

ECONOMÍA Y MERCADOS

Evolución del marco de capital: transición hacia modelos internos (IRB)

La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) anunció, este 14 de abril, que durante 2026 avanzará en la implementación de un esquema que permitirá a los bancos desarrollar y presentar modelos internos de riesgo de crédito, en el marco de una eventual adopción del enfoque basado en modelos internos (IRB) de Basilea III, en sustitución del enfoque estandarizado actualmente utilizado para la determinación de los requerimientos de capital. Para ello, el regulador conformará un equipo especializado para evaluar y validar estos modelos, permitiendo a las entidades proponer metodologías de valoración de riesgos, sujetos a la revisión y aprobación de la CMF, en línea con estándares internacionales en materia de validación y supervisión.

En términos operativos, se espera que los modelos internos permitan una medición más precisa y diferenciada del riesgo crediticio, lo que tendría un impacto directo sobre los Activos Ponderados por Riesgo (APR), al introducir en su determinación una mayor sensibilidad a las características propias de cada riesgo, en contraste con el enfoque estandarizado vigente que está basado en ponderadores regulatorios fijos. Según datos provistos por la CMF, actualmente, la densidad de APR en Chile se sitúa en torno a 67%, nivel superior al observado en otras jurisdicciones comparables. Con la implementación de modelos internos, esta podría reducirse a aproximadamente 53%, lo que implicaría una disminución de 14 puntos porcentuales en la densidad de riesgo y una mejora cercana a 375 puntos base en los índices de adecuación de capital. Medida que, en términos agregados, podría traducirse en una liberación de capital del orden de US\$ 10.000 millones para el sistema bancario, sujeto a la efectiva aprobación de los modelos por parte del regulador.

Cabe señalar que la implementación de estos modelos será gradual, requiriendo tanto el desarrollo metodológico por parte de los bancos como el fortalecimiento de las capacidades técnicas del regulador para su adecuada validación, incluyendo procesos formales de revisión y seguimiento continuo. En este contexto, si bien los efectos no serán inmediatos, la incorporación de IRB representa un avance relevante en la convergencia hacia estándares internacionales, permitiendo una gestión más eficiente del capital y del riesgo y, potencialmente, favoreciendo la capacidad de otorgamiento de crédito en el mediano plazo.

SECTOR / INDUSTRIA

Seguros de vida: inversión en activos alternativos

Los activos alternativos son aquellas inversiones definidas como no tradicionales, distintos a renta fija, acciones o *money market*; corresponden principalmente a inversiones inmobiliarias, *private equity* e infraestructura. La inversión en este tipo de activos busca obtener rentabilidad a largo plazo, ya sea de manera directa o a través de fondos de inversión.

El portafolio de inversiones de las compañías de seguros de vida en Chile ha mostrado cambios en su composición durante la última década, observándose una mayor diversificación y un aumento en la importancia relativa de los activos alternativos. Este tipo de instrumentos resultan atractivos, tanto por su mayor rentabilidad comparativa como por su capacidad para respaldar obligaciones de largo plazo; también pueden contribuir a generar una cartera de inversión más diversificada. Con todo, no están exento de riesgos, entre ellos el de mayor iliquidez en relación con valores tradicionales y el de eventuales problemas en sus valorizaciones, producto de mercados secundarios menos profundos; en el caso de *private equity*, se agrega la mayor volatilidad y menor certeza de los plazos. Tampoco se puede ignorar que cuando estas inversiones se expresan en dólares, la cobertura de moneda tiende a ser global y no por cada operación, lo cual puede llevar a riesgos de fallas en los programas de cobertura cambiara y afectar el retorno de las distintas exposiciones. Finalmente, se debe señalar que los mayores retornos necesariamente deben ir asociados a mayores niveles de riesgo.

De acuerdo con lo reportado por la CMF, la inversión en activos alternativos ha aumentado su importancia relativa dentro de la cartera de las compañías de seguro, pasando de representar un 29,20% en 2015 a un 34,49% en 2025.



Ilustración 2: Distribución total inversiones en activos alternativos a dic-25

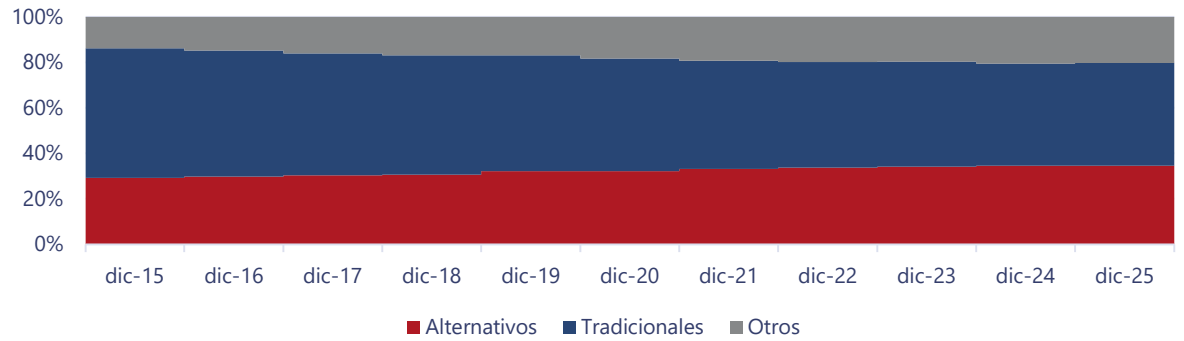


Ilustración 1: Cartera de inversiones de las compañías de seguros de vida

La evolución observada da cuenta de un proceso gradual, pero consistente, de cambio en la estrategia de inversión de las compañías de seguros de vida. En particular, se evidencia una disminución en la participación de instrumentos de renta fija tradicional, tales como bonos y depósitos a plazo, los que han pasado de un 32,55% a un 25,47% y de un 2,15% a un 1,18% entre 2015 y 2025, respectivamente.

Este proceso ha sido acompañado por una mayor asignación hacia activos alternativos, entre los que destacan las inversiones inmobiliarias y los mutuos hipotecarios, los cuales han mantenido una participación relevante en el tiempo, aumentando de un 14,39% a un 15,95% y de un 8,58% a un 11,77%, respectivamente, en el mismo período de análisis.

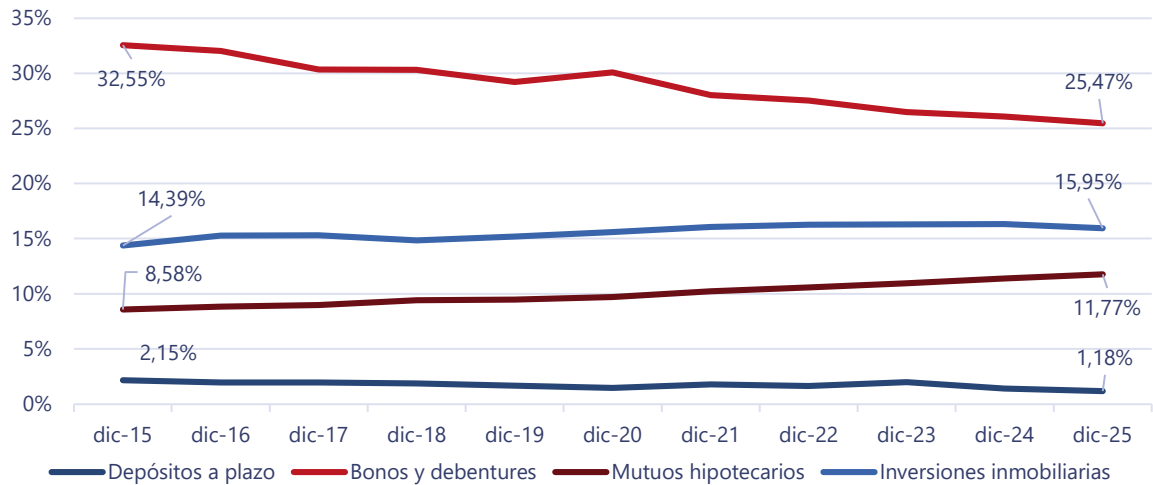


Ilustración 3: Evolución de la inversión por tipo de activo

A diciembre de 2025, las principales compañías de seguros de vida (medidas en términos del monto total invertido en activos alternativos) corresponden a MetLife, Consorcio Nacional, Penta, Confuturo y BICE, destacando en sus carteras la relevancia de las inversiones inmobiliarias.

CONTINGENCIA NACIONAL

Rebaja de tarifas TAG y peajes: consideraciones desde la perspectiva de clasificación de riesgo

El Ministerio de Obras Públicas se encuentra evaluando reducir las tarifas de peajes en las autopistas concesionarias del país. Estas rebajas podrían ser de hasta un 30%. Entre las compensaciones contempladas figuran la extensión de plazos, la redistribución de ingresos entre el Estado y el privado y la reducción del pago inicial en futuros procesos de relicitación; el paquete incluiría además medidas para reducir la evasión de peaje, lo que actuaría como mitigante parcial del impacto sobre los ingresos. Si bien no existe aún una propuesta concreta, este tipo de iniciativas introduce elementos de incertidumbre regulatoria desde la perspectiva crediticia, particularmente en lo relativo a la estabilidad y predictibilidad de los flujos de caja.

El antecedente de 2020 —cuando se eliminó el derecho a reajustar en un 3,5% anual las tarifas de las autopistas urbanas— resulta ilustrativo al respecto. Ese proceso se desarrolló en el marco de negociaciones contractuales bilaterales y contempló mecanismos de compensación que permitieron preservar el equilibrio financiero de los contratos afectados. Con todo, la eliminación de ese reajuste generó en algunas concesiones descalces entre los flujos proyectados y los compromisos de deuda vigentes.

Las concesionarias que enfrentaron esta situación tendieron a refinanciar sus pasivos, incluso incrementando su apalancamiento para adelantar flujos hacia los accionistas (dado que el nuevo sistema tarifario reducía el nivel de utilidades en favor de un pago al término de la concesión o de una ampliación de su plazo; por ende, se disminuyó la posibilidad de reparto de utilidades). Este precedente sugiere que modificaciones al esquema tarifario no son necesariamente incompatibles con la sostenibilidad crediticia del sector, pero sí pueden conllevar a ajustes en la estructura financiera de los emisores involucrados.

El cambio en la estructura tarifaria impactó negativamente la cobertura, medida como relación entre flujos netos y vencimientos anuales. Comparando las proyecciones de **Humphreys**, previas y posteriores al decreto de cambio de fijación de tarifas (2020), como se observa en Ilustración 4, ocurrió una disminución en la cobertura de flujos para cuatro autopistas urbanas que operan en la región Metropolitana. La reducción promedio fue de aproximadamente 1,1 veces para el año 2020. El efecto, aunque heterogéneo, es consistente en dirección: en todos los casos el indicador proyectado se desplazó a la baja respecto del escenario predecreto.

Con todo, el impacto sobre la calidad crediticia no sería homogéneo entre concesiones. Un primer elemento diferenciador es el tipo de plazo contractual: las concesiones con plazo variable —como las interurbanas que operan bajo mecanismos de ITC o MDI— tienen incorporada cierta flexibilidad, ya que una extensión del horizonte de la concesión se ajusta automáticamente ante menores ingresos. No obstante, dicha extensión también implica un mayor período de exposición al riesgo operativo, de mantenimiento y de gestión tarifaria, además de que no garantiza por sí sola el calce con los vencimientos de la deuda financiera. Las concesiones con plazo fijo, en cambio, requerirían renegociaciones contractuales explícitas con el Estado para compensar cualquier rebaja tarifaria.

Más allá del tipo de plazo, las implicancias dependerán también del nivel de endeudamiento remanente, la estructura de amortizaciones y los márgenes de cobertura actuales. Una contención de tarifas se traduce directamente en menor EBITDA disponible para el servicio de la deuda, lo que presionaría indicadores como el DSCR¹ y podría comprometer el cumplimiento de *covenants* financieros o acelerar la necesidad de refinanciamiento. Las sociedades con menor holgura financiera o estructuras de amortización más exigentes serían las más sensibles ante un ajuste tarifario, incluso de magnitud moderada.

Humphreys mantendrá esta materia en monitoreo permanente, a la espera de mayores definiciones regulatorias y contractuales, y procederá a evaluar sus implicancias sobre las clasificaciones de riesgo del sector a medida que el proceso avance.

¹ El DSCR (*Debt Service Coverage Ratio*) mide si la generación de flujos es suficiente para cubrir el pago total de una deuda en un periodo determinado.

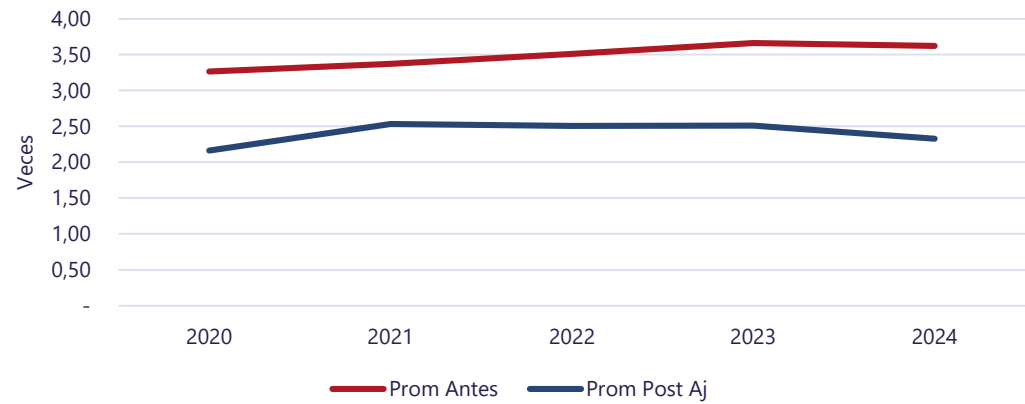


Ilustración 4: DSCR proyectado antes y después del ajuste de 3,5%

MISCELÁNEOS

Metrogas

Metrogas concretó una nueva emisión de bonos en el mercado local por UF 4 millones (aproximadamente US\$ 180 millones), marcando su segunda colocación consecutiva en el mercado de capitales chileno tras retomar emisiones en 2025, luego de 20 años de ausencia. Los fondos serán destinados principalmente al refinanciamiento de pasivos y a mejorar el perfil de vencimientos de su deuda.

IPC

El Instituto Nacional de Estadísticas (INE) informó que el IPC de abril registró un alza mensual de 1,3%, la mayor desde julio de 2022, lo que llevó la inflación anual a 4,0%. El resultado estuvo impulsado principalmente por la división transporte, que aumentó 8,0% en el mes, debido al encarecimiento de los combustibles en el contexto del conflicto en Oriente Medio. En particular, la gasolina subió 25,3% y el diésel 45,7% durante abril. Por su parte, el Banco Central mantuvo la TPM en 4,5%.

Cencosud Shopping S.A.

El Cenco Malls regresó al mercado de deuda local tras siete años desde su emisión inaugural, colocando bonos por UF 2,5 millones (aproximadamente US\$ 110 millones) a un plazo de 30 años. La operación destacó por condiciones financieras récord, incluyendo un *spread* de 63 puntos base sobre la tasa de referencia soberana —el más bajo registrado en Chile para emisiones de ese plazo— y una demanda equivalente a 2,4 veces el monto ofrecido. La emisión cuenta con clasificación de riesgo AAA por parte de **Humphreys**.

Exportaciones chilenas (enero-abril 2026)

De acuerdo con lo informado por la Dirección de Estudios de la Subsecretaría de Relaciones Económicas Internacionales (SUBREI), las exportaciones chilenas totalizaron US\$ 39.772 millones en el período enero-abril, con un alza de 12% interanual. El litio casi triplicó sus envíos (US\$ 2.137 millones, +198%) y el cobre sumó US\$ 19.053 millones (+9,6%). Las exportaciones no tradicionales marcaron su mejor inicio de año histórico.