)(6)
(miles de millones de dólares)

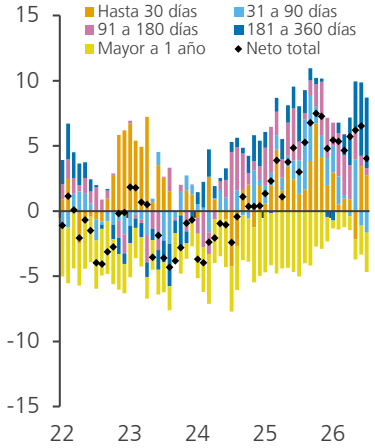


GRÁFICO V.8 *En los últimos años las AFP tomaron posiciones cortas con madureces largas, y largas en plazos cortos, las que se han ido reduciendo.*
AFP: NOCIONALES NETOS VIGENTES SPC-CLP, POR PLAZO RESIDUAL (3)(4)
(miles de millones de dólares)

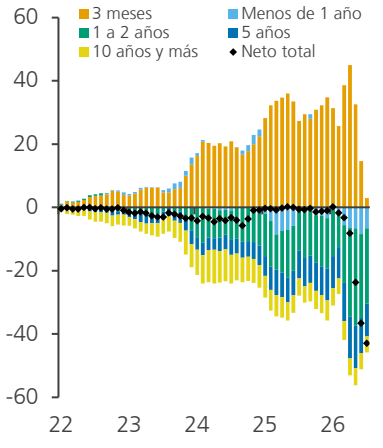


GRÁFICO V.9 *La posición neta de No Residentes en derivados de tasas locales se determina por los tramos de plazos cortos, y varía de signo en el tiempo.*
NO RESIDENTES: NOCIONALES NETOS VIGENTES SPC-CLP, POR PLAZO RESIDUAL (3)(5)
(miles de millones de dólares)

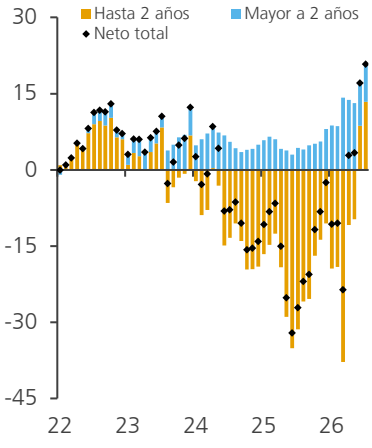
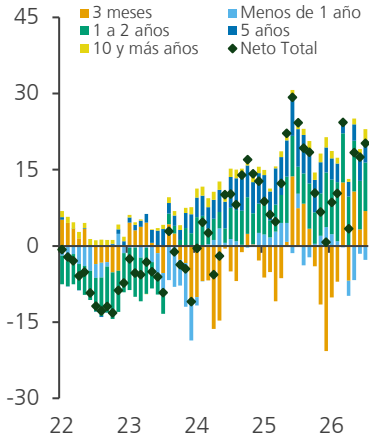


GRÁFICO V.10 *El sector bancario actúa como intermediario en el mercado de derivados de tasas locales, y por lo tanto mantiene una exposición neta acotada.*
BANCOS: NOCIONALES NETOS VIGENTES SPC-CLP, POR PLAZO RESIDUAL (3)(6)
(miles de millones de dólares)



(1) Montos nocionales netos vigentes en derivados peso-dólar en cada tramo de plazo restante hasta el vencimiento. (2) Montos nocionales netos vigentes en forwards no entregables peso-dólar en cada tramo de plazo contratado. (3) Montos nocionales netos vigentes en derivados de tasa local nominal, en cada tramo de plazo restante hasta el vencimiento. (4) Reportados por las AFP y por los bancos, cuando la contraparte es una AFP, al cierre de cada mes. (5) Reportados por los bancos, cuando la contraparte es no residente, al cierre de cada mes. (6) Reportados por los bancos al cierre de cada mes.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SIID-TR.

La negociación de derivados en Chile se realiza principalmente en mercados extrabursátiles (OTC), mediante contratos bilaterales o compensados a través de entidades de contraparte central (ECC), cuyo uso varía entre subyacentes y pares de agentes. Para las operaciones bilaterales, el uso de convenios marco de contratación es una práctica fundamental de mercado en la que se establecen los términos y condiciones generales de las transacciones, incluida la definición de eventos de incumplimiento y los procedimientos para gestionarlos mediante la compensación y el cierre ordenado de operaciones (Recuadro IV.2, IEF Primer Semestre 2026). Por su parte, la *novación* en una ECC reduce el riesgo de contraparte y, por tanto, conlleva ventajas regulatorias en algunas jurisdicciones, pero tiene costos fijos de participación, requisitos de colateral y márgenes de variación que demandan liquidez, por lo que su uso depende del balance entre estos costos y beneficios (*Financial Stability Board et al.*, 2018). En Chile, ComDer ofrece servicios de ECC para contratos peso-dólar, peso-UF y SPC sujetos a requisitos de elegibilidad[3]/, los que son utilizados para operaciones interbancarias. Si bien su uso varía entre bancos, en conjunto ha disminuido en el último año: para derivados cambiarios, pasó del 35% de las transacciones en julio de 2025 al 25% en el mismo mes de 2026, mientras que para instrumentos de inflación pasó del 21% al 8% de las transacciones (Delpiano y Carreño, 2026, nota técnica). Para las operaciones transfronterizas, se utilizan también ECC extranjeras, con distinta intensidad según el subyacente: el 67% de los derivados de tasas locales se *nova* en el *Chicago Mercantile Exchange* (CME) (gráfico V.13), mientras que el 95% de las transacciones cambiarias con no residentes se mantiene en forma bilateral[4]/.

Los diferentes participantes utilizan derivados con distintas motivaciones: cobertura de riesgos, inversión o intermediación. Aunque la motivación de una operación individual no es directamente observable, la magnitud, el signo y persistencia de las posiciones netas permiten aproximar la motivación del participante. Agentes que buscan cobertura tenderán a tomar posiciones sistemáticamente a un lado del mercado. Aquellos que sigan una estrategia de inversión tomarán una exposición variable en el tiempo, en función de los determinantes de la rentabilidad de su estrategia. Los intermediarios, en cambio, tenderán a mantener posiciones netas reducidas y una menor exposición direccional a los riesgos subyacentes (Hacioglu Hoke *et al.*, 2024). Factores regulatorios también pueden incidir en el uso de derivados y en la modalidad contractual utilizada (*Financial Stability Board et al.*, 2018; Acosta-Smith *et al.*, 2025).

Los bancos locales son los principales participantes en todos los subyacentes locales y actúan como intermediarios, manteniendo posiciones brutas grandes, pero exposiciones netas reducidas, y conectando participantes con distintas necesidades. La actividad de intermediación de los bancos se refleja en grandes posiciones brutas frente a todos los sectores, y en posiciones netas generalmente pequeñas como porcentaje de la posición bruta (gráficos V.7, V.10 y V11). La excepción es el segmento de derivados de inflación: si bien más del 60% de los nocionales corresponden a operaciones interbancarias, el sector bancario en su conjunto ofrece cobertura al resto de sectores, apoyándose en hojas de balance largas en UF (gráfico V.14). El mismo patrón se observa al examinar el valor de mercado de estas posiciones: aunque su valor nocional bruto puede alcanzar un porcentaje relevante de los activos bancarios, el valor de mercado neto se mantiene consistentemente cercano a cero (gráfico V.15).

Históricamente, los fondos de pensiones han utilizado derivados de moneda para cubrir su exposición cambiaria. Dado que las AFP mantienen una cartera de inversión en activos en el exterior, denominados en moneda extranjera, estos inversionistas institucionales mantienen posiciones cortas en *forwards* dólar-peso, siendo vendedores netos de dólares *forward* (gráfico V.5). En julio de 2026, el valor nocional neto de estas posiciones equivalía al 30% de sus inversiones totales en el extranjero (Delpiano y Carreño, 2026, nota técnica). Esta proporción es similar a la cobertura que mantienen globalmente los fondos de pensiones de otros países (Du y Huber, 2026).

---

[3]/ Las Normas de Funcionamiento de ComDer establecen las combinaciones de subyacentes, modalidades contractuales, monedas de liquidación y madureces máximas admisibles (20 años para *swaps* de tasas y 2 años para el resto de los instrumentos), así como los elementos contractuales mínimos requeridos para su compensación en dicha entidad (véase ComDer Contraparte Central S.A., 2026, Anexo N° 10).

[4]/ El 5% restante utiliza la *London Clearing House* (LCH). Ver además Capítulo II, Informe de Sistemas de Pagos 2026 para una descripción detallada del funcionamiento de Infraestructuras de Mercado Financiero.

GRÁFICO V.11 *Los bancos son los principales participantes del mercado, pero los fondos de pensiones han aumentado significativamente su participación en derivados de tasas de interés.*
NOCIONALES VIGENTES POR SECTOR Y SUBYACENTE (1)
(miles de millones de dólares)

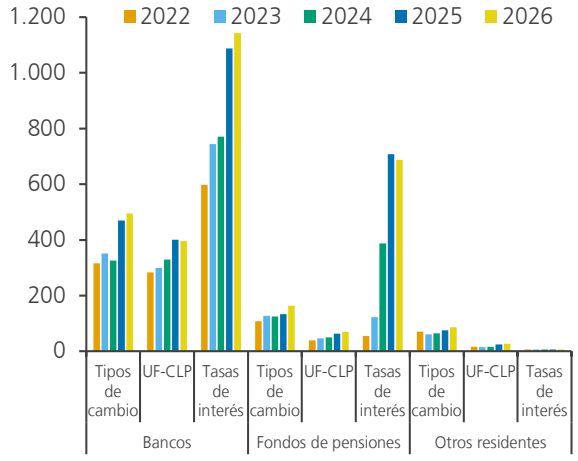


GRÁFICO V.12 *Casi todas las operaciones de No Residentes se realizan con bancos y fondos de pensiones, que desde 2024 son el principal actor en operaciones transfronterizas de tasas de interés extranjeras.*
NOCIONALES VIGENTES DE NO RESIDENTES, POR SECTOR DE CONTRAPARTE LOCAL (2)
(miles de millones de dólares)

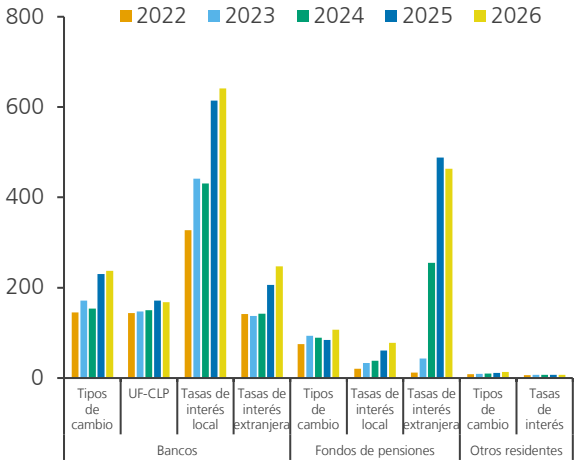


GRÁFICO V.13 *La mayor parte de los contratos de tasas entre Bancos y No Residentes utilizan una cámara de compensación internacional.*
BANCOS: MONTOS TRANSADOS EN SPC CON NO RESIDENTES, POR NOVACIÓN (3)
(miles de millones de pesos)

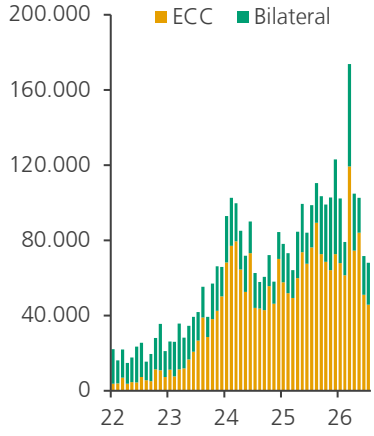


GRÁFICO V.14 *El sector bancario actúa como contraparte natural de otros sectores que buscan cobertura de inflación.*
BANCOS: NOCIONALES NETOS VIGENTES UF-CLP, POR SECTOR DE CONTRAPARTE (4)
(millones de UF)

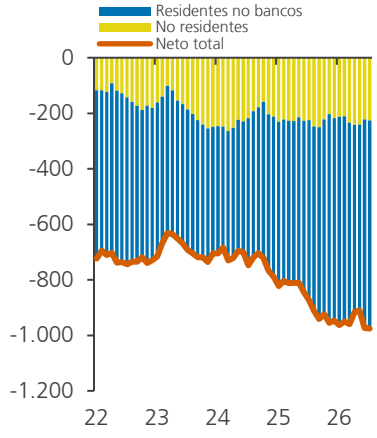
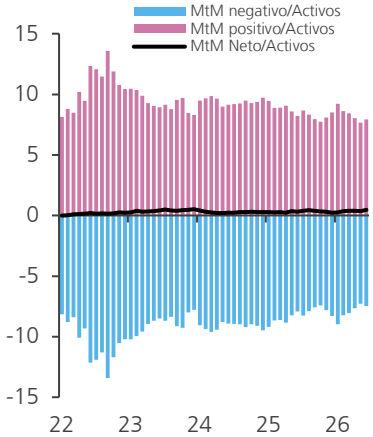


GRÁFICO V.15 *Consistente con su rol de intermediación, las posiciones brutas del sector bancario son grandes, pero su exposición neta es reducida.*
BANCOS: DERIVADOS VIGENTES A VALOR DE MERCADO SOBRE ACTIVOS TOTALES (5)
(porcentaje)



(1) Montos nocionales vigentes totales para cada sector residente con todas sus contrapartes, por tipo de subyacente, al cierre de cada año hasta 2025. El dato de 2026 corresponde al mes de julio. (2) Montos nocionales vigentes totales para cada sector residente con contraparte no residente, por tipo de subyacente, al cierre de cada año hasta 2025. El dato de 2026 corresponde al mes de julio. (3) Montos transados mensualmente entre bancos locales y no residentes por derivados de tasas domésticas mantenidos en forma bilateral y *novados* en la entidad de contraparte central CME. (4) Montos nocionales netos vigentes en derivados peso-UF reportados por los bancos al cierre de cada mes, por sector de contraparte, y monto nocional neto total del sector bancario. (5) Montos totales de derivados con valor de mercado positivo (activos) y negativo (pasivos), y valor de mercado neto como porcentaje de los activos totales para el sector bancario. Incluye todos los subyacentes y contrapartes.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SIID-TR.

En los últimos años, y especialmente desde 2024, los fondos de pensiones aumentaron sus posiciones de inversión en derivados de tasas de interés tanto locales como extranjeras. El crecimiento ha sido particularmente marcado en *swaps* de tasas extranjeras, superando al sector bancario en montos vigentes en este último segmento (gráfico V.12)[5/]. Hasta abril de 2026, estas posiciones no se reflejaban en los nocionales *netos*, ya que mantenían posiciones pagadoras de tasa variable a largo plazo y receptoras de tasa variable a corto plazo por montos nocionales similares (gráficos V.8 y I.18). No obstante, la diferencia de duración generó una exposición a aumentos en las tasas largas de referencia, visible en la sensibilidad del valor de mercado de la cartera (gráfico V.16). En abril de 2026, la Superintendencia de Pensiones emitió nueva regulación estableciendo límites a la exposición de derivados (LED) junto con un calendario de adecuación gradual hasta noviembre de 2026. Así, la nueva regulación se centra en la exposición ante potenciales variaciones de las tasas de referencia, y no en la posición neta nocional[6/]. En consecuencia, los fondos dejaron de renovar los *swaps* de corto plazo, mientras ajustaron paulatinamente su exposición en los tramos de plazos largos a la nueva normativa.

Las empresas no financieras utilizan derivados para cubrir riesgo cambiario, cuya magnitud depende tanto del descalce de sus balances como de sus flujos de caja en moneda extranjera. En general, los descalces cambiarios en las hojas de balance de las firmas del sector real son reducidos (Capítulo II), principalmente porque las firmas gestionan el calce de sus activos y pasivos en moneda extranjera, y cubren diferencias parcialmente con derivados cambiarios (Albagli *et al.*, 2021). Adicionalmente, las firmas enfrentan riesgo cambiario producto de diferencias en monto y temporalidad de ingresos y pagos en moneda extranjera, especialmente relevante para firmas que participan en el comercio exterior. Estas firmas, en particular las de mayor tamaño, utilizan derivados cambiarios tanto en posiciones cortas como largas, en plazos cortos, coherente con las obligaciones propias del comercio internacional (Alfaro *et al.*, 2021).

Las posiciones de los no residentes son coherentes tanto con fines de cobertura como de inversión: en el segmento cambiario, las de menor madurez son consistentes con estrategias de inversión financiera, mientras que los contratos de mayor madurez lo son con cobertura cambiaria de sus inversiones en Chile. Los participantes no residentes mantienen posiciones relevantes en derivados cambiarios y de tasas locales, principalmente con bancos y fondos de pensiones como contrapartes (gráfico V.12). En el segmento cambiario, estos agentes son compradores netos de dólares en plazos largos, en particular de más de seis meses, coherente con cobertura de inversiones en Chile. En cambio, su posición a menores madureces, especialmente en tramos menores a 95 días, es más volátil, pasando de posiciones netas cortas a largas, en distintos momentos del tiempo (gráfico V.6). Estas posiciones correlacionan mucho más con los incentivos a usar el peso como moneda de inversión (posiciones cortas) o de fondeo (posiciones largas) en estrategias de *carry trade* (Carreño, 2026, nota técnica). Esta motivación de inversión también es visible en el segmento de tasas locales, donde las posiciones de los no residentes han crecido significativamente, especialmente frente a contrapartes bancarias y en plazos menores a 2 años (gráfico V.12), y variando en signo y magnitud a lo largo del tiempo (gráfico V.9).

El mercado de derivados está concentrado en un número reducido de intermediarios, cada uno de los cuales mantiene además una cartera concentrada de contrapartes. La concentración de la intermediación en un número reducido de intermediarios es una característica común de los mercados de derivados (Abad *et al.*, 2016; Adjiev *et al.*, 2025). En el caso chileno, los tres intermediarios más grandes concentran el 70% de los montos nocionales totales en los principales subyacentes (tabla V.1). A su vez, dentro de cada segmento definido por subyacente y contraparte, su participación es mayor al 50% en todos los casos, siendo el mercado interbancario de tasas el menos concentrado (51%), y el cambiario con no residentes uno de los más concentrados (80%). El mismo patrón emerge bajo medidas de concentración alternativas, como el índice de Herfindahl-Hirschman (Benavides *et al.*, 2024). También hay concentración entre las contrapartes de los bancos: por ejemplo, el 39% del monto vigente en derivados dólar-peso con contraparte local corresponde a los 3 participantes locales más grandes. En el segmento dólar-peso transfronterizo, las tres contrapartes no residentes más importantes de los bancos suman el 34% (tabla V.1). Esta estructura configura una red en la que los bancos locales actúan como nodos centrales, conectando a no residentes con empresas y otras entidades financieras locales (figura V.1). Los fondos de pensiones constituyen una excepción relevante, pues mantienen posiciones relevantes tanto con los intermediarios locales como directamente con intermediarios no residentes.

[5/] Una particularidad del segmento de tasas de interés extranjeras es que la mayor parte de las operaciones se hace directamente con no residentes, sin intermediación bancaria local.

[6/] Véase Resolución Exenta N° 549 y Norma de Carácter General N° 362 de la Superintendencia de Pensiones. Dicha norma establece un límite de inversión en derivados (LED) y un límite de razón de cobertura de liquidez (RCL). El LED se define como el cociente entre la exposición máxima esperada por instrumentos derivados bajo condiciones de estrés y el valor total del respectivo fondo. El RCL se calcula por grupos de monedas, y se define como la razón entre los activos líquidos de alta disponibilidad en las respectivas monedas y los requerimientos potenciales de liquidez originados por instrumentos derivados en esas monedas bajo un escenario estresado.

GRÁFICO V.16 *La exposición de los fondos de pensiones a incrementos en las tasas de interés extranjeras aumentó hasta el primer trimestre de 2026, reduciéndose gradualmente desde entonces.*
AFP: SENSIBILIDAD DEL VALOR DE LA POSICIÓN EN DERIVADOS DE TASAS DE INTERÉS EXTRANJERAS A UN AUMENTO DE 1PB(DV01), POR PLAZO DE VENCIMIENTO (1)
(millones de dólares)

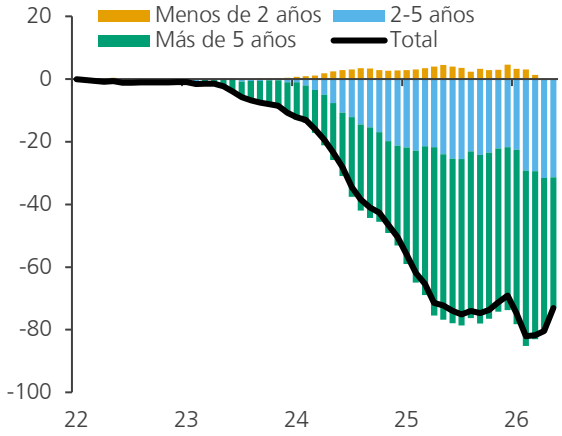


GRÁFICO V.17 *Los cambios de valoración de la cartera de derivados, tuvieron un correlato en mayores garantías constituidas.*
AFP: FLUJOS NETOS PORTAFOLIO Y GARANTÍAS CONSTITUIDAS, RESPECTO AL 30 DE JUNIO DE 2026 (2)
(millones de dólares)

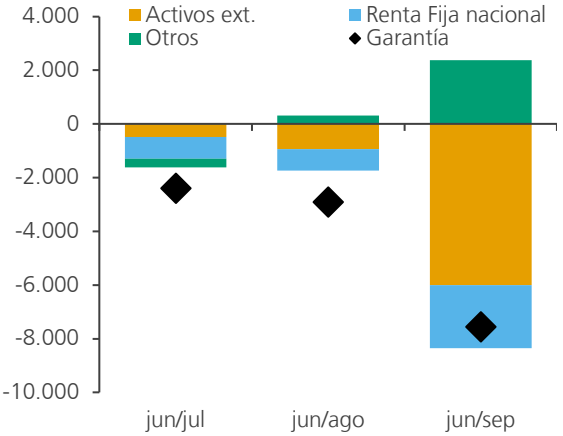
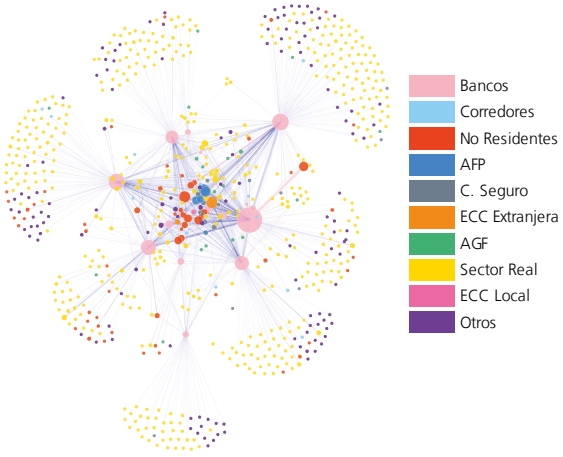


TABLA V.1 *El mercado está concentrado en pocos intermediarios…*
PARTICIPACIÓN DE MERCADO DE LOS PRINCIPALES INTERMEDIARIOS Y SUS PRINCIPALES CONTRAPARTES, POR SEGMENTO (3)

	Subyacente	
A. Principales Bancos	USD-CLP	SPC-CLP
Interbancario	63%	52%
No Residentes	80%	70%
Residentes No Bancarios	60%	78%
Total	72%	69%
B. Principales contrapartes	USD-CLP	SPC-CLP
No Residentes	33%	87%
Residentes No Bancarios	39%	74%

FIGURA V.1 *… que conectan a los grandes participantes con redes segmentadas de contrapartes más pequeñas.*
BANCOS: RED DE CONTRAPARTES, SEGÚN POSICIONES NETAS A VALOR DE MERCADO (4)



(1) Cambio en el valor de mercado de los derivados de tasas extranjeras en poder de las AFP ante un aumento hipotético de las tasas de referencia en 1 punto base a lo largo de toda la curva. Se reporta el cambio neto dentro de cada tramo de plazo restante hasta el vencimiento, y el cambio neto total. Detalles de la estimación en nota técnica Gallardo y Romero (2026). (2) El flujo neto agregado a nivel sistema, corresponde a las compras menos las ventas efectuadas desde el 30 de junio de 2026 hasta el fin de cada mes indicado. Por su parte, las garantías corresponden al efectivo entregado como garantías desde el 30 de junio de 2026 hasta el fin de cada mes indicado. (3) Panel A: porcentaje de los montos nocionales vigentes correspondientes a los tres principales bancos según monto nocional total en cada segmento definido por subyacente y sector de contraparte. Panel B: porcentaje de los montos nocionales vigentes del sector bancario correspondiente a las tres principales contrapartes de los bancos en cada segmento definido por subyacente y sector de contraparte. (4) Exposiciones de los bancos con sus contrapartes, a valor de mercado, incluyendo todos los subyacentes, en julio de 2026.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SIID-TR y Superintendencia de Pensiones.

RIESGOS ASOCIADOS AL USO DE DERIVADOS

Además del riesgo de revalorización de los contratos por cambios en los precios de los subyacentes, cada contrato conlleva riesgos asociados a su renovación, al incumplimiento de obligaciones entre contrapartes y a la gestión de liquidez ante cambios en el valor de mercado de posiciones. Estos riesgos persisten tanto cuando los derivados se utilizan para tomar posiciones de inversión como cuando se emplean con fines de cobertura. Una cobertura, por ejemplo, puede reducir el riesgo económico del agente y, al mismo tiempo, generar necesidades de liquidez cuando el contrato pierde valor, aun cuando esa pérdida es coherente con la cobertura buscada (Alfaro *et al.*, 2025).

La necesidad de renovar periódicamente contratos de derivados para mantener una exposición o cobertura de plazo más largo puede volver a los participantes dependientes de las condiciones de mercado. El riesgo de *rollover* consiste en que la renovación deba realizarse en un contexto adverso por menor profundidad en el mercado o distorsiones transitorias en los precios, impidiendo que se pueda hacer efectiva o encareciéndola. Los fondos de pensiones estuvieron recientemente expuestos a este riesgo, aunque no terminó materializándose: mantuvieron derivados de tasas a plazos cortos para facilitar el cumplimiento de los límites de inversión regulatorios sin desviarse de la exposición buscada, lo que exigía renovar frecuentemente para no deshacer sus posiciones de inversión a plazos más largos (gráficos V.8 y I.18). El cambio regulatorio de abril de 2026, al introducir límites basados en la exposición al riesgo de las posiciones en derivados, eliminó también los incentivos a mantener y renovar las posiciones de corta madurez.

El riesgo de contraparte al que se enfrentan los bancos es bajo en términos de pérdida esperada, pero la concentración de su cartera de derivados implica una exposición relevante en caso de incumplimiento de sus principales contrapartes. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea define una medida estandarizada del riesgo de contraparte basada en la exposición en caso de incumplimiento (*exposure at default*, EAD), considerando el costo de reemplazo del contrato incumplido y el riesgo de que la exposición aumente entre el momento actual y un potencial incumplimiento (*Basel Committee on Banking Supervision*, 2023). Una aproximación a la EAD, asumiendo compensación plena entre todos los contratos del mismo par de contrapartes, situaba la exposición total del sistema bancario en aproximadamente 19% de su CET1 a finales de 2025 (Cerletti *et al.*, 2026, nota técnica). No obstante, la concentración de la cartera de contrapartes de cada banco se traduce en una exposición relevante ante incumplimientos individuales: la exposición a las tres principales contrapartes alcanzó un máximo de 13,9% del CET1, mientras que las cinco contrapartes más importantes suponen una exposición máxima de 18,2% del CET1 en el período 2022-2025 (gráfico V.19). Con todo, estas grandes entidades tienen un muy bajo riesgo de incumplimiento: utilizando la valoración de la probabilidad de incumplimiento de un proveedor externo, complementada con una medida basada en las provisiones bancarias para entidades residentes con deuda bancaria, se estima que la pérdida esperada total es inferior al 0,16% del CET1 en todo el período (gráfico V.18), mientras que considerando únicamente las 3 (5) contrapartes más importantes, la pérdida esperada máxima se reduce al 0,08% (0,09%) del capital (Cerletti *et al.*, 2026, nota técnica). A su vez, la centralidad y concentración de los bancos, hace que el eventual incumplimiento de uno de ellos constituya un *shock* importante para varias contrapartes de mercado. De modo coherente, la normativa vigente para la definición de bancos sistémicos incluye las posiciones pasivas o activas en derivados a valor de mercado frente a otras entidades supervisadas por la CMF dentro del factor de interconexión, mientras que los montos nocionales de derivados OTC contribuyen al factor de complejidad[7]/.

[7]/ Los contratos *novados* en ECC se excluyen del cálculo del factor de complejidad. Véase Capítulo 21-11 de la Recopilación Actualizada de Normas de la CMF y Tabla 106 del Manual del Sistema de Información para Bancos de la CMF.

GRÁFICO V.18 *El riesgo de contraparte es acotado, con una baja pérdida esperada para el sector bancario…*
BANCOS: PÉRDIDA ESPERADA, COMO PORCENTAJE DEL CET1 (1)(3)
(porcentaje)

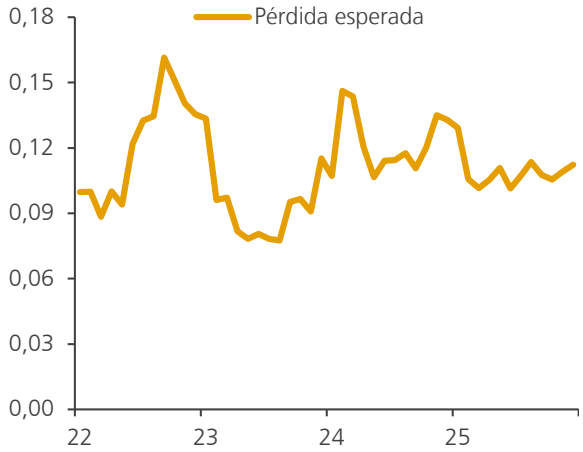
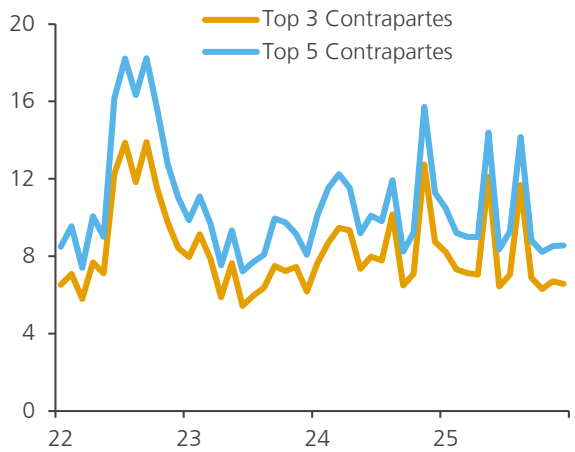


GRÁFICO V.19 *… pero la concentración del mercado se traduce en una exposición importante en caso de incumplimiento de las principales contrapartes.*
BANCOS: EAD DE LAS PRINCIPALES CONTRAPARTES, COMO PORCENTAJE DEL CET1 (2)(3)
(porcentaje)



(1) Pérdida esperada como porcentaje del CET1 de los intermediarios de derivados. El valor esperado se obtiene multiplicado por las probabilidades de incumplimiento entregadas por un proveedor externo y completadas con una medida basada en provisiones. (2) Exposición en caso de incumplimiento (EAD) de las tres y cinco contrapartes principales de los intermediarios de derivados en cada mes como porcentaje del CET1. (3) Para medir el EAD en derivados de tasas de interés y moneda extranjera se utiliza el enfoque SA-CCRR de Basilea III, suponiendo una compensación máxima a nivel banco - contraparte y que todos los contratos son no marginados. Los derivados UF/CLP se incorporan utilizando el equivalente de crédito de la regulación local.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SIID-TR y CMF.

Las variaciones en el valor de los subyacentes pueden generar necesidades de liquidez significativas, cuya relevancia depende de la capacidad de los participantes para absorberlas sin alterar sus decisiones de inversión o financiamiento. Estas necesidades surgen de los márgenes de variación estipulados en gran parte de los contratos bilaterales y en aquellos *novados* en una ECC[8]/. Para derivados de tasa, pueden aproximarse mediante el DV01: el valor en dólares de las pérdidas o ganancias inducidas por un incremento de un punto base en las tasas de interés de referencia. Bajo esta métrica, la exposición a necesidades de liquidez repentinas del sector bancario es baja, pero es mayor para los fondos de pensiones (Gallardo y Romero, 2026, nota técnica). En abril de 2026, el DV01 para *swaps* de tasas de interés extranjeras superaba los US$80 millones, en concordancia con el tamaño de las posiciones en dicho segmento (gráfico V.16). Desde entonces, tanto el tamaño de la posición, como el correspondiente DV01, se han reducido. Se estima que para septiembre el DV01 estaba más cerca de US$60 millones, en un contexto de ajuste a los límites de exposición a derivados especificados en la nueva regulación emitida por la Superintendencia de Pensiones en abril de este año. En paralelo, el aumento de tasas de interés largas entre junio y septiembre (gráfico I.1), generó pérdidas de valoración y necesidad de constitución de garantías, que en este episodio fueron cubiertas en gran medida mediante venta de activos externos (gráfico V.17). Coherente con ello, la misma regulación incorporó además la exigencia de mantención de activos líquidos para enfrentar este tipo de necesidades de liquidez, reduciendo el riesgo de que se produzcan ventas forzadas y repentinas de instrumentos locales.

[8]/ El margen inicial de un contrato es una garantía de carácter prospectivo, destinada a cubrir la pérdida potencial futura en caso de incumplimiento. Su cuantía se determina a partir de modelos de riesgo, en base a la pérdida esperada en escenarios de cola y diversos modificadores establecidos por la ECC o en los acuerdos marco, generalmente a nivel de conjunto de compensación (*netting set*). Se reevalúa ante cambios en la liquidez, la volatilidad, u otros factores utilizados en el modelo de riesgo o fijados por la ECC. Por su parte, los márgenes de variación son garantías adicionales que cubren disminuciones en el valor de mercado ya producidas. Tanto el margen inicial como el margen de variación pueden originar llamados de margen con frecuencia diaria o incluso intradía.

Las decisiones sobre la estructura de los contratos usualmente implican *trade-offs* entre los riesgos de renovación, contraparte y liquidez, cuya relevancia depende de la capacidad de cada participante para gestionarlos. Por ejemplo, el uso de márgenes iniciales y de variación mitiga el riesgo de contraparte, pero acentúa las necesidades contingentes de liquidez. Del mismo modo, el uso de contratos de madurez corta reduce la exposición a cambios en el valor de mercado y riesgo de contraparte, pero aumenta el riesgo de renovación. A su vez, la cobertura mediante instrumentos de corto plazo utilizada por firmas no financieras puede resultar menos costosa, especialmente para participantes de menor tamaño (Alfaro *et al.*, 2021), pero genera la necesidad de renovar frecuentemente las posiciones y el riesgo de hacerlo en condiciones de mercado adversas.

La capacidad para absorber estos riesgos residuales difiere entre participantes. No todos los agentes cuentan con la misma disponibilidad de activos líquidos, capacidad de movilizar colateral, acceso a financiamiento o flexibilidad para ajustar sus carteras sin realizar ventas forzadas. La evidencia internacional encuentra que las instituciones financieras no bancarias, por ejemplo, tienen en general una capacidad menor de enfrentar necesidades repentinas de liquidez originadas en sus posiciones de derivados, en comparación con el sector bancario, ante el mayor uso de colateral, márgenes iniciales y de variación y *novación* en ECC de los contratos, como mitigador del riesgo de contraparte, desde la crisis financiera global (de Jong *et al.*, 2019; ESRB, 2020a; FSB, 2024; Macchiati *et al.*, 2025). Los bancos suelen disponer de mayor acceso a fuentes de liquidez, pero su función de intermediación los expone simultáneamente a múltiples contrapartes relevantes.

Así, la estructura contractual adecuada depende de la necesidad económica del agente y de su capacidad para gestionar la forma y tamaño del riesgo remanente. Una exposición individual se convierte en una vulnerabilidad cuando el participante no puede absorber su materialización sin ajustar abruptamente su inversión, deshacer posiciones, o reducir su actividad de intermediación. En la siguiente sección, además se profundiza en cómo estas respuestas pueden transmitir la tensión hacia otros participantes y mercados, tomando connotación sistémica.

MERCADO DE DERIVADOS Y ESTABILIDAD FINANCIERA

Los riesgos descritos en la sección anterior podrían adquirir relevancia para la estabilidad financiera si su materialización excediera la capacidad de gestión de los participantes afectados, e implicara ajustes que afecten a terceros o al funcionamiento de los mercados. Frente a pérdidas importantes, necesidades abruptas de liquidez o dificultades para renovar posiciones, los agentes pueden incumplir obligaciones, liquidar activos o deshacer posiciones abruptamente. Estas respuestas pueden afectar a sus contrapartes, presionar los precios de los activos subyacentes e incluso la capacidad de intermediación. Su alcance sistémico depende del tamaño y apalancamiento de las posiciones involucradas, la correlación de posiciones entre muchos agentes y, de modo importante, de la capacidad de gestión de riesgos de éstos.

La concentración del mercado, documentada antes, hace especialmente relevante el monitoreo de sus principales participantes, ya que tensiones individuales pueden adquirir relevancia agregada. Cuando pocos agentes concentran una fracción importante de las posiciones y actividad del mercado, *shocks* idiosincráticos a éstos pueden tomar relevancia macro (Gabaix 2011; Ben-David *et al.*, 2021). En el mercado chileno, esta concentración se presenta en ambos lados de los contratos de derivados: los bancos son pocos y relevantes, al igual que las ECC. Las contrapartes también son granulares (tabla V.1). Los fondos de pensiones, por su lado, además de ser grandes participantes, agregan una característica adicional: aunque son varias administradoras, sus carteras tienden a moverse de modo correlacionado (Raddatz y Schmukler, 2012), por lo que pueden, en la práctica, actuar como un gran participante. La materialización de un riesgo extremo para alguno de los principales participantes, como por ejemplo un evento de incumplimiento, puede tener consecuencias simultáneas y significativas sobre múltiples mercados y contrapartes. El mitigador de este riesgo es que los participantes más grandes son agentes con bajo riesgo idiosincrático y en varios casos, sujetos a regulación.

Un riesgo que puede adquirir dimensión sistémica es el de liquidez descrito en la sección anterior: cuando llamados de margen para constituir garantías generan necesidades significativas de liquidez, pueden presionar precios de activos a la baja y eventualmente causar nuevos llamados de margen. Los requerimientos de liquidez pueden provenir tanto de márgenes de variación como de reajustes al margen inicial. Si los participantes afectados no disponen de recursos líquidos para enfrentarlos, deben obtener financiamiento o vender activos. En ocasiones, estas ventas recaen sobre activos relacionados con los instrumentos subyacentes de los derivados que motivaron los llamados de margen, como ocurrió en el mercado británico de *gilts* en 2022 (Pinter, 2023; Alfaro *et al.*, 2025), amplificando el deterioro del subyacente, o en otros mercados con liquidez insuficiente para absorberlas (Shleifer y Vishny, 2011). La amplificación puede ser mayor cuando los llamados afectan a participantes que le dan liquidez al mercado (Brunnermeier y Pedersen, 2009). La menor liquidez puede traducirse transitoriamente en precios más volátiles y desviaciones respecto de los fundamentales. Además, la forma en que se revisan los márgenes iniciales ante condiciones agregadas cambiantes puede dotarlos de un componente procíclico, aumentando su nivel requerido en momentos de menor liquidez agregada (Cohen y Tracol, 2023). Algunas jurisdicciones han avanzado en propuestas regulatorias orientadas a reducir la prociclicidad de los llamados de margen y aumentar su previsibilidad sin reducir la cobertura ofrecida por las garantías en escenarios de estrés. En general, estas propuestas apuntan a constituir mayores garantías en momentos de baja volatilidad, pero que aumenten menos abruptamente en episodios de tensión[9]/.

Las advertencias levantadas en versiones previas de este Informe respecto a las posiciones en derivados de tasas de interés de los fondos de pensiones se relacionaban con el mecanismo de necesidades de liquidez. La posición larga en derivados de tasas de interés extranjeras de largo plazo de los fondos de pensiones los expone a tener que constituir márgenes ante aumentos de esas tasas. De esta forma, el aumento de tasas norteamericanas entre julio y septiembre de este año gatilló importantes llamados a márgenes. Sin embargo, la constitución de márgenes transcurrió sin generar distorsiones en el mercado local. En ello confluyeron las exigencias de resguardos incorporadas en la nueva normativa de la Superintendencia de Pensiones y la disponibilidad activos líquidos en el extranjero que tenían los fondos, que redujeron la necesidad de liquidar activos locales. Adicionalmente, las liquidaciones de activos locales, fundamentalmente bonos bancarios, tuvieron lugar en un entorno de condiciones financieras relativamente benignas, por lo que encontraron contrapartes disponibles para absorberlas sin penalizaciones importantes de precios. Si bien este último factor puede no estar presente en situaciones de estrés financiero, los requerimientos de liquidez en moneda extranjera impuestos por la nueva normativa de la Superintendencia de Pensiones, mitigan de manera importante la posibilidad de que los fondos tengan que recurrir al mercado local para constituir márgenes, y el volumen de transacciones locales que podrían tener lugar.

Otra dimensión de análisis importante para el monitoreo de estabilidad financiera es la capacidad de intermediación de los bancos, dado su rol central en absorber y redistribuir desequilibrios entre participantes y mercados. La demanda de derivados cambiarios, tanto por cobertura como por inversión, responde a múltiples factores: retornos esperados, apetito por riesgo de los inversores, o el nivel de incertidumbre global, que pueden generar variaciones significativas en las posiciones netas demandadas por residentes y no residentes (Liao y Zhang, 2025; Du y Huber, 2026; De Leo *et al.*, en prensa). Los bancos intermedian estas operaciones buscando posiciones de signo contrario y, cuando no las encuentran, pueden cubrir el desequilibrio mediante el mercado *spot*, utilizando otras fuentes de financiamiento, o absorber transitoriamente la exposición en sus balances. El costo de esta intermediación depende de la disponibilidad y costo marginal de esas alternativas, así como la capacidad de hoja de balance de los intermediarios, y puede aproximarse a través de desviaciones a la paridad cubierta o *spread-on-shore* (Maggiori, 2022; Du y Shreger, 2022; Naudon y Barría, 2026; De Leo *et al.*, en prensa). Estas desviaciones pueden reflejar tanto cambios en la demanda por liquidez en dólares como variaciones en sus condiciones de financiamiento en moneda extranjera. Por lo tanto, es importante distinguir entre ambos factores para el diagnóstico de estabilidad financiera (Bastidas *et al.*, 2026).

[9]/ La *European Securities and Markets Authority* (ESMA) propone que las ECC revelen sus modelos de cálculo de márgenes y adopten al menos una de tres alternativas: (1) aplicar un margen adicional de al menos el 25% de los márgenes calculados, que pueda agotarse temporalmente, sin ser inmediatamente reconstituido, en períodos de incrementos significativos de los márgenes calculados, (2) asignar una ponderación de al menos el 25% a observaciones estresadas dentro de la ventana retrospectiva utilizada para calcular el margen inicial, (3) fijar márgenes iguales o superiores a los que se obtendrían usando volatilidades estimadas sobre una ventana retrospectiva de diez años (ESMA, 2018). Adicionalmente, el *European Systemic Risk Board* (ESRB) sugiere agilizar el traspaso de los márgenes intradía a los usuarios de las ECC, evitando que parte de la liquidez del sistema quede temporalmente retenida en dichas entidades (ESRB, 2020b).

La agenda de política financiera del BCCh para el mercado de derivados se ha orientado principalmente a buscar mitigar riesgos con potenciales implicancias sistémicas. En este sentido, el BCCh define las operaciones de derivados que pueden efectuar los bancos, con el objetivo de acotar los riesgos asumidos directamente por estas entidades. Asimismo, en relación con los riesgos de contraparte y la continuidad de los procesos de compensación y liquidación, el BCCh debe emitir su informe previo favorable a la CMF respecto de ajustes a las normas de funcionamiento de las ECC propuestos por sus administradores. Por último, en materia de pensiones, el rol del BCCh se relaciona sólo con la definición de cobertura cambiaria y de los límites máximos sin cobertura. Con todo, dada la incidencia del mercado de derivados en diversos ámbitos relevantes para el funcionamiento del sistema financiero, las responsabilidades regulatorias y de supervisión en esta materia se distribuyen entre diversas autoridades e instituciones, más allá del BCCh.

Algunos ejemplos recientes de la implementación de las atribuciones del BCCh corresponden al fortalecimiento de ECC y aumento de la transparencia del mercado. La creciente importancia de gestionar el riesgo de contraparte otorga un papel fundamental a las infraestructuras del mercado financiero, que mediante mecanismos especializados de gestión de riesgos de compensación y liquidación contribuyen a reducir las vulnerabilidades asociadas a la mayor interconexión entre participantes y mercados, y a la concentración de exposiciones. En este contexto, se destaca la presencia de una ECC local para derivados OTC que opera desde 2015, y es reconocida como *Qualified CCP* por las autoridades europeas desde 2022[10]/. En efecto, una adecuada gestión de los riesgos asociados a los contratos de derivados debiese considerar la dimensión sistémica del tipo de contratos y la de las contrapartes, e incluir mitigadores proporcionales a dichos riesgos, como requerimientos de márgenes iniciales o de *novación* en una ECC. A ello se suma el fortalecimiento de la transparencia de mercado mediante la puesta en marcha, desde 2022, del repositorio de transacciones del Sistema Integrado de Información de Derivados (SIID-TR) que recopila las operaciones de derivados de determinadas entidades fiscalizadas por la CMF, tanto locales como transfronterizas. Esta iniciativa ha contribuido a reducir la opacidad característica de los mercados OTC (Duffie, 2012; Acharya y Bisin, 2014; Abad *et al.*, 2016).

La creciente relevancia de los derivados en el normal funcionamiento del mercado financiero y la estabilidad del sistema, hacen importante una revisión continua del marco regulatorio vigente. En este contexto, el BCCh solicitó una asistencia técnica del FMI, destinada a evaluar el actual estado de desarrollo, funcionamiento y marco regulatorio del mercado de derivados en Chile. Esta iniciativa, realizada a inicios de octubre, convocó a autoridades financieras y representantes del sector privado, con el objetivo fundamental de analizar la regulación vigente, así como examinar el rol de las infraestructuras financieras en la gestión de riesgos y la promoción de la transparencia. Se espera que los resultados y recomendaciones de este trabajo contribuyan a orientar futuras decisiones de política y continuar fortaleciendo la coordinación entre el BCCh con otras autoridades financieras en estas materias.

[10]/ El reconocimiento como *Qualified CCP* habilita para prestar servicios de compensación a miembros compensadores residentes en la Unión Europea. Los bancos europeos se benefician de la *novación*, tanto de sus contratos o los de sus filiales en Chile, en ECC reconocidas mediante un tratamiento más favorable en el cómputo de sus requerimientos de capital.

RECUADRO V.1:

El mercado chileno de derivados en perspectiva internacional

El mercado chileno de derivados ha alcanzado una profundidad relevante respecto del tamaño de la economía, superando a otros mercados emergentes, aunque mantiene alguna distancia con jurisdicciones avanzadas de referencia. Esta brecha es especialmente visible en derivados de tasas de interés, mientras que la actividad en el mercado cambiario doméstico presenta niveles similares a los de otras economías pequeñas y abiertas como Nueva Zelanda y Noruega. A su vez, una fracción importante de la actividad sobre subyacentes locales se realiza en el denominado mercado *offshore*. En cuanto a estructura, la negociación en el mercado doméstico es extrabursátil, y en el mercado cambiario, hay una preponderancia del uso de *forwards* de moneda frente a *FX swaps*. Utilizando la Encuesta Trienal del Banco de Pagos Internacionales (BIS), este recuadro pone en perspectiva internacional las principales características del mercado de derivados chileno[1]/.

La actividad del mercado cambiario ha sido relativamente estable, mientras que la de derivados de tasas aumentó marcadamente en 2025. En abril de 2025, la actividad del mercado cambiario chileno, que considera operaciones spot y derivados, alcanzó 8 veces el PIB (gráfico V.20), frente a ratios de entre 3 y 4 veces en países emergentes (EME) como Brasil, Colombia y México. Este nivel es similar al de algunas economías pequeñas y abiertas, como Nueva Zelanda (8,3 veces) o Noruega (10,8 veces), aunque otras economías de este mismo grupo presentan mercados bastante más profundos, al igual que el grupo de economías avanzadas, cuya actividad supera 30 veces el producto. En derivados de tasas de interés, en cambio, la actividad era reducida hasta 2022 y aumentó significativamente en 2025, alcanzando 4,6 veces el PIB (gráfico V.21). Así, Chile supera actualmente a México o Brasil, que exhiben un ratio menor a una vez el producto, y a Nueva Zelanda (4,3 veces), aunque también mantiene una brecha por debajo de otros países avanzados, que superan a 30 veces el producto en volumen transado en el mismo periodo.

El desarrollo del mercado de derivados forma parte de un proceso más amplio de desarrollo financiero. Esta relación positiva es especialmente clara en el mercado cambiario, donde la actividad presenta una asociación positiva con el crédito al sector privado (gráfico V.22). En Chile, esta expansión desde principios de los años 2000 coincidió con la transición hacia un régimen de flotación cambiaria y la profundización del mercado de capitales (Albagli *et al.*, 2021). En cuanto a derivados de tasas, en tanto, si bien existe una correlación positiva entre volumen transado y crédito al sector privado, es posible observar economías emergentes y algunas economías avanzadas con moderada profundidad en mercado de derivados de tasas (gráfico V.23). En Chile, el cambio más relevante se da precisamente en 2025, acompañando una tendencia internacional (Ehlers y Todorov, 2025).

[1]/ Como punto de referencia, la Encuesta Trienal revela que a nivel global entre abril del 2022 y el mismo mes de 2025, el volumen transado diariamente creció 28 y 59% para derivados cambiarios y de tasas de interés, alcanzando US$9,6 billones y US$7,9 billones, respectivamente.

GRÁFICO V.20 *El mercado cambiario chileno es históricamente más profundo que el promedio de economías emergentes, …*
ACTIVIDAD MERCADO CAMBIARIO (1)(3)
(veces PIB)

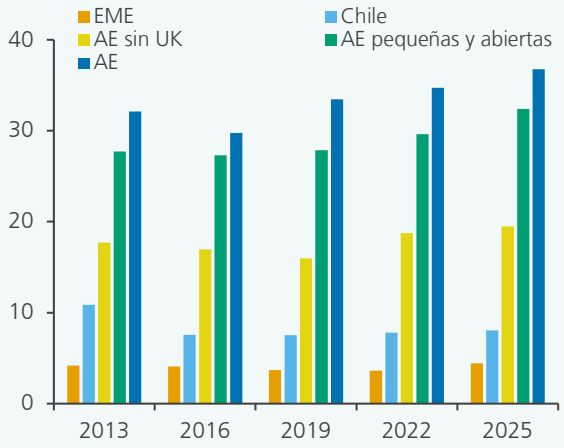


GRÁFICO V.21 *… mientras que el crecimiento de la actividad en derivados de tasas es un fenómeno más reciente.*
ACTIVIDAD DERIVADOS DE TASAS DE INTERÉS (2)(3)
(veces PIB)

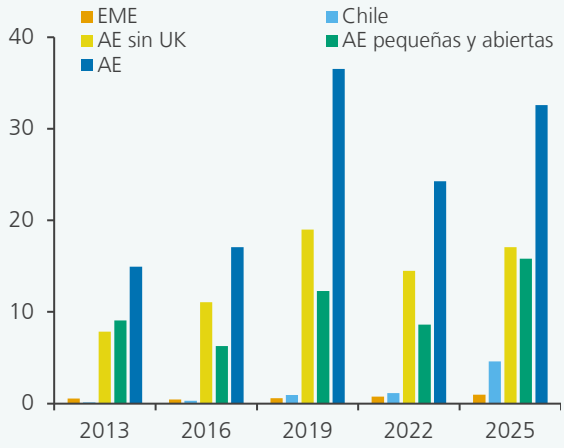


GRÁFICO V.22 *Existe una asociación positiva entre desarrollo financiero y actividad en el mercado cambiario...*
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO Y ACTIVIDAD EN EL MERCADO CAMBIARIO (1)(4)
(veces PIB)

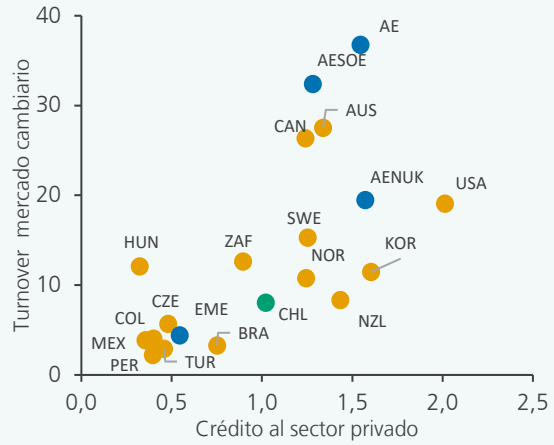
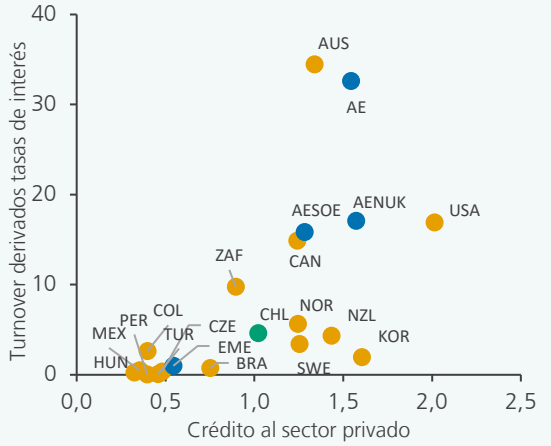


GRÁFICO V.23 *…así como con la actividad del mercado de derivados de tasas de interés.*
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO Y ACTIVIDAD EN EL MERCADO DE DERIVADOS DE TASAS DE INTERÉS (2)(4)
(veces PIB)



(1) Definición de mercado cambiario incluye transacciones *spot*, *forwards*, *swaps* y opciones sobre divisas ejecutadas mediante intermediarios locales. (2) Definición de derivados de tasas incluye operaciones *swap*, *forward rate* y opciones sobre tasas domésticas o extranjeras ejecutadas mediante intermediarios locales. (3) Actividad se define como monto transado diario promedio en abril de 2025, anualizado, como razón del PIB anual del mismo año. Lista de países, ver Anexo Estadístico. (4) Actividad se define como monto transado diario promedio en Abril de 2025, anualizado, como razón del PIB anual del mismo año (eje vertical). Crédito doméstico al sector privado (eje horizontal). AE: economías avanzadas. AESOE: economías avanzadas pequeñas y abiertas. AENUK: economías avanzadas excluyendo al Reino Unido. EME: economías emergentes.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de BIS, FMI y Banco Mundial.

Una parte importante de la actividad sobre subyacentes chilenos se realiza entre contrapartes no residentes, en el llamado mercado *offshore*, aunque su participación es similar a la observada en otras economías. La Encuesta Trienal del BIS permite inferir que, en 2025, la actividad *offshore* representó el 56% del volumen transado sobre el peso chileno y 53% en derivados sobre tasas locales (Gráficos V.24 y V.25). Si bien es posible apreciar amplia heterogeneidad entre países, la distribución entre grupos de países se sitúa entre 60% y 80% tanto en derivados cambiarios como en derivados de tasas de interés. La actividad fuera del mercado onshore puede favorecer la liquidez y formación de precios en estos mercados, pero también constituye un canal por el cual *shocks* en estos mercados externos pueden transmitirse al mercado local (Ferrara *et al.*, 2026).

La negociación de derivados se realiza principalmente en mercados extrabursátiles, con excepción de las operaciones de derivados de tasas de interés en un grupo selecto de economías avanzadas que se realizan en bolsa. Algunas jurisdicciones presentan una actividad bursátil relevante en derivados de tasas de interés, aunque esta modalidad es reducida o nula en la gran mayoría de los países (gráfico V.26). En derivados cambiarios, la negociación bursátil es aún menos extendida, y Brasil constituye la principal excepción, con una fracción importante de sus operaciones negociada en bolsa.

El mercado de derivados cambiario chileno se distingue por el uso predominante de *forwards*, en contraste con la mayor importancia de *swaps* de corto plazo a nivel internacional. La mayor parte del volumen transado en Chile y en otros mercados latinoamericanos se hace a través de *forwards*, mientras que en las economías avanzadas su participación es mucho menor (gráfico V.27): cerca del 15% en Canadá y Nueva Zelanda o 23% en Australia. Esta composición sugiere que el uso de derivados en el mercado chileno se orienta relativamente más a gestionar o tomar exposición cambiaria que a gestionar liquidez y fondeo en distintas monedas. Esta última función se realiza habitualmente mediante *FX swaps*, especialmente de corta madurez, que permiten obtener temporalmente una moneda a cambio de otra y constituyen una alternativa a préstamos u operaciones repo (Borio *et al.*, 2022).

GRÁFICO V.24 *Más de la mitad de las transacciones sobre el peso chileno ocurren en el mercado offshore, lo cual es habitual en otras economías.*
PARTICIPACIÓN MERCADO *OFFSHORE* EN ACTIVIDAD MERCADO CAMBIARIO (1)(3)
(porcentaje)

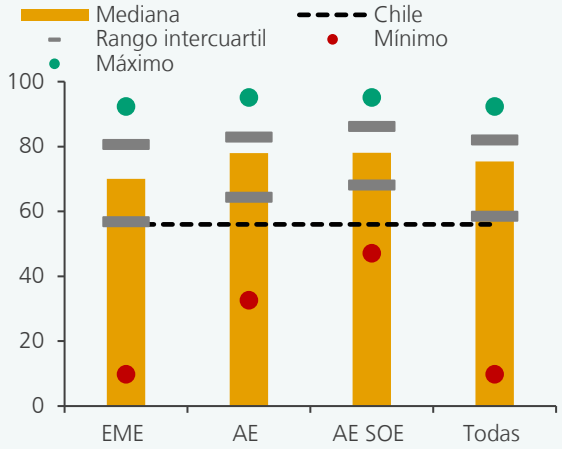
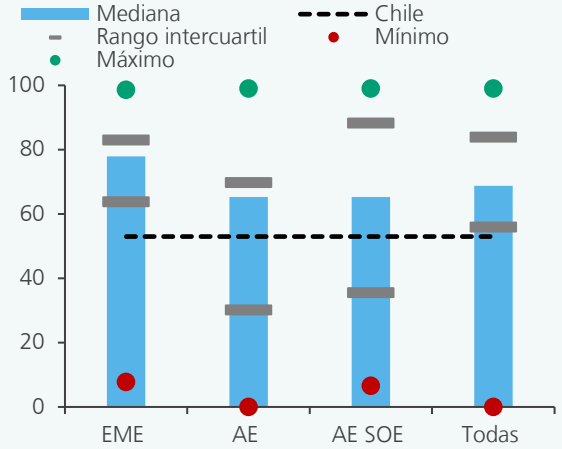


GRÁFICO V.25 *La actividad offshore también es mayoritaria en los derivados de tasas de interés.*
PARTICIPACIÓN MERCADO *OFFSHORE* EN ACTIVIDAD MERCADO DERIVADOS DE TASA DE INTERÉS DOMÉSTICA (2)(3)
(porcentaje)



(1) Definición de mercado cambiario incluye transacciones *spot*, *forwards*, *swaps* y opciones sobre la moneda local. (2) Definición de derivados de tasas incluye operaciones *swap*, *forward rate* y opciones sobre tasas locales. (3) Actividad: transacciones promedio diarias en abril de 2025. El dato de Chile se calcula a partir de información de SIID-TR sobre transacciones con al menos una contraparte local e información de BIS sobre transacciones globales (véase Villena *et al.*, 2026). Resto de países en base a información de BIS.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de BIS y SIID-TR.

GRÁFICO V.26 *La negociación bursátil de derivados es en general escasa, especialmente para derivados cambiarios y economías emergentes.*
NEGOCIACIÓN BURSÁTIL DE DERIVADOS (1)(2)
(porcentaje participación del total)

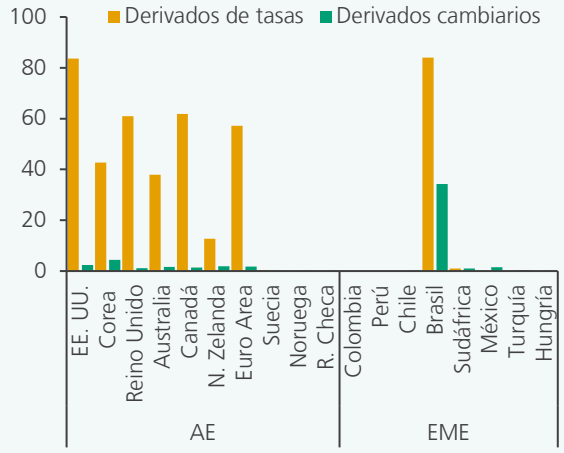
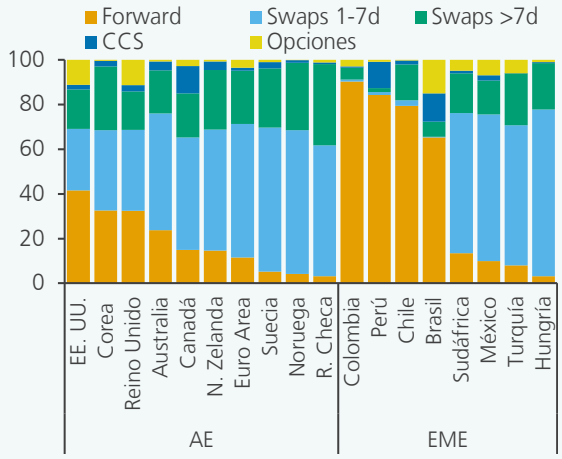


GRÁFICO V.27 *El predominio de contratos forward, en línea con la región, es sugestivo de un uso de los derivados cambiarios menos orientado al fondeo en moneda extranjera.*
VOLUMEN NEGOCIADO EN DERIVADOS CAMBIARIOS POR TIPO DE INSTRUMENTO (1)
(porcentaje participación del total)



(1) Muestra seleccionada de países. (2) Definición de derivados cambiarios incluye transacciones *spot*, *forwards*, *swaps* y opciones sobre divisas.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de BIS.

banco central Chile

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Segundo semestre 2026