



Regulador y Supervisor Financiero de Chile

Nota Técnica

Nº 01/26

Informe Técnico: Desarrollo del Mercado de REPO en Chile

Kevin Cowan – Alberto Etchegaray – Pablo García – Sebastián Infante – Carlos Pulgar

Enero 2026
www.CMFChile.cl



Regulador y Supervisor Financiero de Chile

The Technical Notes Series is a publication of the Financial Market Commission (CMF), whose purpose is to contribute with short articles to the discussion of issues relevant to financial stability and financial regulation. Although these notes have the editorial revision of the CMF, the analysis and conclusions set forth are the responsibility of the authors and do not necessarily reflect the views of the CMF.

La serie de Notas Técnicas es una publicación de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), cuyo objetivo es aportar con artículos breves al debate de temas relevantes para estabilidad y regulación financieras. Si bien estas notas cuentan con la revisión editorial de la CMF, los análisis y conclusiones en ellos contenidos son de exclusiva responsabilidad de sus autores.

Nota Técnica de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) Financial Market Commission (CMF)
Av. Libertador Bernardo O'Higgins 1449, Santiago, Chile Teléfono: (56) 22617 4058

Copyright ©2021 CMF
Todos los derechos reservados.

Informe Técnico:

Desarrollo del Mercado de REPO en Chile¹

Kevin Cowan²

Alberto Etchegaray³

Pablo García⁴

Sebastián Infante⁵

Carlos Pulgar⁶

16/01/2026

¹ El análisis y conclusiones medulares de este informe fueron definidas el 13 de noviembre de 2025. Este informe forma parte de las iniciativas de desarrollo de mercado y de investigación de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Esta versión se beneficia de comentarios y aportes a borradores previos de Jens Christensen, Eduardo Quinteros, Claudio Raddatz, Pablo Rodríguez, COMDER, DCV y NUAM. Agradecemos las excelentes sugerencias de un árbitro anónimo y del comité editorial de la CMF. Juan Olivares proveyó apoyo en la edición. Las opiniones contenidas son responsabilidad exclusiva de los autores y no deben interpretarse como opiniones del Federal Reserve Board of Governors, el Banco Central de Chile, la Comisión para el Mercado Financiero, COMDER, COMPASS Group, Transbank, Shinkansen CPBV, Itaú Chile, o de cualquier otra persona asociada a estas instituciones. Figuras obtenidas de documentos en inglés se mantuvieron en su idioma original en caso de no disponer de la información base para replicarlas. Cualquier error es responsabilidad exclusiva de los autores.

² Consejero del Banco Central de Chile. A la fecha de cierre de este informe: Escuela de Negocios, Universidad Adolfo Ibáñez; director en Itaú Chile.

³ Director Compass Group y Transbank.

⁴ Escuela de Negocios, Universidad Adolfo Ibáñez; presidente, comité de riesgo COMDER; vicepresidente, Shinkansen CPBV.

⁵ Federal Reserve Board of Governors.

⁶ Comisión para el Mercado Financiero.

Contenido

I. Introducción.....	3
II. Revisión de Literatura: Determinantes del Desarrollo de Mercado de REPO.....	5
III. El Mercado de los Préstamos Colateralizados en Chile.....	7
Tamaño y funcionamiento mercado de los préstamos colateralizados.....	7
Riesgo, cobertura y volatilidad en el mercado de renta fija	12
Evidencia comparada de iliquidez en los mercados de renta fija de Chile.....	20
El Rol del Banco Central de Chile.....	23
IV. Comparaciones Internacionales	25
Estados Unidos	27
Eurozona.....	31
México	34
V. Marco Legal y Regulatorio para los Contratos REPO: realidad actual y desafíos de mejora	36
Marco General de REPOs.....	36
Bancos	40
Compañías de Seguros de Vida	44
Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs)	45
Administradoras Generales de Fondos (AGFs) y Corredoras de Bolsa	46
Recuadro 1 - Recomendaciones FMI 2025	48
VI. Brechas Institucionales, Normativas y Operativas.....	48
VII. Recomendaciones para Impulsar el Mercado de REPO.....	51
Bibliografía	56

I. Introducción

Chile tiene un problema sistemático de baja liquidez en su mercado de deuda soberana. Esta baja liquidez se traduce en mayores costos de fondeo para el fisco y, por consiguiente, para el sector privado, dificultando la gestión de riesgos de liquidez de instituciones financieras que tienen en sus activos deuda pública. Implementar medidas que den mayor liquidez a este mercado es por tanto un objetivo de política pública importante. Dicho objetivo se ha vuelto más urgente en años recientes, tras episodios de *stress* financiero que deterioraron aún más la liquidez de los instrumentos de renta fija en Chile. Estos episodios incluyen la crisis social de 2019 (*estallido social*) y especialmente los retiros masivos de fondos de pensiones en 2020-2021.

Los REPO (operaciones de retrocompra) son un instrumento financiero clave para dotar de liquidez a los mercados de renta fija al facilitar la participación de diversos actores en dichos mercados⁷. La existencia de un mercado de REPO robusto es, además, una condición importante para el éxito del programa de *market makers* (formadores de mercado) que está impulsando el Ministerio de Hacienda. La existencia de un mecanismo que facilite el financiamiento de inventarios de deuda permitiría a intermediarios distintos a los bancarios cumplir en forma más eficaz con sus obligaciones de *market making*.

El mercado monetario es a su vez central para una asignación eficiente de la liquidez dentro del sector financiero y la transmisión de la política monetaria.⁸ Actualmente el mercado monetario chileno está compuestamente principalmente por los pasivos de corto plazo del Banco Central de Chile (BCCh) y depósitos bancarios no colateralizados. De hecho, postpandemia la concentración de liquidez en unos pocos instrumentos ha aumentado: en 2023, las transacciones de Pagarés descontables del BCCh (PDBC) y depósitos a plazo bancarios llegaron a representar cerca del 80% del *turnover* (volumen transado) del mercado de capitales chileno. Esto contrasta con mercados desarrollados, donde el REPO juega un rol relevante en el mercado monetario. La ausencia de un instrumento de deuda colateralizada para las instituciones financieras reduce la eficiencia del mercado monetario en momentos de incertidumbre, dificultando la transmisión de la política monetaria y obligando al BCCh a ser más activo en la provisión agregada de liquidez.

Un mercado de REPO amplía, además, las opciones de inversión y financiamiento para inversionistas institucionales, completando mercados. Esto es relevante en Chile dado el relativamente alto nivel de desarrollo de la industria de pensiones, seguros y fondos de inversión – todos potenciales usuarios de REPOs. Finalmente, la existencia de un mercado de REPO en pesos podría facilitar la entrada de inversionistas institucionales no residentes al mercado local. Esta mayor participación de no residentes, y el uso de REPOs por parte de inversionistas institucionales locales, podría reducir la fragmentación que hoy existe entre el mercado de deuda y el mercado de derivados de tasas.

La ausencia de un mercado desarrollado de REPO en Chile no ha pasado desapercibida para los organismos internacionales. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha venido señalando por dos

⁷ Para una discusión de los beneficios de los mercados REPO ver CGFS (2017). En este Informe nos enfocamos principalmente en los REPO (y anti REPO) de bonos soberanos debido a su rol central en la liquidez del mercado de deuda en general. No obstante lo anterior, el grueso de las recomendaciones en los ámbitos legales y normativos son extrapolables a las operaciones de préstamo de valores.

⁸ EBRD (2019) discute el rol del mercado monetario, y las funciones del REPO dentro de este mercado.

décadas la necesidad de tomar medidas concretas para impulsar este mercado. En el Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP) realizado para Chile en 2004 (FMI 2004), el FMI recomendó a las autoridades introducir un contrato estandarizado para REPO, dada la inexistencia, en ese entonces, de un acuerdo maestro que gobernara los términos de estas operaciones, y aclarar los derechos de los participantes ante eventos de incumplimiento o insolvencia. Posteriormente, en el FSAP del año 2011 evaluó que se había avanzado solo parcialmente en este ámbito: se había propuesto un contrato estándar para REPOs de forma voluntaria, pero sin lograr aún los beneficios plenos de la estandarización.

Más recientemente, el FSAP del 2021 (FMI 2021) plantea que, a pesar de tener un mercado financiero desarrollado, no existe un mercado interbancario de REPOs entre instituciones financieras. Los bancos locales prefieren intercambiar liquidez en base a instrumentos no garantizados (sin colateral), contando con el banco central como fuente de liquidez de última instancia. El informe destaca que la ausencia de estos instrumentos de mercado monetario garantizados podría hacer más frecuentes las operaciones excepcionales de provisión de liquidez del BCCh. Por ello, el FMI sugirió que establecer incentivos adecuados (en términos de riesgo/retorno y regulatorios) para potenciar el desarrollo de este mercado debía ser una prioridad de política financiera. En la misma línea, en la Consulta del Artículo IV de 2024, el FMI destacó entre las prioridades de las autoridades chilenas la implementación de la Ley de Resiliencia Financiera para ayudar a desarrollar el mercado de REPOs.

Validando ese diagnóstico, las autoridades financieras chilenas han manifestado interés en fomentar el desarrollo de este mercado, impulsado por motivaciones convergentes: el BCCh busca aumentar la liquidez del mercado de deuda pública y fortalecer el mercado monetario; el Ministerio de Hacienda desea mayor liquidez en el mercado de deuda pública para apoyar sus emisiones; y la CMF lo ve como parte de su mandato legal de desarrollo general del mercado de capitales. Existe consenso también entre las autoridades que la resiliencia del mercado es clave en momentos de inestabilidad financiera. Adicionalmente, desde el sector privado diversos actores han manifestado la importancia de profundizar el mercado de REPOs, en el contexto de las iniciativas de desarrollo de mercado de la CMF.⁹

Aunque existe mucho por avanzar, Chile cuenta hoy con muchas de las piezas y condiciones necesarias que se observan en otras jurisdicciones para que se desarrolle un mercado de REPO. Existe una infraestructura de pagos de alto valor sólida, un depósito central de valores (DCV) operacionalmente eficiente y bien establecido, y cámaras de compensación para ciertos instrumentos. Además, recientemente se ha robustecido el marco legal aplicable a los REPOs (como se detalla más adelante), otorgando mayor certeza jurídica y facultades a reguladores y al BCCh para apoyar este mercado.

En lo que sigue, se presenta un análisis del mercado de deuda con colaterales en Chile donde se cuantifican además algunos de los costos de su falta de desarrollo, se describen experiencias internacionales relevantes, el estado actual del marco legal chileno y finalmente se plantean una serie de recomendaciones concretas para potenciar el mercado de REPOs en Chile. A pesar de que los beneficios para Chile de un mercado REPO son evidentes y de que existen condiciones

⁹https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-propertyvalue-48635.html#especial_desarrollo_mercado_propuestas.

necesarias para avanzar, la evidencia demuestra que es fundamental la generación de una instancia formal de coordinación interinstitucional en la que se materialice una participación de alto nivel de las entidades públicas asociadas al sector financiero, con un mandato claro, responsabilidades definidas y plan de acción compartido para poder avanzar. Esta instancia sería diferente al Consejo de Estabilidad Financiera, que tiene como principal objetivo evaluar amenazas y riesgos sistémicos a dicha estabilidad, y al Consejo Consultivo de Mercado de Capitales, cuyos miembros son académicos y profesionales que asesoran solo al Ministerio de Hacienda.¹⁰

II. Revisión de Literatura: Determinantes del Desarrollo de Mercado de REPO

La literatura que analiza los factores que impactan el desarrollo del mercado de REPO es escasa. Esto contrasta con la extensa literatura sobre los determinantes del desarrollo de la banca y los mercados bursátiles. La mayoría de la literatura disponible corresponde a informes de entidades públicas que plantean acciones de política para generar mercados de REPO más profundos o resilientes.

El Foro de Estabilidad Financiera (FSB), en su análisis sobre los mercados de REPO y préstamos de valores (FSB 2013) recomienda fortalecer la transparencia del mercado de préstamos de valores y REPOs mediante la recolección sistemática de datos sobre las transacciones, contrapartes, prácticas de reinversión de colateral y exposiciones agregadas. Además, propone establecer estándares comunes para el mercado de REPOs, incluyendo la estandarización de contratos, metodologías para la valoración del colateral, límites mínimos a la sobrecolateralización y establecer principios de transparencia y gestión de liquidez para usos múltiples del colateral. El FSB argumenta que estas acciones reducen riesgos operacionales y legales, y mitigan la prociclicidad de los llamados de margen, particularmente en tiempos de tensión. También sugiere aplicar requisitos regulatorios proporcionales, adaptados a las características específicas de cada jurisdicción y tipo de participante, con énfasis en mitigar el apalancamiento excesivo y la transformación de liquidez que pueden amplificar episodios de tensión financiera.

Más recientemente, el FSB (FSB 2022) también publicó un informe sobre liquidez en los mercados de deuda pública, esto a raíz de las fuertes bajas de liquidez que siguieron al comienzo de la pandemia en marzo 2020. Dentro de sus recomendaciones, el FSB incluye evaluar un mayor uso de plataformas de trading *all-to-all* en mercados REPO y cash, y Entidades de Contraparte Central (ECC) para la compensación de transacciones de deuda pública y de REPOs que los usen como colateral.

Por su parte, el Committee on the Global Financial System (CGFS), analiza el rol de los mercados de REPO, sus beneficios y los riesgos asociados (CGFS 2017). En particular, discute los cambios en los mercados de REPO en varias jurisdicciones post 2010 y la contracción de dichos mercados después de la crisis financiera del 2008. El reporte argumenta que varios factores pueden haber contribuido a esta caída en volúmenes, incluyendo las bajas de tasas, el agotamiento de colateral

¹⁰ <https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/mercado-de-capitales/consejo-de-estabilidad-financiera>.

<https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/mercado-de-capitales/consejo-consultivo>

disponible por las estrategias de alivio cuantitativo de los bancos centrales, cambios en la gestión de liquidez de los bancos comerciales y aumentos en los requerimientos regulatorios, incluyendo la razón de apalancamiento de los bancos.

Una consultora vinculada con el Banco Mundial (Martínez-Resano, 2010) lista un conjunto de condiciones relevantes para el desarrollo de un mercado de REPOs en economías emergentes. En primer lugar, enfatiza la importancia de contar con un marco legal claro que reconozca los REPOs como un tipo específico de instrumento financiero que asegure la transferencia legal de propiedad del colateral durante la operación. Este marco debe permitir la ejecución expedita del colateral en caso de incumplimiento, mediante mecanismos de compensación y liquidación como el *close-out netting* y una protección jurídica efectiva ante eventos de insolvencia. En segundo lugar, enfatiza la importancia de una infraestructura de mercado robusta, que incluya sistemas de compensación y liquidación eficientes, idealmente basados en esquemas de entrega contra pago. La existencia de servicios de gestión de colateral, como los REPOs de tres partes¹¹ o de una ECC, permiten reducir el riesgo de contraparte y facilitar operaciones de mayor escala con menor exposición bilateral. Esta infraestructura debe apoyar tanto operaciones bilaterales como aquellas más estructuradas.

Asimismo, Martínez-Resano (2010) argumenta que es indispensable contar con instrumentos financieros líquidos y estandarizados que puedan utilizarse como colateral. La disponibilidad de valores de oferta pública con precios transparentes, baja volatilidad y amplia aceptación es crucial. Deben existir criterios claros sobre los activos elegibles como garantía, sus respectivos descuentos o *haircuts*, y mecanismos para su valorización diaria y actualización en función del riesgo de mercado

Este documento enfatiza también que el funcionamiento adecuado del mercado de REPO también depende de la participación de actores diversos. Bancos comerciales, fondos de pensiones, aseguradoras, inversionistas institucionales y bancos centrales deben contar con la capacidad técnica y operativa necesaria para gestionar sus riesgos, cumplir con los requerimientos prudenciales y participar en esquemas de negociación y compensación formales. Una amplia base de participantes contribuye a mayor profundidad, competencia y eficiencia en el mercado.

Desde el punto de vista regulatorio, es necesario contar con un marco de regulación prudencial y operativo adecuado. Esto implica establecer límites de exposición a contrapartes, márgenes mínimos de colateral, reglas contables coherentes con la naturaleza de las operaciones REPO, y una coordinación efectiva entre supervisores bancarios y de valores. La ausencia de arbitraje regulatorio y la existencia de una supervisión integral son esenciales para prevenir riesgos sistémicos.

Por último, el informe de Martínez-Resano concluye que las condiciones macroeconómicas y regulatorias deben ser estables y predecibles. Un entorno de baja inflación, tasas de interés estables y credibilidad en la política fiscal y monetaria favorece el desarrollo sostenido del mercado. Además, deben evitarse distorsiones regulatorias o tributarias que desincentiven el uso de REPOs como instrumento legítimo de gestión de liquidez.

¹¹ En las REPO de tres partes (*tri-party* REPO) es un préstamo garantizado entre dos partes (quien presta efectivo y quien lo toma) en el que una tercera entidad independiente —el *tri-party* agent (p. ej., un banco custodio o un CSD)— administra el colateral.

El FMI, en un documento con recomendaciones para generar mercados de deuda líquidos, enfatiza la relevancia de un mercado de REPO como parte del mercado monetario (o de corto plazo) (FMI 2021). Dentro de las recomendaciones lista un marco legal que dé certeza a los REPO, permita que se establezcan contratos marco, permita flexibilidad en los contratos incluyendo sustitución de activos y no impida el reuso de los colaterales. Un segundo factor es un sistema tributario que se base en la función económica del REPO (un préstamo) y no en su base legal (una venta y compra). Adicionalmente enfatiza la importancia de contar con la infraestructura financiera adecuada, incluyendo un sistema de pagos de alto valor, depósitos centrales y entidades de compensación y liquidación. En lo macroeconómico, enfatiza el rol que puede jugar el banco central como catalizador del mercado de REPO, y la relevancia de que el mercado bancario no opere en una situación de exceso de liquidez – es decir manteniendo saldos altos permanentes de depósitos en el Banco Central.

En EBRD (2019) se argumenta algo similar. Si bien el foco es el mercado monetario, contiene algunas conclusiones relevantes para los REPO. En primer lugar, enfatiza el rol que han jugado los bancos centrales en el desarrollo del mercado de REPO estableciendo contratos marco, determinando tasas de referencia y promoviendo el desarrollo de plataformas de transacción. Segundo, enfatiza la importancia de contar con contratos marco (como los ICMA o los GRMA) para potenciar el funcionamiento del mercado de REPO. Tercero, al igual que el FMI y el Banco Mundial, enfatiza la relevancia de un tratamiento contable y tributario que reconozca que financieramente el REPO es un préstamo con colateral, para fines de impuestos a la ganancia de capital y sobre los intereses implícitos.

III. El Mercado de los Préstamos Colateralizados en Chile

Tamaño y funcionamiento mercado de los préstamos colateralizados

Chile tiene un mercado de REPO pequeño, en comparación con países de similar nivel de ingreso como México y Brasil, y países de mayor nivel de ingreso como Japón, Canadá y la Eurozona. (Ver **Tabla 1**).

Tabla 1: Comparación internacional mercado REPO (miles de millones de USD y % PIB)

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

Fuente: BCCh.

Nota: Tamaño corresponde al monto vigente en REPOs a fines de diciembre 2021, salvo en caso de Canadá, que corresponde a fines de junio de 2018.

A continuación, se describen los resultados de una solicitud de información realizada por la CMF al conjunto de entidades financieras supervisadas durante el año 2022¹². La solicitud buscó levantar información sobre las operaciones de financiamiento garantizado, y permite separar entre operaciones de deuda caucionadas con una garantía financiera y las operaciones de REPO, es decir aquellas donde existió una compraventa efectiva de los instrumentos subyacentes con compromiso de recompra.

La Tabla 2 muestra el uso de las operaciones REPO, como porcentaje del total de las operaciones colateralizadas de cada entidad, en su respectiva moneda. El uso del REPO es más frecuente en operaciones en dólares (USD) que en las operaciones en pesos (CLP). Una posible explicación es una mayor participación de entidades no residentes en el mercado dólar. En el mercado en pesos, los corredores bancarios son los que usan el REPO con mayor frecuencia, seguido por las compañías de seguros. En el otro extremo, el Banco Central, las AGF y corredoras no bancarias realizan la inmensa mayoría de estas operaciones mediante préstamos con colateral. En el mercado en USD el mayor uso de REPO es en las corredoras bancarias.

Tabla 2 Operaciones de REPO
(% del monto y número de operaciones garantizadas por entidad)

	Tipo de entidad (Otorga liquidez)	Monto	Número de operaciones
CLP	Administradora de Fondos Bancaria	20%	38%
	Administradora de Fondos No Bancaria	13%	15%
	BCCH	5%	12%
	Banco	40%	20%
	Corredor de Bolsa Bancaria	97%	94%
	Corredor de Bolsa No Bancaria	17%	23%
	Compañía de Seguros	41%	74%
	Empresa Sector Público No Financiero	17%	71%
	Empresa	34%	56%
	Total Operaciones CLP	27%	45%
USD	Administradora de Fondos Bancaria	15%	55%
	Banco	29%	5%
	Corredor de Bolsa Bancaria	100%	86%
	Corredor de Bolsa No Bancaria	99%	25%
	Compañía de Seguros	50%	50%
	Empresa	99%	90%
	Total Operaciones USD	71%	61%

Fuente: Elaboración propia en base a cifras CMF.

Nota: se excluyen de las tablas operaciones de personas naturales y asesores financieros.

A su vez, la información de la CMF muestra que la inmensa mayoría de los contratos REPO son bilaterales, en jurisdicción chilena y que, en general, el mercado no permite sustitución del activo subyacente. Las medianas de los plazos son de 5 días en operaciones CLP y 6 días en USD, con plazos algo mayores en las operaciones con empresas no financieras (30 días). Se debe notar que las operaciones con un plazo de 1 día representan un 40% del total y un 59% de los montos.

¹² El procesamiento y análisis de los microdatos fue realizado por Carlos Pulgar atendido el protocolo de estudios establecido por la CMF.

Respecto a los partícipes, la Tabla 3 muestra los montos y número de las operaciones que se realizaron con contratos REPO, respecto al total, separando por tipo de entidad:

1. En el mercado CLP, los bancos son los principales partícipes en monto, seguidos por las corredoras bancarias. Las corredoras bancarias y no bancarias en tanto concentran el mayor número de operaciones.
2. En el mercado en USD los principales actores en monto y número son los corredores bancarios.
3. En ambos mercados (CLP y USD) las empresas no financieras juegan un rol relevante como financista de las instituciones financieras vía REPO.

Tabla 3 Operaciones de financiamiento vía REPO (montos y número)

Tipo de entidad (Otorga liquidez)		Monto		Número de operaciones	
		MMUSD	% del total	Operaciones	% del total
CLP	Administradora Fondos Bancaria	8.881	3%	947	2%
	Administradora Fondos No Bancaria	1.025	0%	1.988	3%
	BCCH	2.267	1%	75	0%
	Bancos	37.803	14%	1.569	3%
	Corredor de Bolsa Bancario	20.624	8%	8.758	15%
	Corredor de Bolsa No Bancario	9.654	4%	9.482	16%
	Compañía de Seguros	991	0%	344	1%
	Empresas sector público no financiero	20.137	7%	3.534	6%
	Empresa	27.910	10%	14.962	26%
	Total CLP	129.890	47%	55.521	95%
USD	Administradora Fondos Bancaria	546	0%	26	0%
	Bancos	3.086	1%	44	0%
	Corredor de Bolsa Bancario	91.826	33%	2.135	4%
	Corredor de Bolsa No Bancario	24.968	9%	66	0%
	Compañía de Seguros	0	0%	1	0%
	Empresa	23.662	9%	540	1%
	Total USD	144.475	53%	2.842	5%
Total ambas monedas		274.364	100%	58.363	100%

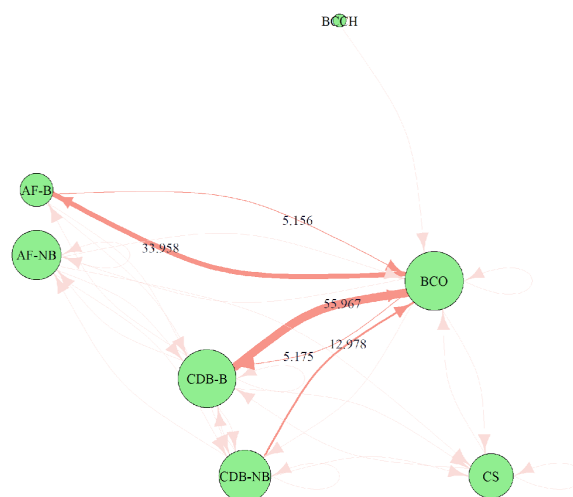
Fuente: Elaboración propia en base a cifras CMF.

Nota: Se excluyen de las tablas operaciones de personas naturales y asesores financieros.

La Figura 1 detalla las direcciones y montos del total de flujos de operaciones de REPO cursadas durante el año 2022 entre instituciones financieras. Los principales actores son los bancos, los corredores de bolsa (bancarios y no bancarios) y los fondos gestionados por las AGF no bancarias. Los corredores bancarios, y en menor medida los corredores no bancarios, proveen financiamiento a los bancos. Datos complementarios muestran que los corredores a su vez reciben flujos netos desde las empresas no financieras. Las AGF Bancarias principalmente reciben liquidez de la banca, mientras que las AGF no bancarias y las compañías de seguros reciben liquidez de múltiples fuentes.

Figura 1 Flujos de REPO entre instituciones financieras (montos)

Mercado REPO - Subyacentes en Compraventa (MMUSD)



Flujos respaldados por compraventa - Mayores 5 vínculos destacados

Nota: El tamaño de los círculos refleja la importancia del nodo en la red de otorgamiento de liquidez. Es decir, entre más grande es el nodo, más activa es la industria en el mercado REPO. Esto está construido con la centralidad de los vectores propios de la matriz de adyacencia sobre la cual se construye la red.

Se destacan los 5 mayores vínculos. BCCH= Banco Central de Chile, BCO= Bancos, ESPNF= Entidad del sector público no financiera, AINV= Asesores de Inversión, AF-B= Fondos administrados por filiales bancarias, AF-NB= Fondos administrados por otras entidades, CDB-B= Corredora de Bolsa filiales bancarias, CDB-NB= Otras Corredoras de Bolsa, NFN= Entidades no financieras personas jurídicas, NFN= Personas naturales, CS= Compañías de seguros, CAC= Cooperativas de Ahorro y Crédito fiscalizadas por la CMF y OF= Otras entidades no financieras. En periodo considerado estaba vigente el FCIC entregando financiamiento a los bancos por US \$ 790 MMM, los cuales no se consideraron por no ser REPO.

Fuente: CMF

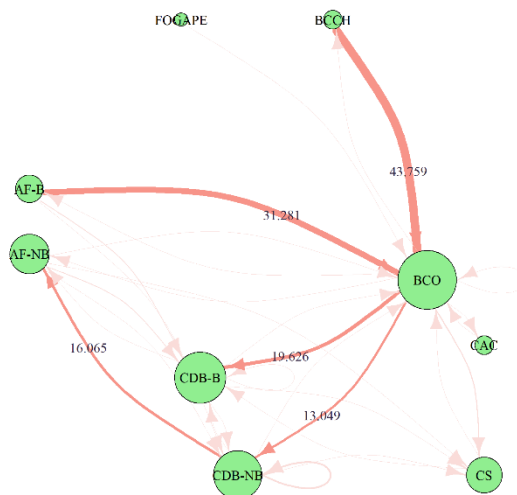
La Figura 2 detalla las direcciones y montos de los préstamos colateralizados cursados durante el año 2022. Los principales actores en este mercado también son los bancos, los corredores de bolsa (bancarios y no bancarios) y los fondos gestionados por las AGF no bancarias. El diagrama muestra una mayor relevancia del BCCh, atendido que en la práctica provee liquidez vía operaciones colateralizadas a la banca.¹³ En contraste con el mercado REPO, en este mercado los corredores bancarios y, en menor medida, los corredores no bancarios, reciben financiamiento de los bancos. Las AGF también juegan un rol distinto en este mercado. Las AGF no bancarias reciben liquidez de múltiples fuentes, pero los corredores no bancarios son una fuente más relevante que en el mercado REPO. Por su parte las AGF bancarias proveen financiamiento a los bancos vía

¹³ El BCCh puede realizar operaciones REPO con las entidades bancarias vía sus facilidades habituales, pero sólo con instrumentos elegibles los que en la legislación actual excluyen los bonos de tesorería. Por ello en la práctica la gestión de liquidez en dichas facilidades es con operaciones colateralizadas y no REPO.

operaciones colateralizadas. Finalmente, las compañías de seguros reciben financiamiento de múltiples fuentes.

Figura 2 Flujos de préstamos colateralizados (montos)

Mercado REPO - Subyacentes en Caución (MMUSD)



Flujos respaldados por caución - Mayores 5 vínculos destacados

Nota: El tamaño de los círculos refleja la importancia del nodo en la red de otorgamiento de liquidez. Es decir, entre más grande es el nodo, más activa es la industria en el mercado REPO. Esto está construido con la centralidad de los vectores propios de la matriz de adyacencia sobre la cual se construye la red.

Se destacan los 5 mayores vínculos. BCCH= Banco Central de Chile, BCO= Bancos, ESPNF= Entidad del sector público no financiera, AINV= Asesores de Inversión, AF-B= Fondos administrados por filiales bancarias, AF-NB= Fondos administrados por otras entidades, CDB-B= Corredora de Bolsa filiales bancarias, CDB-NB= Otras Corredoras de Bolsa, NFJ= Entidades no financieras personas jurídicas, NFN= Personas naturales, CS= Compañías de seguros, CAC= Cooperativas de Ahorro y Crédito fiscalizadas por la CMF y OF= Otras entidades no financieras. En periodo considerado estaba vigente el FCIC entregando financiamiento a los bancos por US \$ 790 MMM, los cuales no se consideraron por no ser REPO.

Fuente: CMF

Por último, la información solicitada permite observar el tipo de subyacente utilizado en las operaciones REPO. En específico, la Tabla 4 muestra una gran participación de subyacentes asociados a emisiones del BCCh o del fisco, una muy baja participación de otros instrumentos de renta fija, además de una gran heterogeneidad en el tipo de subyacente entre las distintas entidades que otorgan liquidez. Así, los bancos utilizan principalmente deuda soberana; las compañías de seguros deuda no soberana; y las AGF y corredoras una mezcla de deuda soberana y renta variable.

Tabla 4 Tipo de subyacente para operaciones de REPO (% de montos)

	Tipo de entidad (Otorga liquidez)	Instrumento según tipo de subyacente		
		Soberano local	Otro renta fija	Renta variable
CLP	Administradora de Fondos Bancaria	53%	4%	42%
	Administradora de Fondos No Bancaria	11%	23%	66%
	BCCH	100%	0%	0%
	Banco	90%	1%	9%
	Corredor de Bolsa Bancaria	36%	9%	55%
	Corredor de Bolsa No Bancaria	38%	24%	38%
	Compañía de Seguros	43%	56%	1%
	Empresa Sector Público No Financiero	45%	0%	55%
	Empresa	8%	9%	83%
	Total Operaciones CLP	50%	6%	44%
USD	Administradora de Fondos Bancaria	100%	0%	0%
	Banco	96%	4%	0%
	Corredor de Bolsa Bancaria	98%	0%	2%
	Corredor de Bolsa No Bancaria	0%	0%	100%
	Compañía de Seguros	100%	0%	0%
	Empresa Sector Público No Financiero	80%	0%	20%
	Total Operaciones USD	78%	0%	22%
	Total ambas monedas	64%	3%	32%

Fuente: Elaboración propia en base a cifras CMF.

Nota: Se excluyen de las tablas operaciones de personas naturales y asesores financieros. Cuando la operación REPO consideró un grupo de subyacente se asignó mediante la siguiente regla: 1) se define como renta variable si al menos un subyacente está en dicha categoría, 2) se define como soberano local si no es renta variable, y al menos un subyacente se asigna al emisor BCCh o TGR, 3) se define otra renta fija, en otro caso.

Riesgo, cobertura y volatilidad en el mercado de renta fija

El mercado de renta fija soberana y el mercado de swap de tasas son críticos para el funcionamiento de la economía y su sistema financiero. En el mercado de renta fija se juega buena parte de las condiciones financieras basales en la macroeconomía, tanto para la política fiscal como para el financiamiento privado. Por su parte, el mercado de swaps es un mecanismo idóneo para tomar cobertura ante algunos de los riesgos financieros de empresas reales y el sector financiero. En casos en que las condiciones de mercados eficientes se cumplan, con condiciones de no arbitraje, ambos mercados generan importantes señales de precio que informan las expectativas de política monetaria y su interacción con otros precios de activos financieros, como el mercado bursátil y el mercado cambiario.

El mercado de REPO provee una interfaz fundamental para que estos mercados operen de manera líquida y eficiente. Por ejemplo, inversionistas que toman posiciones largas en el mercado de renta fija soberana, con el propósito de utilizar dichos instrumentos en el mercado de REPO como fuente de garantía para obtener liquidez, están expuestos de todos modos a los riesgos de tasas de interés y, por tanto, pueden recurrir al mercado swap de tasas para cubrir dicho riesgo de tasas. Así, la liquidez y facilidad de operar en el mercado de renta fija es un factor habilitante para la liquidez del mercado de renta fija y el mercado swap de tasas de interés, y viceversa.¹⁴ La existencia de una

¹⁴ Stathakopoulos (2021)

curva soberana de tasas y de una curva de tasas de interés en el mercado swap es fundamental para la formación de precios en todos los mercados financieros en la economía. La existencia de brechas de arbitraje (como por ejemplo el *basis trade*) se puede resolver rápidamente si los inversionistas modifican sus portafolios de renta fija y la cobertura de tasas asociada, lo que a su vez depende de una gestión de la liquidez eficiente para este rebalanceo, lo que ocurre justamente en el mercado de REPOs.

En lo que sigue se presenta evidencia cuantitativa y comparada de cómo estos mercados operan en Chile, sobre la base de la observación de precios y volatilidades. Primero, se ejemplifica el efecto de la cobertura en la volatilidad de un portafolio de renta fija soberana en Chile y en economías con mercados de REPO amplios y líquidos, como EEUU, Reino Unido y México. En la siguiente sección, mostramos evidencia de la magnitud y evolución de las primas por riesgo de liquidez en bonos soberanos en Chile y en otros mercados, y recalamos los costos asociados a estas primas por liquidez.

Como punto de partida, con cambios pequeños en la tasa de interés y_b , la variación del precio de un bono P_{bono} (o retorno aproximado) depende de su duración D_b :

$$\frac{\Delta P_{bono}}{P_{bono}} \approx -D_b \Delta y_b,$$

En este ejercicio sencillo consideraremos el caso de un inversionista que tiene una posición larga en este bono soberano y que puede cubrirla parcial o totalmente mediante un swap de tasa de interés. Se define que una cobertura del $h\%$ del riesgo significa que el tenedor del bono toma un swap de duración D_s que paga fijo y_s y recibe variable, con un notional elegido para contrarrestar una fracción h de los efectos en precio de las fluctuaciones de las tasas de interés. En ese caso, el valor de la posición es $P_{cubierta}$, pues contiene tanto los efectos de valoración por el bono en el portafolio como por el grado de cobertura en el mercado swap:

$$\frac{\Delta P_{cubierta}}{P_{cubierta}} \approx -D_b \Delta y_b + h D_s \Delta y_s.$$

Si las duraciones son iguales, entonces:

$$\frac{\Delta P_{cubierta}}{P_{cubierta}} \approx D_b (-\Delta y_b + h \Delta y_s).$$

Ahora bien, para efectos de la rentabilidad $R_{portafolio}$ que el inversionista está recibiendo se debe considerar, en adición a las pérdidas o ganancias de capital, el devengo por la composición del portafolio (o *carry* de la posición).¹⁵ En este contexto, este efecto *carry* viene dado por el retorno del bono y_b , pero también por la diferencia entre la tasa pagadora del swap y_s y la tasa variable que se recibe $y_{flotante}$

$$R_{portafolio} \approx y_b + h (y_{flotante} - y_s) + D_b (-\Delta y_b + h \Delta y_s).$$

¹⁵ Fabozzi y Fabozzi (2021).

Con ciertos supuestos se puede derivar el retorno esperado y el riesgo asociado a esta posición. Por simplicidad,¹⁶ en mercados de renta fija y swap altamente líquidos, se puede suponer que $E[\Delta y_b] = E[\Delta y_s] = 0$, en la medida que las curvas de tasas no tengan pendiente y por tanto no haya pérdidas o ganancias esperadas.¹⁷ Esto ocurre si por ejemplo en expectativa no se prevén tendencias en la trayectoria de la política monetaria (determinante relevante para la valoración de bonos soberanos). Por lo tanto:

$$E[R_{portafolio}] \approx y_b + h(y_{flotante} - y_s)$$

Esto muestra que el grado de cobertura tiene efectos de segundo orden, pues depende de la diferencia entre las tasas pagadora y fija en el mercado swap. Luego, aproximadamente se debe dar que el retorno esperado de un portafolio de bonos es simplemente la tasa de mercado del bono, y no es muy relevante el grado de cobertura que se realice:

$$E[R_{portafolio}] \approx y_b$$

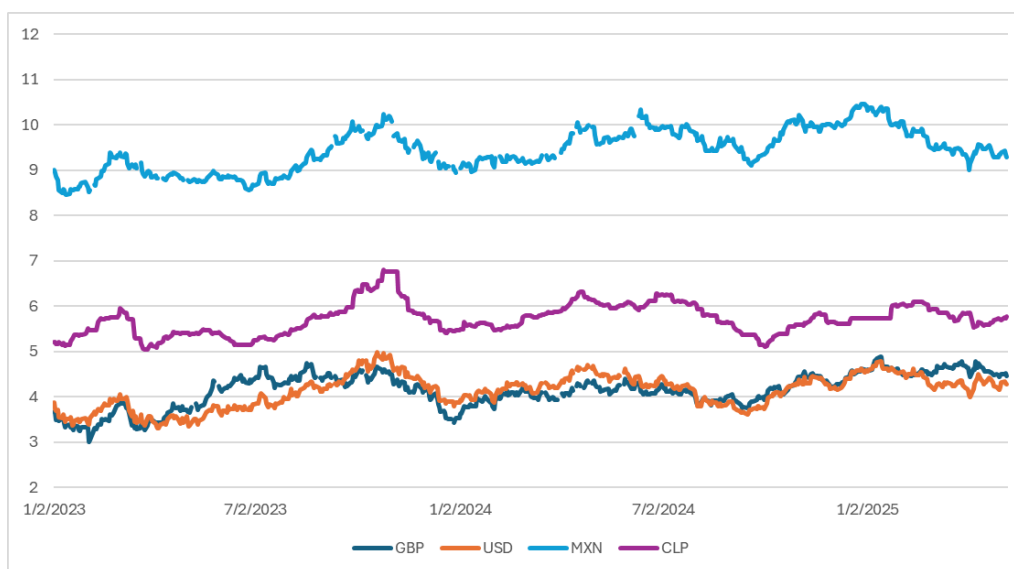
La Figura 3 muestra la evolución de las tasas de bonos a 10 años ---y debido al cálculo anterior, el retorno esperado de un portafolio cubierto en un ambiente sin fricciones ni primas por plazo--- para los cuatro países referidos en esta sección, para el período de enero 2023 a mayo 2025.¹⁸ Se utiliza este lapso pues representa un período de mayor normalidad en los mercados financieros luego de los episodios de elevada inflación asociados al COVID y el inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania.

¹⁶ Este es un supuesto para efectos de exposición y derivación de una forma funcional sencilla para la varianza y no representa una hipótesis sobre el funcionamiento efectivo del mercado, que por ejemplo presenta primas por plazo.

¹⁷ En los modelos de valoración de instrumentos de renta fija, cuando las curvas de rendimiento tienen pendiente se espera que una posición en dichos instrumentos tenga ganancias o pérdidas esperadas. Por ejemplo, una curva de tasas invertida implica que el tenedor de bonos experimentará ganancias esperadas a medida que el bono se acerca a su término. Por supuesto, por arbitraje dichas ganancias debiesen estar plenamente reflejadas en el precio de bono.

¹⁸ Se utilizaron los tickers de Bloomberg correspondientes a bonos genéricos a 10 años en cada país. Por ejemplo, GTCLP10Y Govt para el caso de Chile.

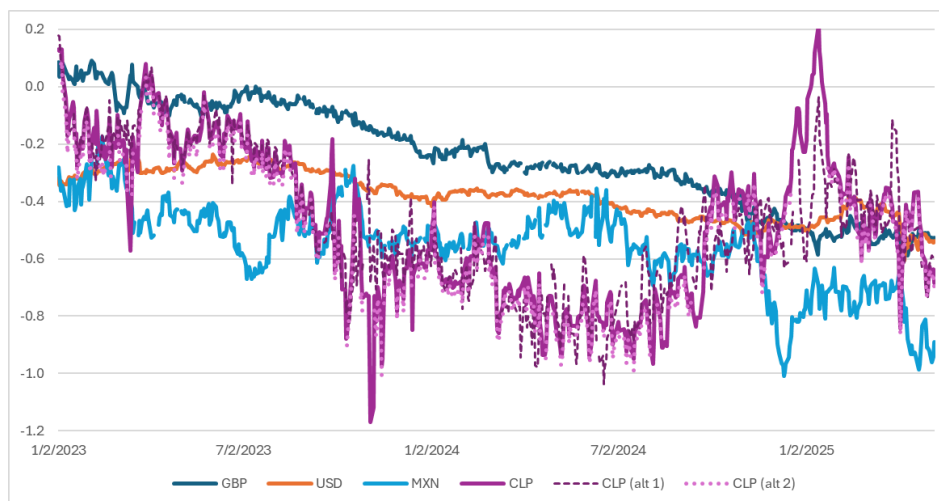
Figura 3 – Tasas de bonos soberanos en moneda local a 10 años



Fuente: Bloomberg.

El swap spread (es decir la diferencia entre la tasa swap y del bono) se presenta en la Figura 4, y sugiere que existen diferencias relevantes entre los países respecto a la volatilidad de este spread.¹⁹

Figura 4 – Swap spread a 10 años



Fuente: Bloomberg.

¹⁹ A partir de comentarios de un árbitro anónimo, para el caso de Chile se presentan dos variantes adicionales para el swap spread. CLP alt1 utiliza un sintético de BCP (CHBCP10Y Curncy en Bloomberg). CLP alt2 utiliza el promedio simple de los retornos de bonos individuales altamente transados de duración en torno a diez años, identificados por Pablo Rodríguez. Aunque las tendencias son similares, se pueden apreciar diferencias relevantes entre las tres medidas, siendo esto probablemente otro síntoma de la falta de liquidez en los mercados de renta fija soberana de Chile.

Una visión más precisa de la varianza de este portafolio muestra que los términos de *carry* se cancelan entre el retorno efectivo y el retorno esperado, de modo que la varianza del portafolio es proporcional a la varianza de la primera diferencia del swap spread:

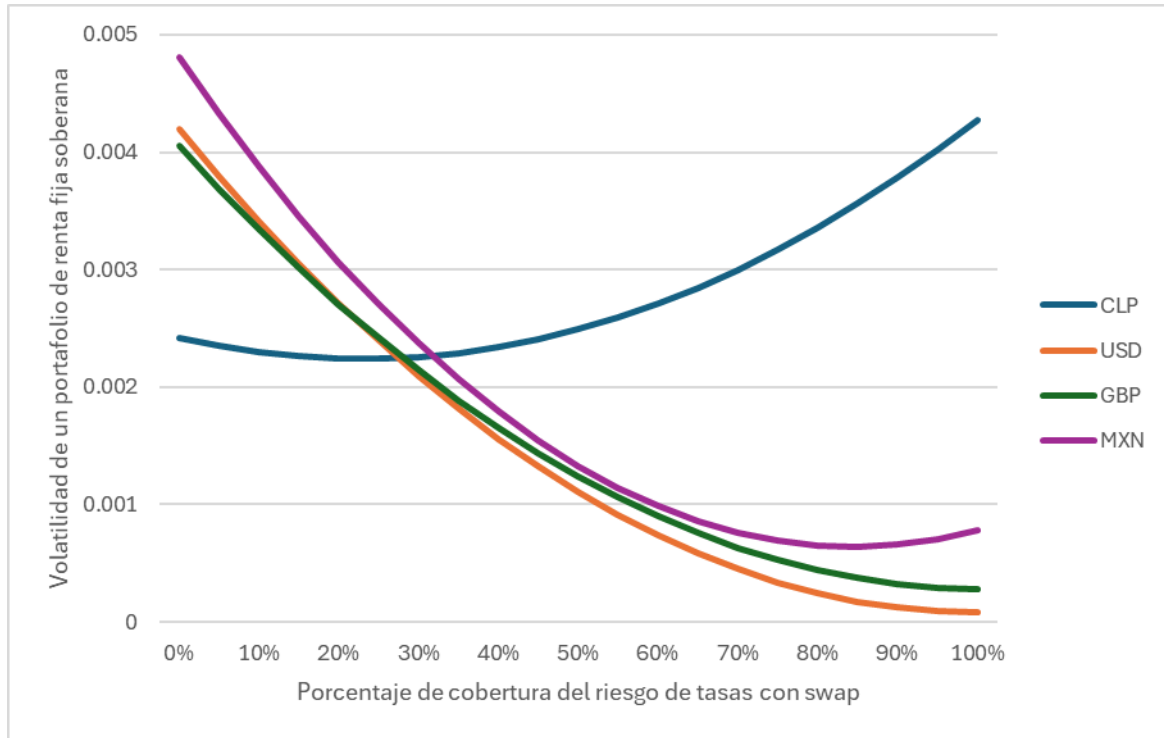
$$\begin{aligned} Var(R_{portafolio}) &= Var(D_b(-\Delta y_b + h \Delta y_s)) \\ &= D_b^2 (Var(\Delta y_b) + h^2 Var(\Delta y_s) - 2h Cov(\Delta y_b, \Delta y_s)) \end{aligned}$$

Es decir, la varianza del portafolio depende de forma significativa del grado de cobertura de riesgo, así como de la varianza tanto de la tasa swap como de la tasa del bono. Para estimar las magnitudes asociadas, se calcula la varianza de un portafolio sintético construido con una posición larga en bonos soberanos y un porcentaje de cobertura de 0 a 100% de dicha posición en el mercado swap de tasas. Para cada uno de los cuatro mercados se calcula la varianza efectiva observada en frecuencia diaria del retorno de este portafolio, y se grafica su relación con el grado de cobertura h . Siguiendo la expresión anterior, sólo se considera el componente vinculado a las ganancias de capital. Se aprecia en la Figura 5, que, a mayor cobertura, menor volatilidad, en GBP, USD y MXN. Asimismo, las magnitudes absolutas son muy similares en estas tres monedas. Para el caso del CLP, sin embargo, no hay un efecto aparente. Más bien la volatilidad del portafolio es prácticamente insensible al grado de cobertura, o incluso creciente.²⁰

La expresión asociada a la varianza del retorno puede dar algunas luces respecto de las fuentes de esta divergencia. Como se puede apreciar en la expresión referida, es la covarianza entre los cambios en tasas el que juega un rol clave en permitir que, a mayor grado de cobertura, la varianza del retorno esperado disminuya. La intuición es evidente: mientras más cercano sea el comovimiento entre las variaciones diarias de la tasa del bono y de la swap asociada con la cobertura, más efectiva será esta última en reducir la varianza del portafolio.

²⁰ Para el caso de Chile se utiliza la medida de swap spread presentada como línea continua en la Figura 4 pues es la que presenta la menor cantidad de observaciones faltantes. Los resultados no cambian mayormente con la utilización de las otras dos medidas alternativas

Figura 5 – Volatilidad de un portafolio simulado con distintos grados de cobertura



Fuente: Elaboración propia.

En la Tabla 5 se presenta la varianza del cambio de la tasa del bono, de la tasa swap, y la covarianza entre ambas, para el período 2023 a 2025. Lo más destacable de las comparaciones es la muy reducida covarianza entre los cambios en la tasa del bono y de la tasa swap para el caso de Chile. Mientras que, con la libra esterlina, el dólar y el peso mexicano, dicha covarianza es del orden de magnitud de las varianzas respectivas, en el caso del peso chileno es entre un tercio y un cuarto. En otras palabras, estos resultados sugieren que, en el caso chileno, no se cumple el supuesto de que el mercado de renta fija y el mercado swap son lo suficientemente líquidos para que se cumpla $E[\Delta y_b] = E[\Delta y_s]$. Por lo tanto, el mercado swap no opera como mecanismo de cobertura de riesgo en el mercado de renta fija, o el mercado de renta fija es incapaz de dejarse cubrir. En otras palabras, el riesgo de *swap basis* en el mercado chileno es significativo.

Tabla 5: Varianzas y covarianzas de tasa de bonos y swap

Varianzas y covarianzas de tasa de bonos y swap				
	GBP	USD	MXN	CLP
$Var(\Delta y_b)$	0.405	0.419	0.481	0.242
$Var(\Delta y_s)$	0.370	0.405	0.598	0.342
$Cov(\Delta y_b, \Delta y_s)$	0.374	0.412	0.471	0.078

De forma de explorar con mayor detalle este fenómeno, evaluamos empíricamente la relación entre los cambios en tasas de bonos y de swap en cada uno de los cuatro casos, de manera de evaluar la evidencia que es consistente con la observación que el mercado de bonos en CLP sigue al mercado de swaps y no viceversa. Para ello estimamos un modelo de vector autorregresivo VAR para cada jurisdicción, individualmente, en el período mencionado, y se estiman funciones de impulso respuesta.

$$\Delta y_{bt} = \phi_{11}\Delta y_{bt-1} + \phi_{12}\Delta y_{st-1} + \varepsilon_{bt}, \quad (1)$$

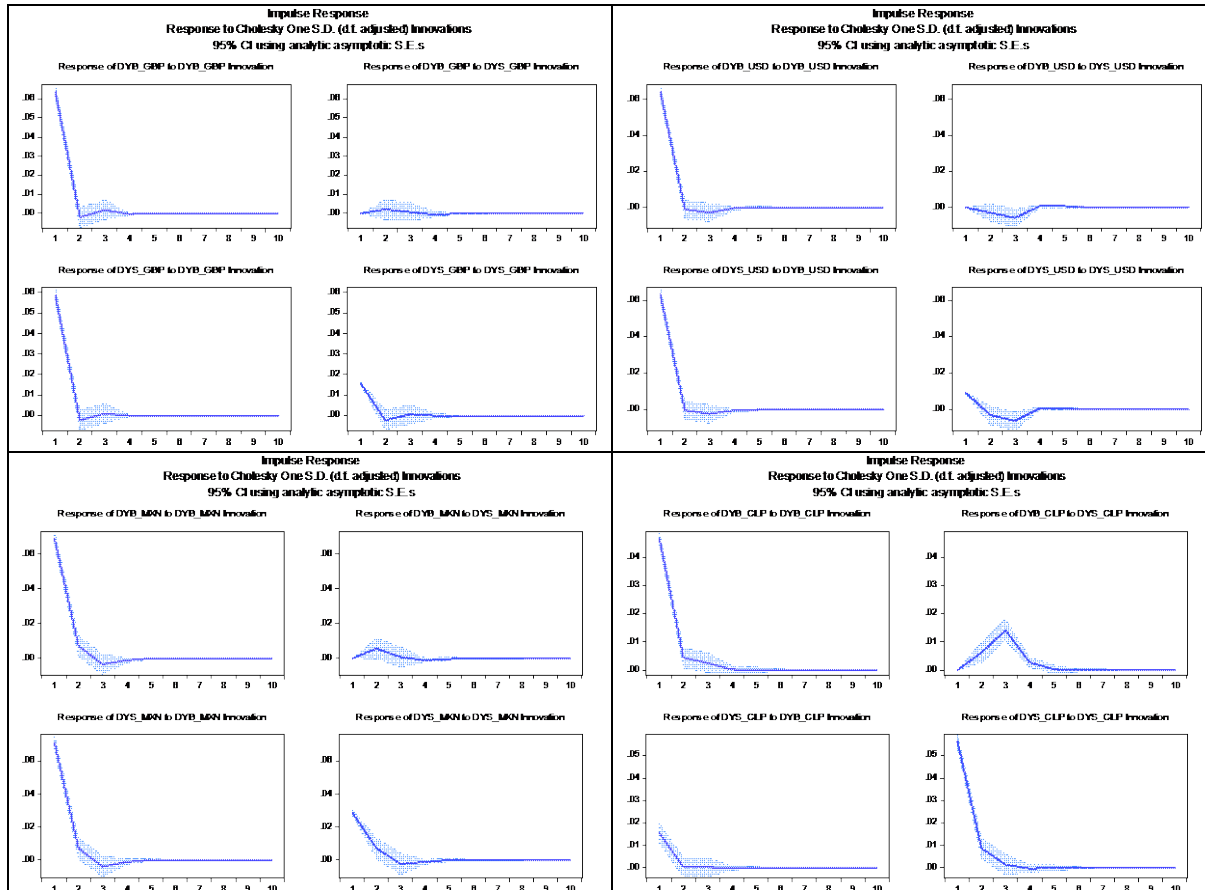
$$\Delta y_{st} = \phi_{21}\Delta y_{bt-1} + \phi_{22}\Delta y_{st-1} + \varepsilon_{st} \quad (2)$$

Este ejercicio es relevante puesto que la covarianza entre dos variables en un VAR abarca no solo la correlación estática en el mismo periodo, sino toda una estructura de correlaciones dinámicas en distintos desfases. Esta estructura entonces provee indicios de cómo un cambio en una variable se asocia con cambios posteriores en la otra. Para entender la direccionalidad temporal de estas relaciones (quién afecta a quién, y en qué horizonte temporal), es necesario complementar el análisis de covarianza con las funciones de impulso-respuesta.

En la Figura 6 se presenta el conjunto de los impulsos respuesta para los cuatro mercados. En cada panel, los gráficos superiores muestran el impulso-respuesta de cambios de tasas de bonos (ecuación 1) y los de abajo muestra el impulso-respuesta sobre cambios de tasas swap (ecuación 2). En los dos paneles superiores se encuentra la libra esterlina y el dólar de EE.UU. Ambos conjuntos de impulso respuesta muestran un patrón muy similar. Las innovaciones en el mercado de bonos repercuten de forma instantánea en el mercado swap, pero las innovaciones del mercado swap no retroalimentan el mercado de bonos, y son de magnitud pequeña. Esto sugiere que es en el mercado de renta fija donde se produce el grueso de la acción de precios, y el mercado de swap acompaña esos desarrollos. El panel de la izquierda inferior presenta el caso mexicano. Este comparte algunas características anteriores, y aunque el mercado de swap tiene dinámicas propias son de magnitud pequeña y no inciden en el mercado de bonos.

El panel inferior de la derecha, en tanto, muestra el caso de Chile que presenta algunas diferencias notables. En primer lugar, aunque los movimientos en el mercado de bonos se reflejan de forma contemporánea en el mercado swap, la magnitud es pequeña, del orden de un tercio versus los otros tres mercados. En segundo lugar, el mercado de tasas swap tiene “vida propia”, en el sentido que experimenta innovaciones de magnitud relevante independientemente de lo que ocurra en el mercado de bonos. Y, en tercer lugar, las dinámicas en el mercado swap inciden con un rezago de algunos días en el mercado de renta fija en Chile.

Figura 6 – Impulsos respuesta de innovaciones en tasas de bonos y derivados



Nota: CLP, MXN, GBP, USD representan instrumentos en pesos chilenos, pesos mexicanos, libra esterlina y dólar de EE.UU. La variable DYB corresponde al cambio diario en la tasa a 10 años del bono soberano, y la variable DYS al cambio diario en la tasa del contrato swap, para cada moneda.

Fuente: Elaboración propia.

Este conjunto de evidencias es sugerente en varias dimensiones respecto al funcionamiento e interacción entre el mercado de renta fija y el de tasas swap en Chile, en comparación con otros mercados donde existe liquidez y uso profuso de REPOs. La primera es que cambios teóricos en el nivel de cobertura en el mercado swap no permiten reducir la varianza de un portafolio de bonos soberanos en pesos chilenos, lo cual es un desincentivo a la participación en el mercado de renta fija. Por otro lado, la correlación entre las tasas de los bonos soberanos y las tasas swap es notoriamente más baja en Chile que en otras economías de referencia que cuentan con mercados líquidos de renta fija y de REPOs. Finalmente, la dinámica a través del tiempo del mercado de bonos y de swap no parece conversar, puesto que, a diferencia de los casos inglés, mexicano y de EE. UU., donde los movimientos de tasas soberanas tienden a repercutir en el mercado swap—probablemente por los cambios en las demandas por cobertura de riesgo de tasas que gatillan las noticias—en el caso de Chile ambos mercados aparecen notoriamente desconectados.

Evidencia comparada de iliquidez en los mercados de renta fija de Chile

En Beauregard et al. (2024) y Ceballos et al. (2025) se destaca que en México y Chile hay un problema común: la escasa liquidez de los bonos gubernamentales indexados a la inflación (títulos cuyos pagos se ajustan por la inflación, como los Udibonos en México o los bonos en UF en Chile). Sin embargo, la evidencia sugiere que la situación de iliquidez es más severa en Chile que en México. Esto es interesante pues acompaña al argumento presentado en la sección anterior, donde se evidencia que el mercado mexicano tiene un comportamiento más similar al de países con mercados REPO profundos y líquidos.

Los autores encuentran que los bonos en UF de Chile enfrentan fricciones importantes de liquidez. Esto significa que no se transan con facilidad en el mercado secundario, sino que suelen quedar “encajonados” en las carteras de ciertos inversionistas de largo plazo, principalmente los fondos de pensiones chilenos. De hecho, cerca del 70% del total de bonos indexados (conocidos como BTU) está en manos de inversionistas “*buy-and-hold*” domésticos (que compran para mantener hasta el vencimiento), lo cual concentra el mercado y limita el flujo de transacciones. A la vez, el tamaño del mercado es pequeño en relación al PIB, con pocos bonos circulando libremente. Esta combinación – alta concentración de tenedores y escala reducida – resulta ser determinante: las estimaciones muestran que cuanto mayor es la participación de fondos de pensiones en este mercado, mayor es la prima de liquidez exigida (es decir, los inversionistas demandan un rendimiento extra por la dificultad de vender el bono). Por el contrario, un mercado más grande y profundo tiende a reducir esa prima. En resumen, la falta de liquidez de los bonos indexados chilenos es un problema estructural que eleva sus rendimientos más allá de lo que reflejarían los factores fundamentales, indicando la presencia de un sobre costo por iliquidez que también afectan al mercado primario y, por ende, el costo de financiamiento del fisco.

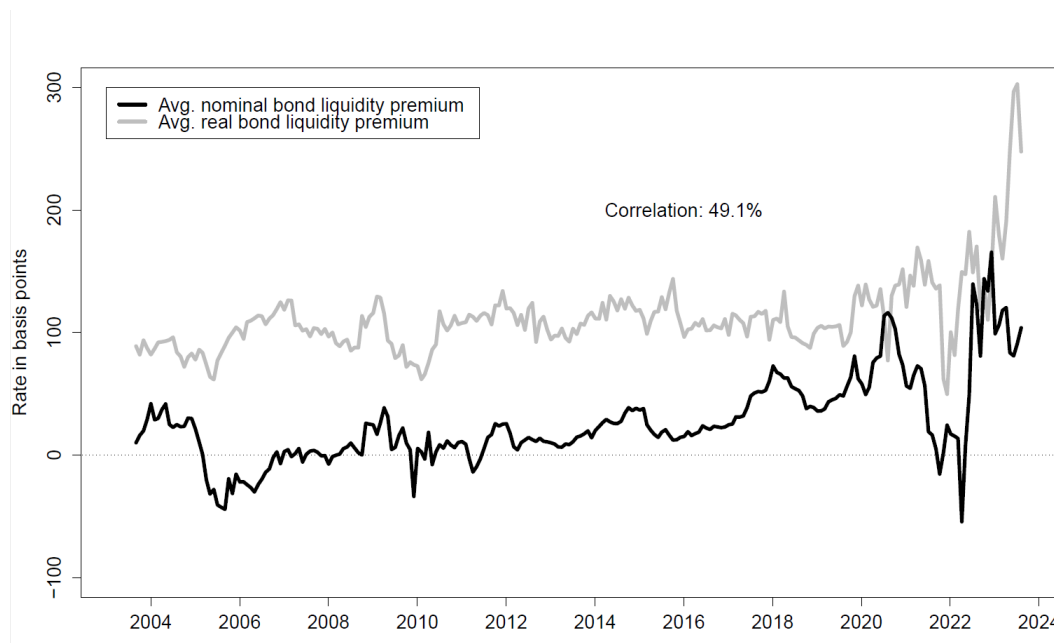
Debido a esta pobre liquidez, las tasas de interés reales en el mercado de renta fija fijan soberana observadas en Chile (es decir, los rendimientos de los bonos soberanos en UF) incluyen una prima de liquidez sustancial y variable en el tiempo. Los autores cuantifican que, en promedio, la prima por liquidez en los bonos soberanos indexados chilenos fue de alrededor de 1,12 puntos porcentuales entre 2003 y 2023, llegando a episodios de hasta 3 puntos porcentuales en momentos de tensión (por ejemplo, a mediados de 2023). Este componente representa una fracción notable del rendimiento real total y distorsiona las lecturas sobre la tasa subyacente “limpia”. En efecto, la tasa de interés real de equilibrio que considera las condiciones macro y micro de largo plazo del mercado financiero debiera internalizar las condiciones estructurales del mercado financiero (fricciones, regulaciones, u otras). Los episodios de tensión que aumentan la prima de liquidez por sobre la prima por liquidez “estructural” y, por tanto, aumentan la tasa de interés real pero no debiesen cambiar la tasa de interés real de equilibrio prevaleciente en ausencia de tensiones financieras.

La Figura 7 presenta las primas por liquidez en bonos en pesos y en UF para el caso de Chile, provisto por Jens Christensen contenidas en Ceballos et al. (2025).²¹ Es interesante notar que los

²¹ Agradecemos a Jens Christensen por proporcionar los gráficos de premio por liquidez de bonos en UF.

bonos en pesos, donde se materializa una mayor participación de no residentes,²² la prima por liquidez es menor que en el caso de los bonos en UF. Además, históricamente la madurez promedio ponderada de los bonos en pesos tiende a ser más corta que la de bonos en UF, lo cual implica que el riesgo de liquidez de bonos en pesos, y por ende su premio por liquidez, sea menor.²³

Figura 7 – Primas por liquidez en bonos soberanos nominales e indexados en Chile



Fuente: Información provista por Jens Christensen, sobre la base de la aplicación del modelo presentado en Beauregard et al. (2021). Ver nota en Figura 8.

El caso de México ofrece un paralelo interesante en materia de liquidez. Al igual que en Chile, en México existen primas de liquidez considerables tanto en los bonos nominales del gobierno como en los bonos indexados a la inflación. No obstante, la magnitud de estas primas difiere: en el periodo analizado (aprox. 2009–2019), la prima de liquidez implícita en los Udibonos mexicanos promedió cerca de 0,47 puntos porcentuales, mientras que en los bonos nominales fue menor (~0,19 puntos porcentuales). Esto indica que, si bien el mercado mexicano de deuda indexada no es completamente líquido, su descuento por iliquidez es aproximadamente la mitad del observado en Chile (donde promedió ~1,12 puntos en 2003–2023). La diferencia se atribuye en parte al mayor desarrollo y diversificación del mercado mexicano – por ejemplo, los bonos gubernamentales de México cuentan con significativa participación de inversionistas extranjeros y *market makers*, lo

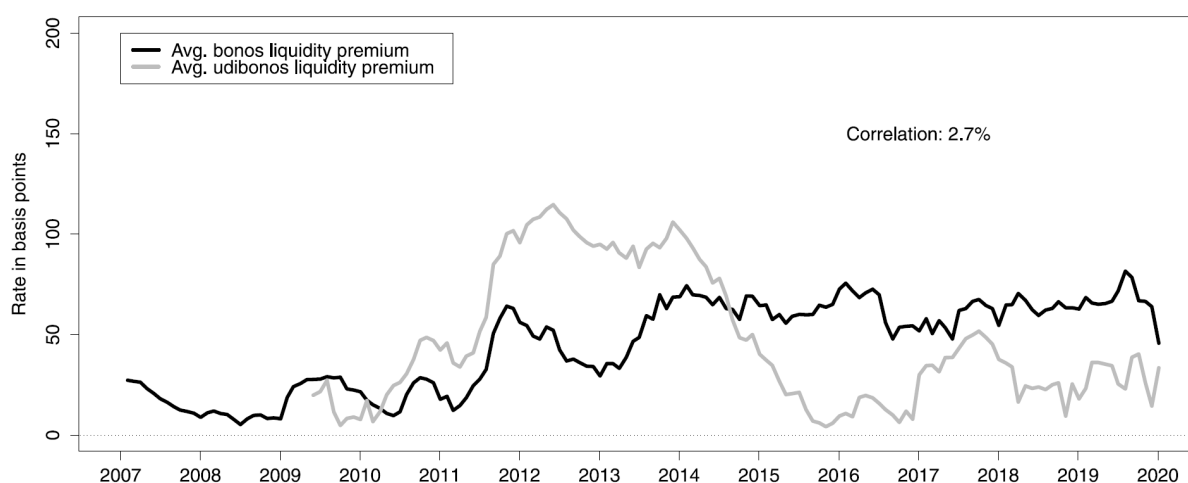
²² Agradecemos a un árbitro anónimo por indicar que este fenómeno se puede deber a varios factores. Un inversionista extranjero puede buscar exposición tanto a riesgo soberano como a inflación, y en los bonos en pesos ambos elementos se conjugan. Esto, sumado a elementos culturales (desconocimiento de la UF), genera un menor apetito en UF respecto a pesos.

²³ A la fecha de la realización de estimaciones contenidas en dicho estudio, la madurez media ponderada de bonos soberanos emitidos en UF y pesos eran aproximadamente 19 y 12 años, respectivamente. En la actualidad son menores.

que tiende a mejorar la liquidez, especialmente en el segmento nominal. Es destacable que, como documentemos en la sección IV, México tiene un mercado REPO profundo y líquido, con la participación diversa de inversionistas, lo cual apoya a los *market makers* participar de forma flexible en el mercado primario y proveer liquidez en el mercado secundario, teniendo un impacto importante el premio por liquidez de los bonos subyacentes.

El gráfico siguiente contiene la estimación de Beauregard et al. (2021) respecto de las primas por liquidez en bonos nominales e indexados en México, confirmando lo anterior respecto a la comparación con el caso de Chile.

Figura 8 – Primas por liquidez en bonos soberanos nominales e indexados en México



Fuente: Beauregard et al. (2021). Se presenta la prima por liquidez estimada promedio para bonos en pesos y udibonos. La prima por liquidez se mide como el retorno diferencial entre el retorno estimado a su madurez de bonos individuales y el correspondiente retorno a madurez suponiendo ausencia de un factor de riesgo de liquidez. La estimación para bonos nominales es para el período de 31 de enero de 2007 al 30 de diciembre de 2019, mientras que para los udibonos es entre el 31 de mayo de 2009 al 30 de diciembre de 2019.

El alto nivel de premios por liquidez tiene importantes implicancias fiscales, pues aumenta el costo de financiamiento del gobierno en el mercado primario. En términos simples, debido a que los inversionistas tienen que ser compensados por la falta de liquidez en el mercado secundario, el gobierno chileno tiene que compensar a estos inversionistas cuando emiten. Una forma de aproximar estos costos es multiplicar el premio por liquidez estimado por la cantidad emitida en un año. Por ejemplo, desde el 2019 al 2020, la cantidad de deuda emitida en UF y en pesos fue aproximadamente 11.300 millones de dólares. Durante ese periodo las estimaciones de Ceballos et.al (2025) indican que el premio por liquidez fue entre 50 y 100 puntos base. Si asumimos un premio por liquidez promedio de 75 puntos base asociada a estas emisiones, el fisco chileno tuvo que pagar aproximadamente 85 millones de dólares—entre 3 y 4 puntos base del PIB Chileno del

2020—para cubrir el premio por liquidez de los inversionistas.²⁴ Este cálculo como ejemplo muestra el costo significativo que conlleva tener un mercado de bonos ilíquidos que afecta al gobierno chileno. Sin cambios a las condiciones de liquidez del mercado, estos costos se tienen que pagar a perpetuidad. Políticas enfocadas en reducir el premio por liquidez en este mercado—como la promoción de un mercado REPO que apoye el funcionamiento del mercado secundario—significaría un ahorro importante para todos los chilenos y chilenas.

A partir de estos hallazgos, los autores sugieren algunas medidas que podrían aliviar las fricciones de liquidez en los bonos indexados chilenos. Un resultado clave es que ampliar la profundidad del mercado. Un mercado más profundo y activo vía REPOs permitiría reducir el “descuento” que hoy piden los inversionistas por el riesgo de no poder vender fácilmente. Relacionado con lo anterior, también sería beneficioso diversificar la base de tenedores. Si nuevos participantes con estrategias más activas (por ejemplo, inversionistas extranjeros) ingresaran al mercado adquiriendo parte de las emisiones adicionales, se contrarrestaría la actual concentración en pocos actores pasivos. Los autores reconocen que esto supone un desafío, dado que, por la naturaleza de estos instrumentos, los inversionistas institucionales locales prefieren retenerlos hasta vencimiento. No obstante, enfatizan que políticas orientadas a expandir el mercado y fomentar un mercado secundario más dinámico (por ejemplo, facilitando la participación extranjera o la creación de *market makers*) podrían disminuir las primas de liquidez y hacer que las tasas reales reflejen mejor las condiciones subyacentes de la economía.²⁵ Esto no solo mejoraría la interpretación de la política monetaria, sino que beneficiaría la formación de precios más eficiente en el mercado de renta fija.

El Rol del Banco Central de Chile

En muchas jurisdicciones, el banco central es un actor relevante en el mercado de REPO.²⁶ En particular, si la economía del país enfrenta una situación de déficit de liquidez en el mercado monetario, el banco central debe prestar fondos, en términos netos, a los actores del sector financiero. Para resguardar su patrimonio este préstamo tiende a hacerse vía operaciones de REPO u otros contratos similares que utilizan bonos de gobierno como colateral (Rule, 2011). Las decisiones del plazo de financiamiento de los bancos centrales también impactan el mercado monetario. El primer efecto es de desarrollo y profundidad de los mercados de deuda y monetario, al estructurar las emisiones en *benchmarks* de tamaño adecuado para resguardar una liquidez mínima y la formación de precios (en coordinación con el Ministerio de Hacienda). El segundo efecto es en la transmisión de la política monetaria, emitiendo deuda en plazos y montos tales que sean coherentes con la orientación general y dirección deseada de la política monetaria.

En Chile, hasta hace dos décadas, el mercado monetario estuvo sistemáticamente en una posición de exceso de liquidez asociado a los vencimientos regulares de la deuda del BCCh (Dalton y Dziobek, 2005). En esta posición de exceso de liquidez, no existían motivos para que el Banco

²⁴ Un cálculo más preciso del costo al fisco sería multiplicar el premio por liquidez mensual en pesos y UF por la emisión mensual de Gobierno de Chile. Esta estimación del gasto por iliquidez del mercado depende del lapso de tiempo escogido para realizarlo.

²⁵ Van Kervel et al.(2025) muestran el efecto significativo en la liquidez bursátil de empresas chilenas que utilizan *market makers* designados.

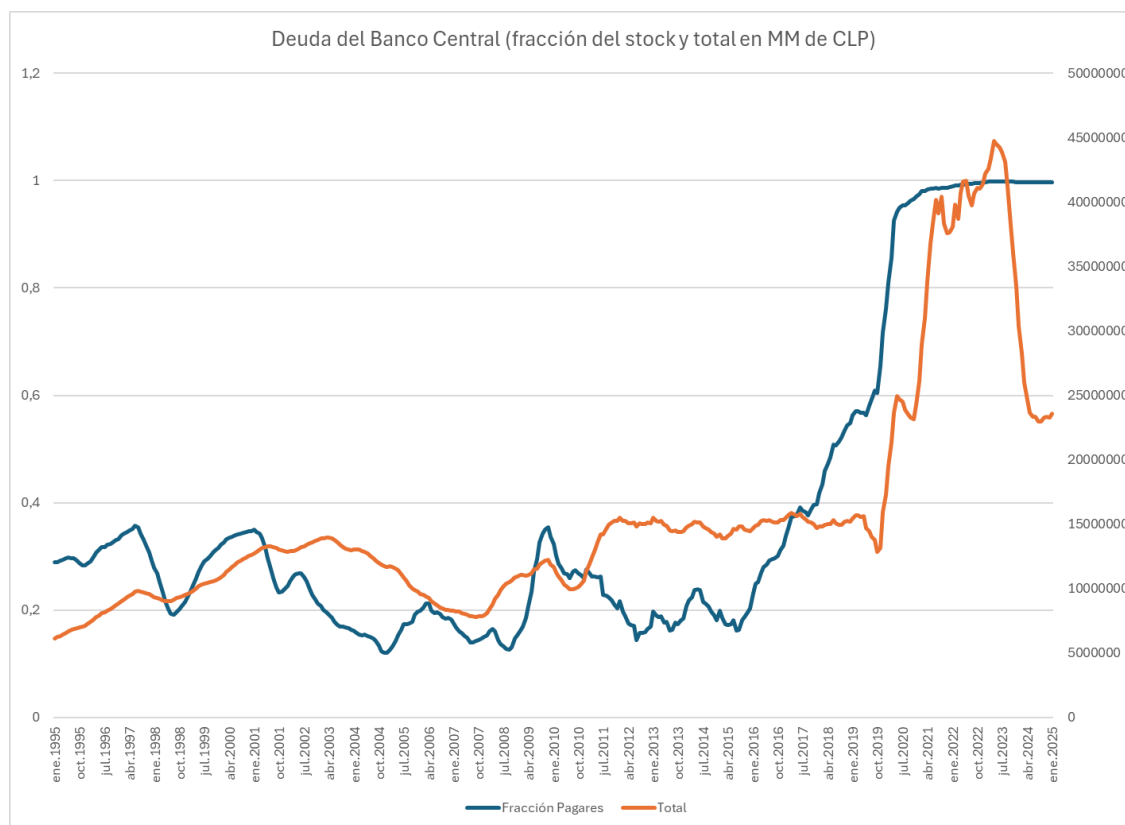
²⁶ Ver Sección IV.

Central proveyera liquidez mediante sus operaciones habituales vía REPOs de instrumentos distintos a sus propios bonos.

Esta posición de liquidez fue el resultado de la situación de financiamiento del balance del BCCh, el cual quedó determinado tanto por la intervención del sistema bancario en la década de los ochenta como la acumulación de reservas internacionales en los noventa. Montos mayores o menores de emisión de deuda de largo plazo del BCCh estaban, por tanto, determinados por la percepción de demanda por dinero de la economía.

Las medidas extraordinarias de inyección de liquidez durante la pandemia aumentaron el tamaño del balance y redujeron significativamente el stock de deuda de largo plazo del BCCh. Este ha concentrado sus operaciones en pagarés descontables (PDBC) (Figura 9). Al emitir regularmente PDBC de acuerdo a los vaivenes en la demanda por instrumentos de mayor o menor liquidez, el BCCh ha generado un activo de corto plazo libre de riesgo, que en la práctica está disponible para cualquier intermediario financiero. Al mismo tiempo, ello desincentiva una gestión más activa de liquidez y colaterales, reduciendo la demanda por mecanismos tipo REPO.

Figura 9 Deuda del Banco Central



Fuente: Cálculos propios en base a datos BCCh.

El Banco Central de Chile es menos activo en el mercado de REPO que otros bancos centrales por las restricciones legales que impone su Ley Orgánica. Dicha ley impide que el Banco adquiera

documentos emitidos por el Estado, organismos o empresas estatales, y que financie el gasto público en forma directa o indirecta. Dado lo anterior, en periodos donde el propio BCCh emitía deuda de largo plazo, era posible realizar operaciones con el mercado mediante REPO, tomando como colateral sus propios papeles u otros instrumentos del sector financiero cuando el Banco los consideró como colateral elegible.

Conforme se ha reducido el stock de papeles de deuda de largo plazo del BCCh, este ha implementado mecanismos alternativos para proveer liquidez, destacando la línea de crédito de liquidez en moneda nacional con garantía prendaria (LCGP)²⁷. De esta manera, en sus operaciones de inyección de liquidez – tanto en sus facilidades permanentes con la Facilidad de Liquidez Intradía como en operaciones de mercado abierto-- el Banco Central opera principalmente con préstamos con garantía constituida por deuda del fisco y otros instrumentos elegibles, y marginalmente con REPOs de sus propios papeles. Esto contrasta con otros bancos centrales donde domina el mecanismo de REPO y donde el activo utilizado es predominantemente títulos de tesorería.

Estas características históricas y legales del funcionamiento del BCCh contribuye a que el mercado chileno carezca de un segmento de REPOs desarrollado. No obstante, con el nuevo marco legal y las presiones por mejorar la liquidez sistémica, hay una oportunidad para que los REPOs comiencen a ocupar un rol más relevante en Chile.

IV. Comparaciones Internacionales

Para comprender posibles diseños para el desarrollo de un mercado REPO profundo en Chile, es útil entender el funcionamiento de estos mercados en otras jurisdicciones.

Un primer elemento común en todas las jurisdicciones es la existencia de un marco legal robusto que otorga certeza a las operaciones de REPO, asegurando una ejecución eficaz de los derechos sobre las garantías, y posibilitando opciones de gestión de riesgo como llamados de márgenes. De esta manera, debe existir claridad sobre la ejecución de los colaterales; dicha ejecución debiese ser expedita, y debe existir un mecanismo robusto y consensuado para valorizar el colateral subyacente y determinar los pagos necesarios ante un evento de insolvencia.²⁸ Como segundo elemento común, se constata que existen mecanismos para promover estándares básicos entre participantes, destacando el uso de un contrato marco único para documentar REPOs. Un tercer factor común son reglas contables y tributarias claras que no obstaculicen el desarrollo de este mercado. Como se discute en la siguiente sección, en este ámbito es de particular importancia no gravar ganancias de capital en los traspasos transitorios, gravar las tasas de interés implícita en los precios de compra y venta ya sea como ingreso o gasto tributario, y reconocer los derechos sobre los pagos y control que retienen el vendedor spot de los instrumentos. Esta claridad y congruencia entre actores dentro cada jurisdicción aumenta la participación, liquidez, y profundidad de estos mercados.

²⁷ Ver Banco Central de Chile 2020.

²⁸ En EE.UU., los contratos repo están gobernados por el [*Master Repurchase Agreement \(MRA\)*](#) y en otras jurisdicciones están gobernados por [*Global Master Repurchase Agreement \(GMRS\)*](#). Para ver un recuento de cómo ha evolucionado los marcos legales en EE.UU. y como han fomentado el desarrollo del mercado, ver Garbade (2006).

En todas las jurisdicciones revisadas los mercados REPO con colaterales de deuda soberana son claves para la estabilidad, liquidez, y funcionamiento del mercado de los bonos subyacentes. Los mercados REPO permite que participantes en el mercado primario de bonos soberanos puedan financiar de forma flexible y eficiente sus adquisiciones. También juegan un rol importante en los mercados secundarios, facilitando la circulación de los colaterales, la intermediación de fondos, y apoyando a inversionistas que quieren tomar posiciones apalancadas (largo y corto).²⁹ Estas actividades aumentan la liquidez y estabilidad del mercado de bonos soberanos, reduciendo el premio por liquidez, y por consecuencia, el costo de financiamiento de los emisores soberanos.

Más allá de las coincidencias, también hay diferencias entre los mercados analizados. Estas responden a las necesidades particulares de los mercados, sus historias institucionales, y el rol de sector público.³⁰ Estos ejemplos dan lecciones a la hora de considerar los diseños y arreglos institucionales que podrían ser los más apropiados para el desarrollo de un mercado profundo y robusto en Chile. Algunas de las dimensiones relevantes son:

- **Participantes:** En todas las jurisdicciones, los bancos y *market makers* juegan un rol importante en el funcionamiento del mercado de REPO—ya sea directamente o a través de subsidiarias de sus holdings bancarios (BHC por sus siglas en inglés). Sin embargo, entre países hay una significativa heterogeneidad en la participación de instituciones financieras no bancarias (IFNB) para proveer y utilizar repo, con efectos relevantes en el tamaño, profundidad, y estabilidad de estos mercados.
- **Infraestructura:** Los contratos de REPO se negocian en forma bilateral, ya sea directamente o a través de plataformas electrónicas (como BrokerTec en EE. UU.). A su vez, existe heterogeneidad en la relevancia y uso de distintas estructuras de mercado para gestionar las garantías, compensar y liquidar los REPOs en caso de insolvencia. Las tres estructuras típicas son: los mercados bilaterales—donde no hay compensación multilateral, y la liquidación se hace bilateralmente—; mercados con entidad de contraparte central (ECC)—donde una cámara nova los contratos entre contrapartes tomando ella ambos lados de la transacción, determina términos de contrato sobre las transacciones (p.ej., la sobrecolateralización del contrato repo), y gatilla la liquidación de los contratos; y mercados tri-partitos—donde un agente tercero (normalmente un banco custodio) gestiona los aspectos operacionales, de colateral y de liquidación de una transacción entre dos partes de un contrato REPO (p.ej. valorizando el colateral subyacente).
- **Rol de los bancos centrales:** los bancos centrales juegan roles diferenciados dependiendo de la forma en que implementan la política monetaria, las contrapartes en sus operaciones, y la relevancia de los mercados REPO para los mercados de renta fija de corto plazo en general.

A continuación, se analizan los mercados REPO en distintas jurisdicciones, recalcando las diferencias en las dimensiones recién citadas. Específicamente, se analiza el mercado de los EE.UU., el mercado REPO más profundo y con diversidad de participantes; la Eurozona, un mercado REPO que involucra participantes en distintas jurisdicciones nacionales y con una fuerte

²⁹ Ver Huh y Infante (2021) para un modelo estilizado de como el REPO facilita la intermediación de bonos en el mercado secundario.

³⁰ Para ver un recuento de cómo ha evolucionado los marcos legales en EE.UU. y como han fomentado el desarrollo del mercado, ver Garbade (2006).

presencia de bancos tradicionales; y el de México, donde el banco central tiene limitaciones legales menos estrictas que el BCCh en el mercado de bonos soberanos. Finalmente, se recopila las lecciones más relevantes para el desarrollo del mercado en Chile.

Estados Unidos

En Estados Unidos existen tres principales segmentos, los que reflejan los diversos motivos para participar en los mercados REPO³¹. Hay un primer mercado de REPO tri-partito, donde agentes cuyo objetivo es invertir en instrumentos de deuda de corto plazo colateralizados (p.ej. un *money market fund*) prestan a intermediarios financieros que necesitan liquidez mediante un repo. El objetivo económico de este mercado es prestar y pedir prestada caja. No hay interés en el colateral específico, tanto así que los prestadores están dispuestos a recibir sus colaterales de regreso dentro de una clase general de activos (*general collateral REPO*).³²

Hay un segundo mercado con una ECC, donde intermediarios sofisticados (p. ej. dealers, bancos custodios, y agentes que buscan hacer prestamos de valores) operan de forma anónima con el objetivo de recibir y colocar caja, o intermediar colaterales específicos.³³ Un ejemplo de estas transacciones con colaterales específicos son los bonos del Tesoro recién emitidos, i.e., los *on-the-run Treasury securities*. Los objetivos económicos principales de este mercado son la intermediación de caja y de colaterales de forma segura.

Finalmente, hay un mercado bilateral no centralizado en donde los intermediarios facilitan la actividad de otras IFNB (p.ej. *hedge funds*) que quieran tomar posiciones apalancadas largas o cortas en los bonos subyacentes, o prestar sus colaterales para monetizarlos. El objetivo económico principal de este segmento es apoyar la especulación financiera y facilitar el arbitraje entre distintos mercados que deberían transar a precios similares. Un ejemplo relevante son las operaciones de arbitraje para lograr la convergencia entre el mercado de bonos subyacentes y sus futuros, i.e., *cash-futures basis*). Facilitar el arbitraje entre mercados aumenta la liquidez y resiliencia de los mercados subyacentes.^{34,35}

Los distintos segmentos del mercado REPO son intermediados principalmente por un grupo de filiales de bancos (BHC) y de *broker dealers* independientes (corredores de valores

³¹ También existe un segmento tri-partito centralizado (*GCF repo market*), pero es pequeño en términos relativos y tiene menos relevancia.

³² En los mercados de REPOs, una distinción clave es entre las operaciones con colateral general (General Collateral) y aquellas con colateral específico (*Specific Collateral*, SC). Esta diferencia se basa en el tipo de activo que se entrega como garantía en la operación y el propósito que persiguen las partes involucradas. Un GC repo tiene como objetivo principal obtener liquidez de corto plazo, y el prestatario entrega como garantía cualquier título dentro de una categoría predefinida, como Bonos del Tesoro. Por otro lado, un SC repo se estructura cuando una de las partes necesita obtener un instrumento financiero específico como colateral. Este tipo de operación se utiliza, por ejemplo, para cubrir una posición corta o para cumplir con obligaciones de entrega de un bono concreto.

³³ Fixed Income Clearing Corporation (FICC) es el CCP de repo para bonos del Tesoro de EE.UU. La lista de los participantes de este CCP se puede ver en <https://www.dtcc.com/client-center/dtc-directories>. Ver Ingber (2017) para ver un requinto de cómo se desarrolló el mercado CCP de repo en EE.UU.

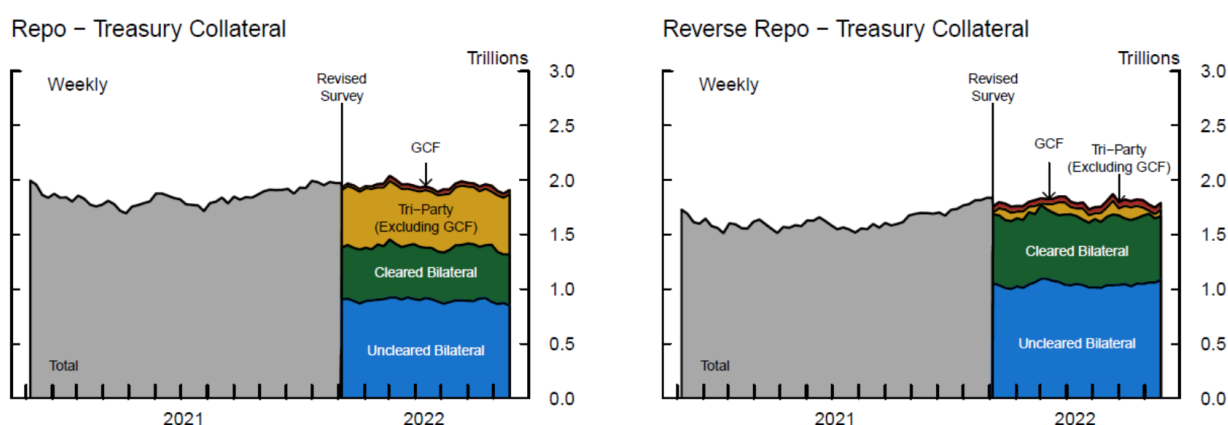
³⁴ Ver Adrian et al. (2013) para una caracterización más detallada de los distintos segmentos de los mercados repo en EE.UU.

³⁵ Las operaciones REPO son necesarias para permitir que intermediarios puedan arbitrar entre el mercado del bono subyacente y derivados. Ver Barth y Kahn (2020) que detalla la transacción de *cash-futures basis*.

independientes) autorizados a transar directamente con la Reserva Federal de Nueva York -- llamados *primary dealers*.³⁶ Estos intermediarios son las contrapartes de las operaciones de REPO que realiza la Reserva Federal para la implementación de la política monetaria, y asumen el compromiso de participar en todas las subastas de bonos del Tesoro de EE.UU. con precios competitivos y a apoyar el mercado secundarios de estos mismos.³⁷ Los *primary dealers* dependen del mercado REPO para financiar sus posiciones en el mercado primario, intermediar caja y colaterales entre contrapartes, y financiar sus propios inventarios de bonos.

La Figura 10 muestra la participación de los *primary dealers* en el mercado de REPOs con bonos del Tesoro de EE.UU., distinguiendo por distintos segmentos del mercado.

Figura 10: Volúmenes de REPO y reverse REPO de *primary dealers* por segmentos de mercado



Fuente: Infante et al. 2020.

En la figura se puede apreciar que, a fines de 2022, el volumen de operaciones REPOs contratadas por los *primary dealers* usando como colateral bonos del Tesoro era de aproximadamente \$2 billones (en nomenclatura internacional) de USD. La figura separa entre volúmenes en donde piden prestado (REPO, panel de la izquierda) y volúmenes en donde prestan (anti REPO, panel derecho). En el panel de la izquierda, se ve que un volumen importante de esta actividad era pedir prestado en el mercado tripartito (área amarilla); mientras que el panel de la derecha muestra que los *primary dealers* casi no prestan fondos en este segmento. Esta observación es consistente con la idea de que el rol de los *primary dealers* en este segmento es levantar fondos de inversionistas de corto plazo para intermediarlos en otros segmentos del mercado. El volumen de participación en REPO y anti REPO (*reverse REPO*) en el mercado ECC (*cleared bilateral*—área verde) y bilateral no centralizado (*uncleared bilateral*—área azul) es de similar magnitud, lo cual es consistente con el uso de estos mercados para intermediar fondos, y recibir y colocar colaterales

³⁶ Un *primary dealer* debe ser un corredor de valores registrada y supervisada por la SEC, o un banco o asociación de ahorro constituido bajo estatuto estatal o federal (o una sucursal o agencia, con licencia estatal o federal, de un banco extranjero) que esté sujeto a supervisión por parte de los supervisores bancarios americanos. En este segundo caso, las actividades de *primary dealer* ocurren en la corredora filial del banco.

³⁷ Ver <https://www.newyorkfed.org/markets/primarydealers>

específicos. Es decir, estos segmentos sirven para circular o reusar colaterales para su uso óptimo.³⁸ Además, el segmento bilateral no centralizado facilita el financiamiento de posiciones apalancadas para inversionistas que no pueden (o no quieren)—posiblemente por los altos costos asociados de ser contraparte de la ECC—participar en el mercado centralizado.

Aunque la perspectiva de los mercados REPO desde el punto de vista de los *primary dealers* es importante, es también incompleta pues no captura la participación de: 1) otras subsidiarias de bancos que son activas en el mercado REPO; y 2) otros IFNB que no son *primary dealers*.^{39,40} De todos modos, analizar el mercado REPO desde la perspectiva de los intermediarios más activos en distintos segmentos de mercado es indicativo a la relevancia de cada segmento y los incentivos económicos para su uso.

Cada segmento del mercado REPO contribuye a aumentar la liquidez del mercado de bonos subyacente, ya sea en la inyección de fondos para intermediar colaterales, la circulación de colaterales, o el apoyo de posiciones apalancadas. Sin embargo, episodios de iliquidez en el mercado de los bonos del Tesoro en los EE.UU. han motivado varios llamados a evaluar la posibilidad de centralizar las transacciones directas y transacciones REPO a una ECC.⁴¹ Los posibles beneficios para el mercado REPO incluyen tener una regla uniforme de sobrecolateralización, lo cual limitaría incentivos para ofrecer REPO a niveles de sobrecolateralización excesivamente riesgosas) o aumentar la habilidad de netear posiciones para reducir la carga regulatoria de intermediar REPO.⁴² Otros beneficios que se han planteado son una reducción de los errores de compensación y liquidación, reducción de la prociclicidad en los requerimientos de colateral y una mayor disponibilidad de información sobre el mercado global de los REPO (Yadav y Younger 2025). Cabe mencionar que en la actualidad menos de un 20% de las transacciones de papeles del tesoro y menos de un 30% de los REPO se compensan en forma centralizada.

Estos llamados motivaron a que en diciembre 2023 el *Securities and Exchange Commission* (SEC) adoptara una regla para expandir la obligación de liquidar las transacciones directas de bonos del Tesoro de EE.UU. y REPOs que usan ese colateral subyacente a través de una ECC. Específicamente, requiere que a partir de junio 2027 todas las transacciones REPO elegibles que involucren un miembro de una ECC deben operar a través de una ECC.

³⁸ Ver Infante et. al (2020) y Infante y Saravay (2025) para una discusión de la importancia de REPO para circular bonos del Tesoro de EE.UU. a través de los mercados repo.

³⁹ Por ejemplo, Bowman et. al (2024) muestran que los HB más grande de EE.UU. son (en neto) prestadores en el mercado REPO, a diferencia a sus subsidiarios *primary dealers* que (en neto) piden prestado del mercado REPO.

⁴⁰ En un estudio reciente, Hempel et. al (2025) estiman que el tamaño total del mercado repo en EE.UU., incluyendo todos los colaterales, es aproximadamente \$12 trillones. Desde el punto de los *primary dealers*, Infante et. al (2020) estima que el mercado repo a través de todos los colaterales es aproximadamente \$2.5 trillones.

⁴¹ Ver Duffie (2025), Liang and Parkinson (2020), o the Group of Thirty Working Group on Treasury Market Liquidity (2021).

⁴² Ver Hempel et al 2023 para evidencia de REPO con cero sobrecolateralización en el mercado bilateral no centralizado. Ver Bowman et. al 2024 para una evaluación sobre la reducción de carga regulatoria con mayor centralización).

Si bien esta iniciativa tiene el propósito de aumentar la liquidez y estabilidad del mercado REPO, viene con el desafío de dar acceso a contrapartes que no son miembros de las ECC. Actualmente, el modelo más utilizado para dar acceso es el REPO “patrocinado”, donde la contraparte que tiene acceso a la cámara facilita el acceso a la contraparte que no la tiene; sin embargo, los incentivos para la competencia en este modelo son limitados.⁴³ La ECC dominante en este mercado, FICC, está explorando otros modelos que pueden ser económicamente más atractivos para distintos tipos de intermediarios.⁴⁴

La participación de la Reserva Federal (FED), en los mercados REPO ha evolucionado a medida que la forma de implementar la política monetaria se ha ajustado al tamaño de su balance. Antes de la *Global Financial Crisis (GFC)*, la FED operaba con un balance relativamente pequeño. En este régimen, la cantidad de reservas bancarias mantenidas por el sistema eran escasas y la FED usaba el mercado REPO para afinar la cantidad de reservas en el sistema, inyectando y drenando reservas con operaciones de REPO con bonos del Tesoro de EE.UU.⁴⁵ Las operaciones de REPO permitían a la FED cambiar la cantidad de reservas en el sistema de forma flexible, asegurándose que la tasa de política monetaria estuviese en el nivel deseado, de manera de no alterar de forma indeseada los precios de los bonos subyacentes.

Debido al aumento su balance a consecuencia de la GFC, la FED comenzó a implementar su política monetaria en un sistema de reservas abundantes, es decir, de abundante liquidez. En este sistema, la política monetaria de la FED se establece fijando un rango para el *effective federal funds rate* (EFFR), que corresponde al promedio ponderado de las operaciones interbancarias overnight no colateralizadas. Para mantener el EFFR en este rango, la FED cuenta con tres herramientas. En primer lugar, la FED fija una tasa de interés sobre las reservas que los bancos mantienen en el banco central, la IORB (Interest Rate on Reserve Balances). Condiciones de no arbitraje entre distintos mercados de deuda de corto plazo hace que las tasas asociadas a esta deuda sean muy cercanas, independiente del tamaño de cada mercado. Para apoyar dichas condiciones de no arbitraje, la FED también tiene una segunda herramienta: la presencia directa en los mercados REPO, habiendo establecido el *overnight reverse REPO operations* (ON RRP)—en donde recibe fondos de contrapartes cualificadas una tasa de REPO por debajo IORB—y el *standing REPO operations* (SRF)—en donde distribuye fondos a contrapartes cualificadas a una tasa REPO por encima de IORB—creando un piso y techo para las tasas REPO colateralizados con bonos del Tesoro. La tercera herramienta es operaciones REPOs discrecionales para inyectar liquidez al mercado.⁴⁶

⁴³ Actualmente, el patrocinador es el intermediario que transa con el patrocinado, es decir, todas las transacciones son *done with*.

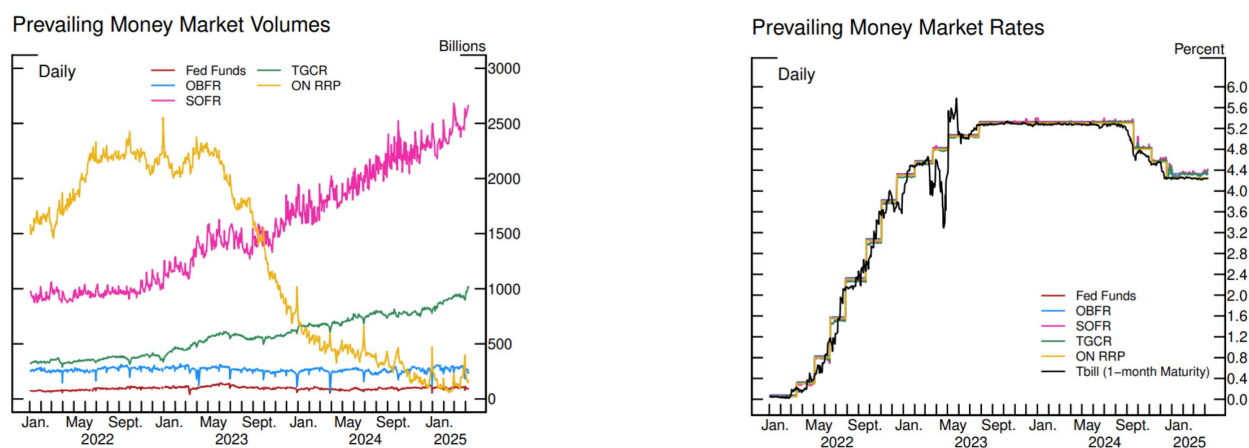
⁴⁴ La Fixed Income Clearing Corporation (FICC) es una filial de la Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). Tiene dos divisiones principales: i) el Government Securities Division (GSD) que opera como cámara de compensación para valores del Tesoro estadounidense, y entidad de contraparte central para dichos valores y el mercado de REPOs., ii) el Mortgage-Backed Securities Division (MBSB) que realizar las mismas funciones con títulos respaldados por hipotecas.

⁴⁵ Ver Garbade (2016) que recuenta de como en 1951 la FED comenzó a depender de operaciones repo para el manejo de reservas en el sistema bancario.

⁴⁶ Dos ejemplos recientes fueron la inyección de reservas durante [septiembre 2019](#) y al comienzo de la pandemia COVID-19 en [marzo 2020](#).

Este sistema de múltiples tasas de deuda de corto plazo, arbitradas por intermediarios en distintos mercados (con apoyo de la FED), ha llevado a reducir las diferencias entre las distintas tasas de deuda de corto plazo. La Figura 11 muestra que, independiente de las diferencias de volumen de distintas tasas de índices de referencia en mercados de renta fija de corto plazo (panel izquierdo)— i.e., *federal funds rate*, tasas de referencia de REPO (*Tri-Party General Collateral Rate*, *Secured Overnight Financing Rate*), tasas de referencia de corto plazo no securitizado (*overnight bank funding rate*), y uso de *ON RRP* — las tasas de estos instrumentos de deuda están muy cercanas la una a la otra; y que se mueven discretamente con cambios en la tasa de política monetaria (panel derecho).

Figura 11: Volumen y tasas de índices de referencia de deuda de corto plazo



Fuente: Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Board.

Eurozona

La Eurozona tiene múltiples mercados REPO, que cruzan varias jurisdicciones y forman una parte significativa de los mercados de deuda de corto plazo. Estos mercados REPO aceptan múltiples colaterales soberanos, y facilitan el flujo de fondos y colaterales a través de la Eurozona. En estos mercados, el distinto perfil de riesgo de los colaterales implica que no todos los REPOs en la Eurozona son iguales, resultando en tasas y niveles de sobrecolateralización que difieren dependiendo del emisor soberano.

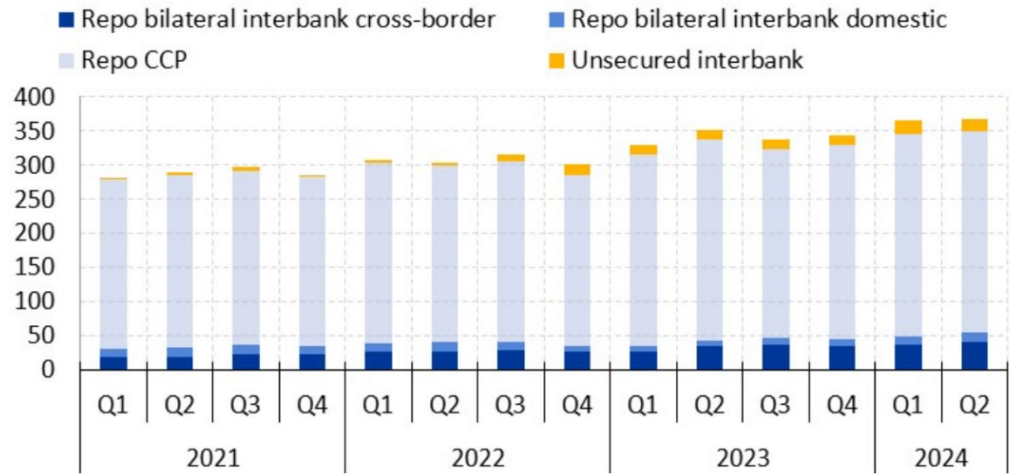
Estos mercados REPO son principalmente mercados interbancarios que operan a través de varias ECC con distintos niveles de especialización.⁴⁷ La Figura 12 muestra los volúmenes de bancos y ECC en mercados de renta fija de corto plazo, y da cuenta que la gran mayoría de las transacciones de estos participantes en REPO pasa por contrapartes centrales.⁴⁸ Uno de las ECC más importantes es Eurex Repo, que principalmente opera con *general collateral* REPOs en euros, tiene más de

⁴⁷ Ver Mancini et. al (2014) para ver una descripción detallada del mercado REPO interbancario.

⁴⁸ Estos datos son del *money market statistical reporting* (MMSR), del banco central europeo, que son utilizados para contruir el *euro short-term rate*, una tasa de referencia de transacciones overnight no colateralizado que incluye transacciones interbancarias y de otros IFNB que prestan fondos al por mayor. Esta tasa reemplazó el Euro Overnight Index Average (EONIA).

160 participantes internacionales en veinte países, y acepta múltiples canastas de colaterales.⁴⁹ Una mirada más amplia de los mercados indica que también hay participación de distintos IFNB. La Figura 13 muestra la participación de otros tipos de intermediarios financieros en segmentos que no son a través de ECC. En particular, la Figura 13 muestra el rol importante de aseguradoras y fondos de pensiones que utilizan el mercado REPO para prestar sus activos, formando una parte importante del mercado que *no* es vía ECC. Se estima que actualmente aproximadamente 40% del mercado REPO en euro es bilateral.⁵⁰

Figura 12: Volumen de transacciones de Renta Fija de corto plazo colateralizadas y no Colateralizadas de bancos y CCPs en la Eurozona en billones de Euros

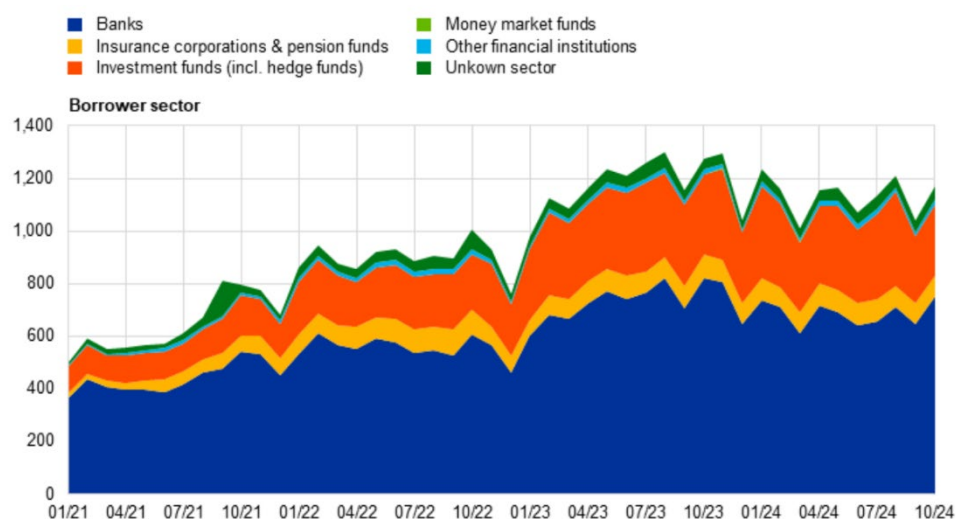


Fuente: Hudepohl et al. (2024).

⁴⁹ Eurex Repo es una plataforma electrónica de negociación y compensación de operaciones REPO en Europa. Forma parte del grupo Deutsche Börse. Eurex Repo GmbH proporciona un mercado electrónico para operaciones REPO y préstamos de valores, y está integrado con Eurex Clearing, que actúa como contraparte central (ECC). Es utilizado por bancos centrales, bancos comerciales, bancos de inversión, gestores de activos y otras entidades financieras. Eurex Repo ofrece diferentes segmentos de mercado: i) Euro Repo Market: permite realizar operaciones repo con valores denominados en euros, incluyendo deuda soberana y corporativa, ii) GC Pooling Market: se basa en REPOs con colateral agrupado (general collateral), donde las operaciones son anónimas y se realizan contra pools estandarizados de deuda soberana de alta calidad. Este mercado es altamente eficiente para la gestión de garantías y liquidez; ii) Swiss Franc Repo Market: permite operaciones en francos suizos, en cooperación con el Banco Nacional Suizo (SNB). Otras plataformas electrónicas son MTS Repo y BrokerTec, que están relacionadas con distintos CCPs.

⁵⁰ Ver Chart B de O'Donnell y Tamburrini (2025)

Figura 13: Volumen de transacción de REPO denominado en Euro que no es a través de CCPs en billones de Euros



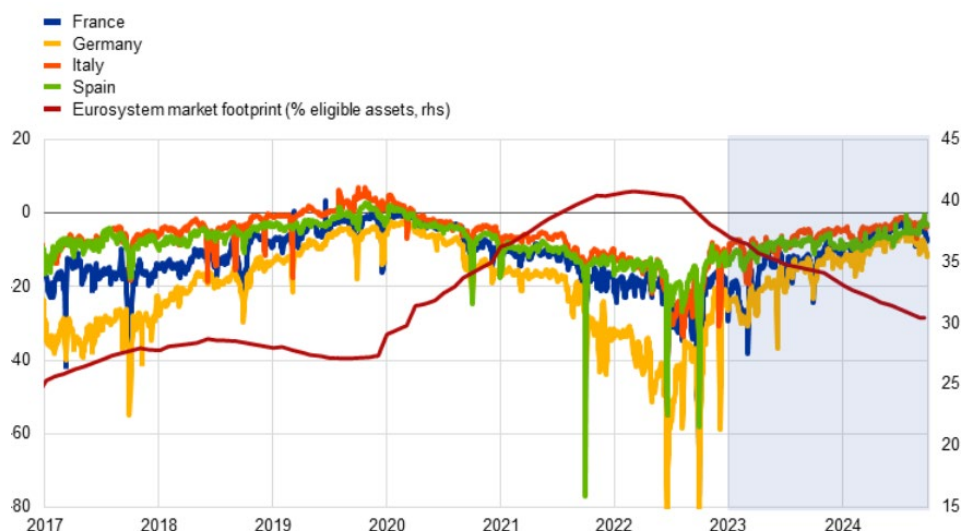
Fuente: O'Donnell y Tamburrini 2025.

El *Eurosystem*—el sistema de bancos centrales en la Eurozona que incluye el *European Central Bank (ECB)* y los bancos centrales nacionales—tienen una participación importante en los mercados de REPO. El ECB implementa su política monetaria a través de facilidades permanentes de depósito y liquidez *overnight*, y operaciones de mercado abierto. La principal herramienta de mercado abierto son los *Main Refinancing Operations (MROs)*. El MRO es una operación de préstamo a corto plazo (normalmente con vencimiento a una semana) económicamente similar a un REPO.

El ECB también tiene un programa de préstamo de colaterales vía REPO para aliviar la escasez de colaterales de alta calidad. Esta escasez ha ocurrido en el pasado como consecuencia de la compra de activos del ECB bajo sus operaciones de *quantitative easing (QE)*. Arrata et al (2020) documenta tasas REPO por debajo de la tasa de depósito del ECB—la tasa primaria de política monetaria—debido a la escasez de colaterales después del comienzo de QE y cómo programas diseñados para aliviar dicha escasez—los *Securities Lending Facilities*—hicieron que las tasas REPO se acercaran más a la tasa de depósito del ECB. Paralelamente, Ballensiefen (2021) documenta que los mercados de renta fija de corto plazo se fueron segmentando aún más como consecuencia de los programas de QE, aumentando la brecha entre el precio de colaterales de alta calidad y aquellos percibidos como potencialmente más riesgosos.⁵¹ Consistente con la idea de escasez de bonos de alta calidad, el aumento de colaterales en la eurozona que comenzó el 2023—debido en parte por la reducción del tamaño del balance del ECB—, significó que las diferencias entre las tasas de renta fija de corto plazo han disminuído (ver Figura 14).

⁵¹ Jank et. al (2024) muestra como la circulación de colateral vía contratos REPO aliviana los efectos de escasez de bonos.

Figura 14: *Spread* de Tasas REPO con distintos colaterales soberanos a la Tasa de Depósito del ECB, y la fracción de bonos soberanos en la cartera del ECB.



Fuente: ECB, Euro money market study 2024.

México

En México existe un mercado único de REPO que es completamente bilateral, es decir no existe ECC ni mercado tripartito, y es mayoritariamente *overnight*. Este mercado juega un rol importante en profundizar la liquidez del mercado de bonos del gobierno, dando a bancos y fondos de inversión una forma de flexible de financiar e intermediar los bonos subyacentes (ver Sección II para un análisis comparativo de la liquidez del mercado de bonos de gobierno en Chile y México). Esta profundidad ha sido un objetivo importante del gobierno federal, que desde los años 90 ha tomado una serie de iniciativas para aumentar la liquidez del mercado. Estas iniciativas han permitido al gobierno expandir la cantidad y tipo de bonos emitidos como, por ejemplo, bonos de más de 30 años de madurez y bonos indexados a inflación (denominados *unibonos*).⁵² Una de dichas iniciativas fue un cambio regulatorio en el 2000, cuyo objetivo fue adoptar las mejores prácticas internacionales para la ejecución de operaciones REPO.⁵³ Según IMF (2022), el mercado REPO mexicano tiene un volumen diario aproximado de \$2,400 billones en pesos mexicanos, donde dos tercios de las transacciones son colateralizados con bonos de gobierno.⁵⁴

Los principales participantes del mercado REPO son bancos comerciales, bancos de desarrollo, y fondos de inversión. Este mercado coexiste con un mercado interbancario de préstamos sin colateral, pero este último es aproximadamente 2-3 por ciento del tamaño del mercado REPO. La Figura 14 muestra una representación gráfica del volumen del mercado REPO por tipo de

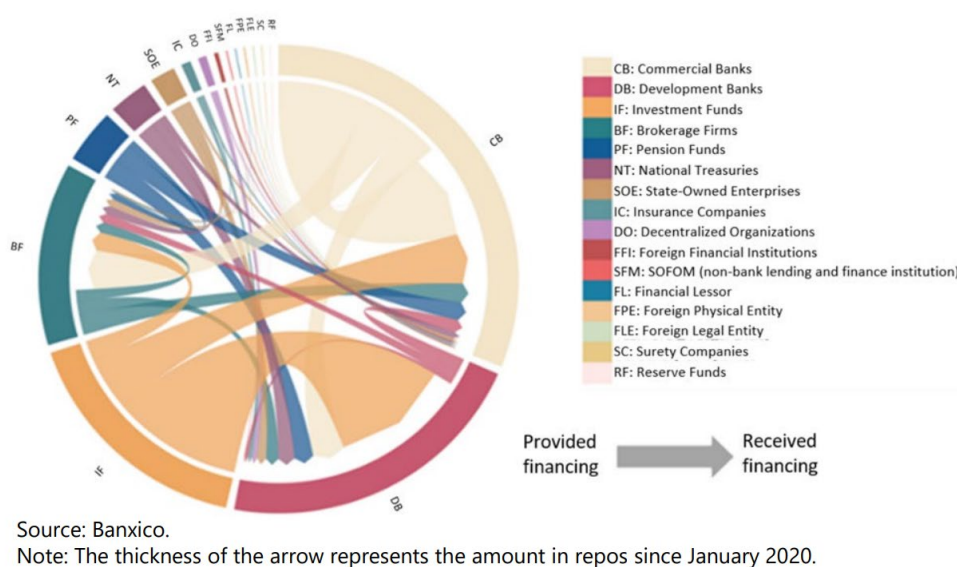
⁵² Ver sección 2.1 de Abreu et al. (2014) para un resumen de los tipos de instrumentos emitidos por el Gobierno Federal de México.

⁵³ Ver sección 4.4 de Abreu et al. (2014) para un resumen de cambios regulatorios que promovió el mercado REPO.

⁵⁴ Ver IMF 2022 para una caracterización detallada del mercado REPO en México.

participantes desde enero de 2020. Se aprecia que la gran mayoría de caja proviene de bancos comerciales y fondos de inversión, las cuales son prestadas a bancos comerciales y bancos de desarrollo. También hay una participación de otros IFNB, como fondos de pensiones y compañías de seguros, pero en general la participación de los IFNB en el mercado REPO mexicano es solo proveer caja, no colateral. Es decir, para estos IFNB, el mercado REPO es solo un mercado para manejar sus inversiones de corto plazo, pues el marco regulatorio no permite que estas firmas monetizen sus activos financieros a través de REPO.⁵⁵ Sin embargo, existe un mercado de *préstamo de valores* en México que permite a IFNBs de prestar sus colaterales a través de entidades privadas que proporcionan el servicio de préstamo de valores a bancos, casas de bolsa y, en general, al público inversionista.⁵⁶ Las contrapartes que más utilizan contratos de préstamo de valores son fondos de pensiones y compañías de seguros, pero el volumen de este segmento de mercado es pequeño.

Figura 15: Estructura del mercado REPO en México



Fuente: FMI (2022).

El banco central de México (Banxico) tiene múltiples formas de proveer liquidez al mercado de renta fija a través de bancos y corredoras. Una es la Facilidad Ordinaria Adicional de Liquidez (FLAO), que provee liquidez *overnight* para acomodar necesidades en el corto plazo al sector bancario y es una de sus herramientas para su implementación de política monetaria. Pero, más relevante para los bonos de gobierno, es la provisión de caja de Banxico vía operaciones REPOs intradía, para reducir presiones en el sistema de pagos, y overnight, para financiar el posible sobregiro de bancos al final del día. El colateral aceptado en las operaciones REPO son bonos emitidos por el sector oficial, incluyendo bonos del gobierno federal. El marco legal que posibilita

⁵⁵ FMI (2022) caracteriza la participación no balanceada de los IFNB como una fuente de riesgo dado que reduce las posibilidades de estas firmas de manejar su exposición a tasa de gobierno a través de ventas cortas, obligándolas a utilizar mercados swap o ventas directas.

⁵⁶ Ver sección 4.5 de Abreu et al. (2014).

Banxico a proveer liquidez vía REPOs, y su uso regular de participantes de mercado, permite al banco central apoyar el mercado de renta fija en una forma expedita y flexible, sin tener que tomar una posición de financiamiento directo al gobierno (Abreu et al. (2014) Recuadro 2.1). Estas operaciones REPO, además de otras iniciativas para proveer liquidez a comienzos de la pandemia COVID-19—como, por ejemplo, REPOs de largo plazo—permitieron al Banxico apoyar el funcionamiento de los mercados de bonos de gobierno en un momento donde existía tensión en los mercados financieros.

V. Marco Legal y Regulatorio para los Contratos REPO: realidad actual y desafíos de mejora

Marco General de REPOs

Existen tres tipos de financiamiento que, contando con algunas funcionalidades similares, presentan diferencias contractuales y operativas importantes: (i) el préstamo colateralizado, (ii) la suscripción de dos contratos independientes de venta spot y compra futura de un valor (denominadas habitualmente simultáneas en Chile) y (iii) el contrato de REPO, que es un contrato único que considera tanto la venta spot como el compromiso de retro compra futura. Las similitudes son que los tres tipos de contratos permiten a un actor financiero propietario de un valor con necesidades de liquidez usar ese valor para obtener financiamiento en mejores condiciones que un préstamo *unsecured*. Asimismo, los tres contratos permiten a un actor con exceso de caja realizar un préstamo a un tercero mitigando el riesgo de crédito o contraparte.

No obstante las similitudes en sus funciones, hay importantes diferencias entre el préstamo colateralizado, los dos contratos independientes y el REPO, diferencias que explican por qué el contrato REPO se ha vuelto la figura dominante en distintos mercados financieros⁵⁷. En lo que sigue de este capítulo se tratarán algunos elementos centrales del marco regulatorio de los REPOs, así como de los desafíos normativos que sería conveniente tener presente para un mejor desarrollo de este instrumento. La evidencia demuestra que para desarrollar el mercado REPO es fundamental contar con un marco regulatorio claro y que entregue certezas jurídicas.

Es importante aclarar que en la práctica comercial también se utiliza el concepto de “pacto”, el cual sería ambiguo pues pudiese incluir tanto los contratos de REPO como los préstamos garantizados que no cuentan con transferencia de dominio. Ahora bien, cuando se menciona “compraventa de instrumentos con pacto de retro compra” sí se estaría refiriendo a un contrato de REPO.

De acuerdo con las definiciones de la CMF,⁵⁸ un contrato REPO se configura entonces cuando “una de las partes vende un valor o activo a otra a un precio actual acordado, habiéndose también pactado su compraventa a ejecutarse en una fecha y a un precio específicos”. Así, aunque el REPO se estructura contractualmente como una compraventa de valores, económicamente (pero no

⁵⁷ Para una discusión de la evolución en el tiempo del contrato REPO en EE.UU. ver Garbache 2006.

⁵⁸ https://www.cmfchile.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa_tramite_ver_archivo.php?id=2025042524&seq=1

jurídicamente) se comporta como un préstamo garantizado, estructurándose bajo un único contrato, y englobando tanto la venta spot como la compra futura. La complementariedad entre su conceptualización jurídica y sus efectos económicos es el motivo de su utilidad para los actores del mercado, pero es también parte de los desafíos de generar un marco normativo que le reconozca esas particularidades.

En el REPO los frutos de los flujos del instrumento siguen siendo del vendedor. Lo anterior da cabida para que contablemente el instrumento se mantenga en el balance del vendedor (en IFRS prima el derecho de uso como condición necesaria para mantener un activo en el balance) y, por tanto, no se generan ganancias de capital por la venta spot. El que el REPO sea un único contrato es importante para resguardar que en un eventual proceso de quiebra o resolución no se “separen” los contratos de compra y venta, en tanto se cumplan con las particularidades y condiciones que fija la ley 20.956 (que en estos aspectos modificó la ley 18.876).

Normalmente, estos contratos se encuentran regidos por un convenio marco que firman ambas instituciones, cuyas cláusulas regirán las relaciones entre quienes lo suscriben desde el inicio de la relación contractual hasta el término de la misma. En el REPO, contractualmente la propiedad del instrumento se transfiere desde el vendedor (deudor) al comprador (acreedor), por lo que el acreedor no necesita ejercer acciones legales en caso de incumplimiento en la compra futura para mantener la propiedad del valor. La transferencia de propiedad a su vez permite al comprador usar el instrumento en una segunda operación de REPO – también para obtener financiamiento. En los contratos REPO “generales” las partes podrán acordar que el comprador entregue un instrumento similar al vendido al momento de la compra futura – lo que permite dar flexibilidad a la operación y facilitar al comprador el uso del instrumento en una segunda operación de REPO. Los contratos marcos normalmente incluyen requisitos de descuento inicial en el precio de compra y requisitos de márgenes – donde el deudor se compromete a cerrar posiciones o aumentar la “garantía” ante una caída del valor del instrumento. De esta manera, el REPO es un resguardo jurídico y financiero muy eficaz para el riesgo de contraparte, además de permitir un uso posterior del instrumento para fines de financiamiento.

El crédito con colateral difiere del REPO en varias dimensiones jurídicas. En primer lugar, la garantía entregada no puede ser usada por el acreedor lo que limita sus opciones de financiamiento. Segundo, el tipo de contrato es menos flexible que el contrato REPO pues no permite sustitución de la garantía. Finalmente, la eventual ejecución de la garantía ante un incumplimiento del deudor requiere un proceso legal, lo que evidentemente resta eficacia y aumenta el costo del mecanismo de garantía. Si se compara el REPO con dos contratos simultáneos, la diferencia más relevante es el riesgo de que en este segundo caso ambas operaciones se desvinculen en una controversia jurídica, reduciendo el rol de mitigación de riesgo de crédito en dichos casos. Esto es particularmente relevante por la posibilidad de neteo de contratos REPO en caso de insolvencia, lo que no opera de la misma forma con préstamos con garantía.

El Banco Central, el FMI, y diversos actores del mercado local identifica al marco legal aplicable a los pactos de retro compra hasta el año 2023 como un obstáculo para el desarrollo de un mercado de REPOs en Chile⁵⁹. En primer lugar, porque no existía claridad en la legislación de insolvencia respecto al tratamiento de los pactos y, en particular, el tratamiento de contratos de compra y venta en operaciones de REPO entre dos contrapartes como obligaciones conexas, lo que generaba

⁵⁹ FMI (2025), FMI (2021), Banco Central (2023) y presentaciones en el Comité de Mercado de Capitales.

incertidumbre sobre los derechos de las partes ante un incumplimiento. Segundo, porque no se había adoptado de forma generalizada un convenio marco estándar y reconocido legalmente para documentar las operaciones REPO entre instituciones financieras, a diferencia de otras jurisdicciones que utilizan contratos estándar como los *ISMA Master Agreement* o *Euro Master Agreement*. Y tercero, porque algunas entidades bancarias en Chile manifestaron las dificultades en la aplicación del marco normativo para definir cuáles eran los requerimientos de capital necesarios para los REPOs, lo que por supuesto tuvo incidencia en los incentivos de esas instituciones para usar ese tipo de instrumentos⁶⁰.

Pero muchas de esas limitaciones quedaron superadas con la promulgación de la Ley de Resiliencia del Sistema Financiero (Ley N°21.641) en 2023, la cual introdujo cambios significativos al marco legal de las operaciones REPO. Esta ley, cuyo objetivo general es fortalecer la resiliencia de las infraestructuras financieras, contiene también disposiciones específicas con el objetivo expreso de dar certidumbre y promover el desarrollo del mercado de REPOs en Chile.

En primer lugar, y para dar mayor certeza jurídica a las operaciones de REPO en un evento de insolvencia, se amplía la definición de “obligaciones conexas” en la Ley de Insolvencia y Reemprendimiento para incluir las operaciones de REPO. Así, cuando las operaciones de REPO y los respectivos valores se encuentran custodiados en un depósito centralizado de valores y se realizan bajo un convenio marco reconocido, pasan a ser consideradas obligaciones conexas, lo que posibilita su compensación y neteo en caso de quiebra de una contraparte. Asimismo, la ley extendió a los REPOs el tratamiento de “cierre anticipado” (close-out) que ya aplicaba a los derivados, permitiendo terminar anticipadamente y netear posiciones ante incumplimientos, dando mayor protección a las partes del riesgo crediticio de contraparte. Adicionalmente, la ley otorgó atribuciones explícitas al Banco Central de Chile para reconocer convenios marco internacionales. De esta manera, el Banco Central podría reconocer el contrato GMRA (*Global Master Repurchase Agreement*) de la ICMA (*International Capital Market Association*) si así se decidiera.⁶¹ Y no hay dudas que GMRA es uno de los principales Master Agreement para REPOs transfronterizos a nivel mundial, con términos y condiciones diseñados especialmente para este tipo de transacciones y diferenciándose de los ISDA Master Agreement que tienen su foco en derivados OTC. De ahí que sea tan relevante el reconocimiento de GMRA.

Segundo, se incorporó un Artículo 8 bis a la Ley N°18.876 (que establece el marco legal para la Constitución y Operación de Entidades privadas de Depósito y Custodia de Valores) facultando expresamente a estas entidades transferir el dominio de valores en custodia que sean objeto de operaciones REPO. Esto habilita a los depósitos realizar el cambio de titularidad del colateral de manera más ágil y segura durante la vigencia de un REPO, mecanismo fundamental para implementar REPOs auténticos donde los títulos pasan temporalmente de una parte a otra.

Adicionalmente, la ley de Resiliencia abre la puerta para que filiales de empresas de depósito de valores puedan administrar sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros. Esto potencialmente permite la creación de cámaras de compensación o esquemas de contraparte central (CCP) especializados en REPOs u otros instrumentos, aumentando la flexibilidad institucional para desarrollar infraestructura de mercado de post-negociación. Además, se faculta

⁶⁰ Oficios ordinarios N°50009 de la CMF del 2 de junio de 2023

⁶¹ A la fecha de publicación de este documento, después de su cierre estadístico, el BCCh procedió a poner en consulta normativa sobre esta materia.

al Banco Central para otorgar financiamiento, refinanciamiento y préstamos de emergencia a Entidades de Contraparte Central.

En conjunto, las reformas de la Ley de Resiliencia acercan el marco normativo chileno a los estándares globales comunes en materia de REPOs, resolviendo varios de los vacíos e incertidumbres normativas que históricamente se han argumentado por agentes del mercado como razón para explicar el bajo desarrollo de este mercado. Resumiendo: tras la nueva ley de 2023 existe un reconocimiento legal explícito de los REPOs custodiados en un depósito central; un régimen de neteo y liquidación preferente en caso de insolvencia; limitaciones a los *stay* (suspensión temporal de obligaciones) ante eventos de inestabilidad financiera, y la posibilidad de adoptar contratos marco estándar reconocidos por la autoridad. Estos cambios han sido resaltados tanto en el último Informe de Estabilidad Financiera (IEF primer semestre 2025) del Banco Central como en las prioridades estratégicas recientes de la CMF, subrayando que ahora se cuenta con un entorno normativo más propicio para el desarrollo de operaciones REPO interbancarias.

El día 18 de julio de 2025, el Banco Central publicó en consulta la propuesta normativa que modifica el Capítulo III.D.2 del Compendio de Normas Financieras, cuyo propósito es otorgar plena certeza a la compensación de posiciones REPOs, de acuerdo con las atribuciones que le confiere la Ley de Resiliencia al Banco Central. La propuesta extiende a las operaciones REPO el tratamiento de compensación de posiciones que actualmente se aplica a derivados. Con todo la propuesta normativa no se refiere hasta ahora a algún tipo de convenio marco específico. De igual manera, la propuesta no establece estándares mínimos de valorización, sobre colateralización y llamados de márgenes para los contratos reconocidos. Es esperable que la versión definitiva incorpore marcos globalmente aceptados, de manera de darle el reconocimiento legal a nivel local, y establezca dichos criterios mínimos de gestión de riesgo.⁶²

En Chile se aplican los estándares internacionales de información financiera (IFRS). Las normas IFRS reconocen explícitamente el tratamiento de los REPOs. El principio detrás de este tratamiento es que el vendedor registra el activo en su balance mientras mantenga los derechos de uso del instrumento financiero – en este caso derechos a los flujos financieros y decisiones de control. De esta manera, el activo vendido permanece en el balance del vendedor original (con una nota de que está prendando) y simultáneamente se registra en el activo el efectivo recibido y en el pasivo la obligación de compra futura. Para el caso del comprador (prestamista de dinero) se reemplaza el efectivo entregado por un nuevo activo (préstamo garantizado), pero no se incorpora el título como propio.

En su reporte del año 2025, el FMI argumenta que aún hay desconocimiento en algunos actores de estos estándares – lo que parece sorprendente dada la disponibilidad de asesoría contable de calidad por parte de firmas locales y globales. El FMI también levantó la inquietud de que no hay lineamientos sobre un segundo uso del colateral. Nuevamente, dado el uso del REPO a nivel global y la adopción plena de IFRS en Chile, este desconocimiento es sorprendente, aunque podría vincularse a la ausencia hasta ahora de lineamientos contractuales claros y aceptados comúnmente. En relación al segundo uso del colateral, la CMF los está generando.

⁶² Al momento de la publicación de este documento de trabajo, pero con posterioridad a su cierre estadístico, el BCCh dispuso normativa referida a reconocimiento de contratos marco estandarizados.

En materia tributaria, las visiones desde los actores de la industria que participaron de las mesas de discusión del Comité de Mercados del Banco Central, y actores entrevistados, consideran que en lo sustancial la normativa tributaria da un tratamiento a las operaciones REPO adecuado para que el mercado se desarrolle. Los intereses pagados por el deudor al acreedor tributan como ingresos financieros, y la operación no se considera una venta de instrumentos para efectos fiscales, de modo que no se generan impuestos por ganancia de capital cuando un título pasa temporalmente de una mano a otra⁶³. Esto elimina un posible desincentivo, ya que gravar como venta cada transferencia temporal habría encarecido la operación. Adicionalmente, también está despejado el tratamiento respecto al impuesto de timbres, pues el SII dictó la Circular donde establece que, dado que estos contratos no están nominativamente gravados en la Ley sobre Impuesto de Timbres y Estampillas, es necesario determinar si el documento asociado al contrato da cuenta de una operación de crédito de dinero, lo cual sería gravado con el Impuesto de Timbres y Estampillas (“ITE”). Luego de analizar el alcance de la definición jurídica de estos contratos de retrocompra, y aun cuando corresponderían a mecanismos de financiamiento, el SII establece que aquellos no configuran una operación de crédito de dinero, por lo que el documento no se verá afectado por ITE, despejando cualquier incertidumbre tributaria al respecto.

Respecto al impuesto asociado, el SII le entrega al DCV la responsabilidad de mantener registro del vendedor original, de modo que este pueda recuperar el 4% retenido del cupón, si se trata de un no contribuyente domiciliado en Chile. Por contrapartida, si se trata de una operación con un no residente, se aclara que no habría devolución del 4% retenido del cupón, con lo que se restringiría este tipo de operaciones.

Un asunto operativo pendiente de resolver en la custodia de títulos en REPOs es en el caso de los fondos de pensiones (AFPs) cuando invierten en bonos del Tesoro o del Banco Central exentos de impuestos (acogidos al Art. 104 de la Ley de Impuesto a la Renta), pues deben presentar al Servicio de Impuestos Internos (SII) certificados de custodia para no pagar impuestos sobre cupones. Si esos títulos se entregan en un REPO y salen temporalmente de la custodia de la AFP (pasando al custodio del comprador), el mecanismo para preservar esa exención requiere ajustes administrativos. No obstante, este pareciera ser un aspecto solucionable con coordinación entre SII, DCV y las AFPs, y no debiese representar un impedimento fundamental de operación en el marco normativo general.

En síntesis, Chile ha dado pasos importantes para contar con un marco legal habilitante para los REPOs y dispone de condiciones contables y tributarias razonables para su desarrollo. En las secciones siguientes se analiza qué tan preparados están los principales participantes del mercado local para intervenir en un mercado de REPOs, así como las brechas restantes que podría ser necesario subsanar en la normativa sectorial y la infraestructura.

Bancos

La experiencia internacional muestra que los bancos comerciales habitualmente son actores relevantes en los mercados de REPOs, dada su función natural de intermediación financiera y gestión de liquidez. En Chile, los bancos ya realizan REPOs con clientes corporativos o con el

⁶³ Ver artículo 104 de la Ley de Impuesto a la Renta.

BCCh vía líneas permanentes u operaciones de mercado, pero no existe un mercado activo de REPOs entre bancos ni con otros actores institucionales.

El marco de capital de Basilea III reconoce explícitamente a las garantías que cumplen determinadas características como mitigadores de riesgo de crédito, permitiendo sustituir el ponderador por riesgo crédito (PRC) de la contraparte por el del instrumento usado como colateral⁶⁴.

La normativa de activos ponderados vigentes para Chile reconoce el uso de garantías como mitigador de riesgo de crédito, con un piso de 20% de PRC. A su vez, las operaciones REPO que cumplen con ciertas características tienen un PRC incluso menor al 20%. En particular, en la norma vigente se puede aplicar un PRC del 10% a las operaciones de REPO que cumplan simultáneamente las siguientes condiciones: i) el instrumento fue emitido por un soberano con un PRC de 0%; ii) la exposición y el colateral están en la misma moneda; iii) la operación es a un día o bien la exposición y el colateral se valoran diariamente a precios de mercado y están sujetos a reposición diaria de márgenes; iv) en caso de incumplimiento, la liquidación del colateral no debe tardar más de cuatro días hábiles desde la última valoración; y v) la operación se liquida mediante un sistema probado que otorga al banco el derecho legal y exigible de tomar y liquidar el colateral de forma inmediata. Por su parte, se podrá aplicar un PRC de 0% a las operaciones otorgadas en operaciones REPO que cumpliendo las cinco condiciones anteriores además (a) tengan como contraparte al Estado de Chile, el Banco Central de Chile o a un banco nacional (los llamados partícipes claves); o (b) si la caución está en la misma moneda y consiste en un depósito en efectivo, o (c) en valores de soberanos con PRC de 0% cuyo valor de mercado haya sido descontado en un 20%.

Los actores del mercado identifican varios ámbitos de mejora en esta normativa. En primer lugar, identifican cierta ambigüedad en el mercado sobre la aplicación precisa de estas normas – por ejemplo, qué condiciones deben cumplirse para lograr el peso en riesgo 0% en un REPO, o cómo tratar ciertos REPOs en el límite de grandes exposiciones. Adicionalmente, si bien la norma habla explícitamente de REPO, los requerimientos corresponden más bien a un préstamo con colateral que, como se ha planteado antes en este documento, es una figura legal distinta al REPO.

La CMF ha estimado que debe perfeccionar esta normativa. Por un lado, por la mayor certeza jurídica que la Ley de Resiliencia da al contrato de REPO y, por otro, la complejidad de la norma actual. Consistente con lo anterior, la CMF puso en consulta en abril del año 2025 un borrador de norma que modifica el tratamiento de los PRC para REPO. En el borrador se considera que las condiciones iii) a v) mencionadas en los párrafos precedentes para un PRC de 10% se cumplen si el REPO se realiza bajo un convenio marco reconocido por el Banco Central. Adicionalmente se modifican las condiciones para el PRC de 0% para aquellas operaciones que, además de cumplir con condiciones (i) a (v), son operaciones realizadas con el Banco Central, entidades del sector público, empresas financieras con PRC menores a 20%, fondos regulados por la CMF o Entidades de Contraparte Central reconocidas por la CMF. Finalmente, se propuso que la aplicación de un PRC=0% no solo proceda en el caso anterior, y en los señalados en las letras a) y b) precedentes, sino también respecto de las operaciones compensadas en ECC reconocidas por la CMF.

⁶⁴ Ver CRE 22, Modelo Estandarizado de Mitigación de Riesgo, BCBS.

Con estos puntos la CMF busca avanzar en dar mayores incentivos a la banca a “prestar” vía REPO. Cuatro temas son destacables. En primer lugar, esta norma toma casi en su totalidad el estándar de Basilea III contenido en el CRE 22. Segundo, se busca dar un tratamiento favorable a entidades financieras no bancarias. Esto es un punto relevante, toda vez que la experiencia internacional muestra que diversos actores del sector financiero participan en el mercado de REPOs. Sin embargo, llama la atención que se establece como criterio adicional que estas empresas deban tener un PRC de 20%, lo que pareciera dejar fuera a todas las empresas no bancarias, toda vez que el PRC mínimo que se les aplica es de un 60%. De hecho, este es un ámbito donde la norma difiere del estándar de Basilea – toda vez que las corredoras reguladas en la norma de Basilea tienen el mismo tratamiento que los bancos. En tercer lugar, la norma usa la figura del préstamo con colateral, en línea con el estándar de Basilea. Esto es correcto – toda vez que el REPO es un préstamo con colateral para fines contables, económicos y tributarios. Sin embargo, en el ámbito jurídico y operacional– incluyendo la posibilidad de reutilizar el colateral- el tratamiento utilizado en la resolución (*close-out*, *stay* y *neteo*) y en los requerimientos de márgenes, la figura difiere de un préstamo colateralizado. Cuarto, si bien están en la norma de Basilea, no es evidente a priori porque es necesario que el instrumento y el precio de recompra estén en la misma moneda. Lo relevante es la variación del valor del instrumento vis a vis el precio de recompra – y como esa variabilidad se incorpora en el descuento inicial y los requerimientos de margen.

En octubre del año 2025, la CMF puso en consulta un segundo borrador de la norma, que considera la profundización de los ajustes inicialmente abordados. En particular, la nueva propuesta repara el 2do punto comentado en el párrafo anterior, pues para tener un PRC igual a 0% en la exposición del REPO, se propone incorporar contrapartes adicionales a las consideradas en la consulta pública, eliminándose el criterio de que la contraparte deba tener un PRC de 20%. La ampliación se fundamenta en reconocer como participantes claves a otras entidades fiscalizadas por la CMF y que tienen exigencias patrimoniales en línea con el estándar de Basilea. En específico, se explicitan a las corredoras de bolsa, agentes de valores y corredoras de bolsas de productos; compañías de seguros con grado de inversión; fondos de inversión y fondos mutuos, administrados por una entidad regulada y con requisitos de capital o endeudamiento; o fondos de pensiones regulados (ver Tabla 6). Este segundo borrador también repara el 3er punto comentado de la primera consulta pública, pues se aclara que el REPO debe tener transferencia de dominio del subyacente. El 4to punto comentado no se aborda. Finalmente, el segundo borrador también aclara que se puede vender el subyacente adquirido en la operación REPO, explicando los flujos contables asociados.

El FMI en su documento de asistencia técnica al Banco Central sobre operaciones de liquidez (FMI 2025, ver Recuadro 1) identifica dos restricciones legales adicionales al desarrollo de REPO. En primer lugar, menciona la falta de un tratamiento explícito de los contratos de REPO en la norma de provisiones por riesgo de crédito en el Compendio de Normas Contables (CNC) de la CMF.⁶⁵ En segundo lugar, el FMI argumenta que los REPOs y depósitos interbancarios debiesen eliminarse de la base del encaje bancario. Según el FMI el encaje debiese basarse únicamente en

⁶⁵ Este punto merece una clarificación técnica. La normativa mencionada sobre riesgo de crédito no aplica a REPOs pues no son colocaciones, y por tanto siguen el criterio general de IFRS9. A su vez, en IFRS el REPO debiese tener un tratamiento similar al préstamo con garantía financiera. Además, el segundo borrador de la norma puesta en consulta por la CMF perfecciona una asimetría en los capítulos B-6 y B-7 del CNC para permitir descontar provisiones constituidas IFRS9.

los depósitos de terceros en el sistema bancario – es decir neto de depósitos interbancarios. Cuando ese cálculo se aplica a las transacciones interbancarias, se produce una doble contabilización de parte de la base de depósitos, lo que incrementa la tasa efectiva. Más importante aún, desde la perspectiva del desarrollo del mercado de REPOs, los bancos se ven desincentivados a realizar este tipo de operaciones porque aumentan los costos de financiamiento cuando el encaje no es remunerado, como ocurre en Chile. Sin embargo, el FMI parece tener una lectura parcial del Compendio de Normas Monetarias y Financieras del Banco Central (CNMF). En su capítulo 3.1 el CNMF explícitamente excluye de la base del encaje a las captaciones por REPO con instrumentos del Banco Central o Tesorería. De esta manera, el impacto sería sólo sobre REPOs con otros instrumentos.

Tabla 6 –Ponderadores de riesgo de crédito (PRC) vigentes y propuestos

PRC	Norma Vigente	Propuesta Normativa	
10%	Cumplir todas las siguientes:		
	i) colateral debe ser instrumento soberano con PRC de 0%	i instrumento adquirido en compra contado es soberano con PRC de 0%	Se consideran cumplidas (iii) a (v) con convenio marco BCCh
	ii) misma moneda	ii) misma moneda	
	iii) a un día o con márgenes diarios	iii) a un día o con márgenes diarios	
	iv) liquidación de t<4 en incumplimiento	iv) liquidación de t<4 en incumplimiento	
	v) liquidación por sistema comprobado	v) liquidación por sistema comprobado	
0%	Cumplir con todas las condiciones anteriores y una de las siguientes:		
	a) Contraparte BCCH o Banco	Contraparte BCCH, Banco, entidad pública, corredora de bolsa, agente de valores, compañías de seguro con grado de inversión, fondos administrados por entidad regulada y con requisitos de capital o fondos de pensiones	
	b) Haircut mayor a 20%		
0%	Cumplir con una de las siguientes:		
	i) misma moneda y colateral en efectivo	i) misma moneda y colateral en efectivo	
		ii) misma moneda, instrumento subyacente soberano o emitido por entidad pública de PRC=0%, y Haircut mayor a 20%	
		iii) La operación REPO se compensa en una ECC reconocida por la CMF	

Fuente: Elaboración por los autores en base a propuesta de norma en 2da consulta y vigentes CMF.

Un punto adicional es el tratamiento de grandes exposiciones. En este ámbito la ley chilena se desvía del estándar de Basilea. En estos estándares, al medir las exposiciones a un deudor, se

excluye la deuda cubierta con colateral de alta calidad. En Chile, en cambio, la Ley de Bancos permite elevar el porcentaje máximo de exposición cuando hay garantías, pero no excluye directamente la porción con colateral del cálculo. Esto significa que, para lograr plena consistencia con los estándares globales de tratamiento de los REPOs en términos de límites de concentración, sería necesario un cambio legal que permita descontar la porción colateralizada.

Sin perjuicio de lo anterior, el segundo borrador de la norma de la CMF propone ajustar la regulación asociada a los límites individuales de crédito (artículo 84 de la LGB), reconociendo la naturaleza jurídica de las operaciones REPO, la cual considera compras efectivas de los instrumentos. De este modo, en las operaciones de compra con pacto de retroventa, el emisor del instrumento adquirido será considerado como deudor directo a efectos del cómputo del límite individual de crédito, reemplazando al vendedor del título que actualmente es reconocido como tal. Esta modificación permitiría que las operaciones REPO con subyacentes soberanos queden excluidas del límite individual, conforme a las excepciones contempladas en la misma normativa.

Asimismo, en materia de regulación de riesgo de liquidez, se reconoce que el financiamiento mayorista es menos riesgoso cuando es colateralizado. En el cálculo del *Indicador de Cobertura de Liquidez* (LCR) de la norma chilena, se considera que el REPO gatilla salidas de liquidez más bajas que un préstamo sin garantía, dependiendo del plazo y del tipo de activo entregado como colateral (alineado con estándares de Basilea). Consistente con lo anterior, se reconoce a las operaciones de REPO como un instrumento de captación distinto a depósitos y préstamos, y se le da un ponderador menor en los requerimientos de flujos.

Compañías de Seguros de Vida

Las compañías de seguros de vida (CSV) administran grandes carteras de inversiones de largo plazo, en particular aquellas que participan del mercado de renta vitalicia. En otras jurisdicciones suelen ser usuarias importantes de REPOs, típicamente para obtener liquidez de corto plazo sin desinvertir sus tenencias de bonos.

En Chile, las aseguradoras hasta ahora han utilizado principalmente pactos de retrocompra no estructurados bajo contratos REPO internacionales y en escala limitada. La mayor parte de los REPOs son operaciones de financiamiento – donde las CSV venden un bono soberano o corporativo para conseguir efectivo. El tratamiento de la normativa CMF de estas operaciones de financiamiento está alineado con los estándares contables globales (IFRS). El activo permanece en el balance, ingresa caja, y se reconoce un pasivo por la obligación de retrocompra. Este pasivo a su vez entra al cómputo de las razones de apalancamiento que impone la ley de seguros y las normas de la CMF.

Sin embargo, hay consideraciones normativas que pueden estar limitando el uso de REPOs por este sector en el tratamiento de REPO como activo de inversión. Ni la Ley de Seguros chilena ni la normativa de la CMF asociada contemplan explícitamente el REPO como un activo elegible para respaldar las reservas técnicas de las aseguradoras. De esta manera, si una CSV decide “prestar” parte de su efectivo mediante un anti-REPO no es evidente que este contrato pueda computarse dentro de los activos admisibles que cubren sus pasivos con los asegurados. Esta falta de reconocimiento explícito genera incertidumbre y, en la práctica, desincentiva a las aseguradoras de hacer REPOs de forma significativa, pues podrían enfrentar cuestionamientos regulatorios sobre el tratamiento de esos activos.

Adicionalmente, los REPOs no ofrecen beneficios regulatorios a las aseguradoras en términos de uso de capital ni límites de concentración. A diferencia de los bancos, donde un REPO reduce los activos ponderados por riesgo de crédito (PRC) y, por tanto, los requerimientos de capital, en seguros no hay provisión específica que otorgue alivio de capital. Lo anterior ocurre porque la legislación de seguros chilena no es un marco de capital basado en riesgo. Por otro lado, tampoco la normativa de diversificación de inversiones considera explícitamente la figura del REPO en el cálculo de la exposición total a un deudor.

En síntesis, actualizar el marco normativo de seguros para incluir explícitamente a las operaciones de préstamo con REPO (y su tratamiento prudencial) podría incentivar un mayor uso de esta figura como activo de inversión por parte de las CSV. Ello podría implicar modificar la Ley de Seguros o emitir normativa por la CMF que aclare el rol del REPO como operación regular y establezca cómo considerarlo en los requerimientos regulatorios de las compañías. Dado que internacionalmente las aseguradoras de vida y los fondos de pensiones de beneficio definido suelen ser actores en el mercado REPOs, ampliar las facultades de las aseguradoras chilenas en este ámbito podría incrementar la demanda y oferta de REPOs en el mercado local.

Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs)

Los fondos de pensiones chilenos administrados por las AFPs son los mayores inversionistas institucionales del país, con importantes portafolios de renta fija local. Por su normativa, las AFPs enfrentan restricciones para apalancarse o contraer deudas, lo cual limita su participación en contratos de REPOs como tomadores de financiamiento. De hecho, la Ley de Pensiones prohíbe a los fondos de pensiones endeudarse o emplear apalancamiento, por lo que una AFP no puede legalmente realizar un REPO en el cual recibe fondos a cambio de entregar títulos. En consecuencia, las AFPs únicamente podrían participar del mercado de REPOs en la posición inversa: es decir, como proveedoras de liquidez.

Cabe mencionar que las AFPs sí realizan préstamos de valores (a través de la Bolsa de Comercio) de parte de sus carteras de renta fija y variable para apoyar la liquidez de mercado, aunque en escalas reducidas. También, que sus posiciones en derivados de tasas llevan implícito riesgo de mercado asimilable al que resulta del apalancamiento.

Un mercado de REPOs más desarrollado podría ser de valor para las AFPs como mecanismo de inversión segura a corto plazo, o como instrumento para facilitar rebalanceos de portafolio permitiendo postergar la venta de un activo y evitando presionar a la baja el precio de este activo. Esto sería análogo a las operaciones de Compra al Contado y Venta a Plazo (CCVP) que se usó en forma excepcional durante los retiros de fondos de pensiones del 2020 y 2021, permitiendo generar caja sin tener que salir a vender instrumentos en condiciones de mercado desfavorables para los pensionados.

Asimismo, a más largo plazo, o en el contexto del nuevo régimen de inversión de los fondos generacionales, si se permite el apalancamiento de los fondos de pensiones, éstos podrían llegar a ser demandantes de REPOs para potenciar rendimientos. En Australia, por ejemplo, son tenedores importantes de deuda de largo plazo del sector público, incluyendo deuda indexada a la inflación. Una figura común es hacer operaciones de REPO con esta deuda, para financiar deuda nominal corporativa de menor plazo, pero mayor retorno.

Administradoras Generales de Fondos (AGFs) y Corredoras de Bolsa

Las administradoras de fondos (que gestionan fondos mutuos y de inversión) y los corredores de bolsa forman parte del segmento no bancario que podría dinamizar el mercado de REPOs tanto en el lado de la demanda como de la oferta.

En otras plazas financieras, los fondos mutuos (especialmente los fondos del mercado monetario) utilizan REPOs como instrumentos de inversión y para gestionar salidas/reembolsos, mientras que los corredores de bolsa emplean REPOs para financiar sus posiciones en valores y ofrecer facilidades de inversión a sus clientes. Adicionalmente, para los corredores que operan como *dealers* de renta fija, contar con un mercado REPO activo es clave para financiar sus inventarios de bonos y cumplir sus funciones de formador de mercado.

En Chile, existe la Circular 1920 del año 2009 dictada por la CMF que regula las operaciones de venta con pacto de retrocompra (instrumento equivalente al REPO) para los bancos, intermediarios de valores y administradoras de fondos. La normativa de la CMF exige la existencia de un convenio marco entre las partes, define los instrumentos elegibles que se pueden usar como colateral y establece criterios de valorización y *haircuts*.

Hasta ahora la actividad de REPOs en fondos mutuos ha sido muy acotada. Estudios del FMI resaltaron que los fondos mutuos de renta fija chilenos (en especial los fondos que invertían en instrumentos de deuda de mayor plazo) enfrentaron importantes retiros a fines de 2019. Al no contar con suficientes resguardos de liquidez, ello amplificó movimientos y efectos del mercado durante este periodo de incertidumbre al verse forzados a vender deuda bancaria y corporativa en el mercado. Este fenómeno no solo se dio en Chile, sino que varias jurisdicciones cuando ocurrió el shock del COVID a comienzos del año 2020.

En respuesta, la Ley de Resiliencia fortaleció las facultades de la CMF para regular la liquidez de los fondos mutuos, abriendo el espacio para posibles nuevas exigencias a los fondos mutuos monetarios y de deuda. Si bien a la fecha la CMF no ha emitido normativa específica en esta materia, es esperable que en futuras reglas sobre gestión de liquidez de fondos se considere de manera favorable la potencial participación en mercados de REPOs como fuente de liquidez contingente. Es decir, los fondos mutuos podrían verse incentivados o incluso obligados a tener parte de sus activos o estructuras operativas habilitadas para hacer REPOs en caso de necesidad, lo cual incrementaría su rol en este mercado.

Por su parte, los corredores de bolsa están próximos a una modernización regulatoria. La CMF puso en consulta en el año 2023 y nuevamente en el año 2025 una norma que establece requisitos de capital basados en riesgo para corredores de valores, alineándolos con estándares internacionales y con la norma en consulta para bancos. En la norma en consulta se reconocen explícitamente los contratos REPO y se les establece un PRC menor que las operaciones con garantías (de 0.8%), siempre que se cumplan los siguientes requisitos copulativos: i) El instrumento colateral fue emitido por un soberano, o entidades del sector público con un ponderador de 0%; ii) la exposición y el colateral están en la misma moneda; iii) la operación es a un día o bien la exposición y el colateral se valoran diariamente a precios de mercado y están sujetos a reposición diaria de márgenes; iv) cuando alguna de las partes incumpla la reposición de márgenes, el tiempo exigido entre la última valoración a precios de mercado previa al incumplimiento y la liquidación del colateral no se estima superior a cuatro días hábiles; v) la

operación se liquida a través de un sistema comprobado para este tipo de operaciones y, tras un evento de incumplimiento, el intermediario tiene el derecho irrestricto y legalmente exigible de tomar inmediatamente posesión del colateral y liquidarlo en beneficio propio.

Las condiciones asociadas a los numerales iii), iv) y v) se entienden cumplidas cuando las operaciones REPO garantizadas estén pactadas al amparo de un convenio marco reconocido por el Banco Central de Chile, que incluya un acuerdo de compensación en caso de Liquidación Voluntario o de Liquidación Forzosa.

Sin perjuicio de lo anterior, el ponderador de 0,8% se podrá reducir a 0% si, además de las condiciones anteriores, la contraparte de la transacción corresponde a Exposiciones Soberanas y Bancos Centrales, Exposiciones con Entidades del Sector Público, Exposiciones a Bancos y con Cooperativas de Ahorro y Crédito supervisadas por esta Comisión, una empresa financiera que tenga un PRC de 1,6% (o menor), fondos regulados por esta Comisión o Entidades de Contraparte Central reconocidas por la misma.

También se podrá aplicar un ponderador de 0% si se cumple alguna de las tres siguientes condiciones: i) La exposición y el colateral están en la misma moneda, y el instrumento subyacente esté asociado a garantías financieras en efectivo, o certificados de depósito en efectivo en moneda nacional; ii) el instrumento colateral fue emitido por un soberano o entidades del sector público con un ponderador de 0%, la exposición y el colateral están en la misma moneda, y el valor de mercado del instrumento subyacente ha sido descontado en un 20% al menos; iii) la operación REPO es compensada y liquidada en una entidad de contraparte central de la Ley N°20.345, o en alguna ECC extranjera reconocida como equivalente por esta; iv) estos requisitos son idénticos a los discutidos en la sección previa de bancos.

En suma, AGFs y corredores podrían ser participantes relevantes de un mercado de REPOs chileno revitalizado: los fondos mutuos como demandantes de REPOs (para obtener liquidez) y como inversores en REPOs siendo estos activos de bajo riesgo; los corredores tanto como oferentes de liquidez (proveedores de efectivo a cambio de títulos) y como demandantes (financiamiento de sus carteras de renta fija y variable).

Recuadro 1 - Recomendaciones FMI 2025

Mejorar la base legal del contrato REPO: El FMI recomienda avanzar hacia un marco legal claro que reconozca el contrato de recompra como una operación de financiamiento con transferencia de propiedad del colateral. Se sugiere el uso de contratos marco estandarizados y explícitos (como los GMRA adaptados localmente), y que se garantice la protección del acreedor en caso de default, incluyendo la ejecución del colateral sin requerimientos judiciales.

Ampliar la elegibilidad y uso del colateral: Es importante diversificar y clarificar el universo de instrumentos financieros que pueden ser utilizados como colateral en operaciones de recompra, incluyendo no solo instrumentos soberanos, sino también ciertos valores privados con adecuada liquidez y estándares prudenciales. La aplicación sistemática de “haircuts” y la valorización diaria del colateral también se considera esencial.

Reforzar la infraestructura de liquidación: El FMI sugiere mejorar la infraestructura de pagos y liquidación para asegurar la entrega contra pago (DvP), reducir los riesgos operativos, y facilitar la liquidación eficiente de operaciones REPO. Esto incluye modernizar los sistemas del depositario central de valores (DCV), y permitir la compensación multilateral cuando sea posible.

Fortalecer el marco operativo del banco central: Se recomienda que el banco central utilice activamente las operaciones REPO como instrumento de política monetaria de corto plazo, fortaleciendo su función de señalización de tasas, gestión de liquidez y formación de curva soberana. Asimismo, el diseño de las subastas y el perfil de contrapartes elegibles deben revisarse para mejorar su efectividad.

Impulsar la participación privada y la estandarización de mercado: El FMI destaca la necesidad de promover el desarrollo de un mercado REPO interbancario privado activo, incluyendo la posibilidad de REPOs bilaterales y triparty REPOs. La adopción de prácticas estandarizadas, plataformas electrónicas de negociación, y mayor transparencia en precios y condiciones son elementos prioritarios.

Monitorear y gestionar los riesgos asociados. Finalmente, se subraya la necesidad de establecer mecanismos de monitoreo y gestión del riesgo de contraparte, incluyendo requerimientos prudenciales para los participantes, límites de concentración y normas de revelación para reducir riesgos sistémicos.

VI. Brechas Institucionales, Normativas y Operativas

A pesar de los avances descritos, persisten brechas importantes de índole institucional, regulatoria y operativa que obstaculizan el desarrollo pleno del mercado de REPOs en Chile. Identificar y abordar estas brechas es fundamental para pasar de un marco potencial a una realidad concreta de mercado en que los REPOs se transen habitualmente entre participantes. A continuación, se detallan las principales áreas deficitarias.

Coordinación institucional y liderazgo: a pesar de que cada institución pública involucrada (BCCh, Ministerio de Hacienda, CMF) reconoce desde su ámbito el bajo desarrollo del mercado de REPOS y su importancia para el mercado financiero chileno, los autores consideran que existe espacio para perfeccionar el diseño de una estrategia coordinada, de forma de potenciar esfuerzos y los efectos de acciones individuales. Esta es una brecha institucional: se requiere la instalación de un

mecanismo formal de coordinación pública para alinear objetivos, calendarios, acciones, seguimiento del desarrollo y su rendición de cuentas mutua entre reguladores y el Banco Central. Esa instancia debiera incluir también la participación con voz de los agentes del mercado. Sin una autoridad que opere como un conductor claro, iniciativas necesarias (por ejemplo, la adopción masiva de un contrato marco común, o la definición de estándares operativos) avanzan lentamente o quedan estancadas. Con todo, es loable que en el proceso de implementación de la Ley de Resiliencia y de creación de market makers y primary dealers se esté observando una creciente coordinación entre las principales instituciones reguladoras.

Estándares y prácticas de mercado pendientes: desde un punto de vista operativo, el mercado local aún carece de ciertos estándares comunes que en otros países fueron catalizadores del desarrollo. Por ejemplo, aunque la Ley de Resiliencia permite al BCCh reconocer convenios marco, todavía no se ha reconocido un Contrato Marco de REPOs ampliamente usado por todos los participantes. La existencia de un contrato estándar (sea adaptado del GMRA internacional o uno local equivalente) es clave para dar homogeneidad jurídica y operativa a las transacciones, y otorgar la calidad de conexas a las obligaciones en los términos de la ley de quiebra.

Asimismo, no se ha designado ni desarrollado plenamente un mecanismo de valoración diaria (*mark-to-market*) del colateral con ajustes de garantía (*margin calls*) en un entorno multilateral; esto requerirá la colaboración de proveedores de precios independientes y la definición de reglas de margen claras. Otro aspecto es la definición del rol del custodio (DCV u otros) en facilitar esquemas como REPOs bilaterales con entrega de garantías, REPOs *tri-party* (donde un agente tercero administra el colateral) o eventualmente la introducción de una ECC para REPOs que permita el neteo multilateral de exposiciones. Actualmente, estas piezas operativas están en etapa incipiente o exploratoria, representando una brecha importante a cerrar para alcanzar un mercado eficiente y seguro.

Brechas en la normativa sectorial: Aunque el marco legal general se fortaleció, en la regulación específica de cada sector financiero subsisten obstáculos y desincentivos. En seguros no está claro el trato de los REPOs en reservas técnicas; en bancos, la norma vigente de grandes exposiciones no reconoce plenamente el colateral⁶⁶; en fondos de pensiones, la prohibición de apalancamiento limita su participación; y en fondos mutuos, aún no hay regulación secundaria que incentive u obligue a tener facilidades de liquidez como REPOs. Igualmente, aspectos tributarios operativos (como el trámite de certificados de custodia para AFPs en REPOs) deben resolverse para evitar fricciones. Todos estos temas regulativos requieren ajustes ya sea a nivel de leyes (ej.: Ley de Seguros, Ley de Pensiones) o de normas de la CMF, para eliminar incertidumbres, alinear incentivos y nivelar el tratamiento prudencial de los REPOs con estándares internacionales.

Infraestructura de post-negociación: Si bien la infraestructura básica existe (DCV, Sistemas de Liquidación Bruta en Tiempo Real del BCCh, etc.), ésta podría fortalecerse con soluciones específicas para REPOs. La ausencia de una plataforma de negociación dedicada o registro central de REPOs dificulta la transparencia del mercado y la agregación de datos (por ejemplo, hoy es difícil medir con precisión el real tamaño del mercado REPO dado que las pocas operaciones se acuerdan OTC de forma bilateral y no se informan públicamente de manera consolidada). Implementar una plataforma electrónica de REPO o al menos un registro de transacciones ayudaría a la transparencia, seguimiento y supervisión del mercado, permitiendo a autoridades y

⁶⁶ La norma recientemente puesta en consulta subsana este punto.

participantes monitorear volumen, tasas y concentración de operaciones. Asimismo, una ECC para operaciones REPOs (sea una nueva, o mejor aún la utilización de alguna ya existente para aprovechar economías de escala) solucionaría varias brechas a la vez: proveería estandarización contractual (al adherir todos al reglamento de la cámara), eliminaría riesgo de contraparte directa, facilitaría el neteo de exposiciones reduciendo necesidades de capital, y podría servir de canal para operaciones de mercado abierto del BCCCh en el futuro. No obstante, montar una ECC requiere masa crítica de volumen y un análisis cuidadoso de costos y beneficios; podría ser un objetivo de mediano plazo, comenzando primero por REPOs bilaterales o tri-party más simples.

En resumen, Chile enfrenta un conjunto de desafíos interrelacionados que explican por qué, pese a contar con los elementos habilitantes, el mercado de REPOs aún es incipiente. Las brechas de coordinación, estandarización, regulación sectorial e infraestructura operativa deben abordarse de forma integral para dar confianza a los participantes e incentivar la utilización habitual de los REPOs. Superar estas barreras requerirá esfuerzos conjuntos del sector público y privado, como se detalla en las recomendaciones a continuación.

Los temas levantados en este informe no difieren de manera significativa con lo señalado por el FMI en un reciente informe de asistencia técnica (FMI 2025).

El FMI indica que, a pesar de contar con un sistema financiero diversificado en otros aspectos, el mercado doméstico de REPOs en Chile permanece subdesarrollado, lo que hace necesario establecer una estrategia clara, con liderazgo asignado. Actualmente, faltan los elementos fundamentales que caracterizan a un mercado de REPOs activo: el mercado secundario de instrumentos de renta fija es poco profundo —no existe obligación para los intermediarios de financiar inventarios o cubrir posiciones cortas—, y la elevada liquidez excedente reduce la necesidad de distribuir liquidez a través de operaciones garantizadas (REPOs) en condiciones normales. Los esfuerzos en curso para profundizar los mercados secundarios contribuirán eventualmente a dinamizar la actividad en REPOs, al igual que la disminución gradual de la liquidez excedente a medida que se desmontan los programas extraordinarios adoptados durante la crisis. Sin embargo, persisten múltiples factores que podrían limitar el desarrollo de este mercado, incluyendo aspectos legales, regulatorios, tributarios, contables y de infraestructura. Estos desafíos involucran a diversas agencias del sector público y también a actores del sector privado.

En este contexto, el FMI plantea que se requiere una estrategia integral de desarrollo de mercado con una perspectiva de mediano plazo, que permita identificar y abordar todas las barreras existentes. La coordinación interinstitucional es, por tanto, esencial, así como lo es un liderazgo claro. Dada su responsabilidad tanto en la política monetaria como en la estabilidad financiera, el FMI plantea que Banco Central de Chile se encuentra en una posición privilegiada para asumir la conducción de estos esfuerzos.

VII. Recomendaciones para Impulsar el Mercado de REPO

La experiencia internacional descrita arriba entrega una serie de lecciones que pueden ser consideradas para fomentar un mercado REPO líquido y profundo en Chile, que apoye la liquidez del mercado de renta fija. En los países con mercados de REPO profundos:

- Hay un marco legal y normativo robusto que otorga certeza sobre las operaciones de REPO, su naturaleza jurídica y permite una gestión flexible de colaterales, incluyendo su sustitución y reuso.
- El marco contable y tributario es apropiado y reconoce la naturaleza económica del REPO.
- Existen estándares comunes para los contratos entre participantes, incluyendo de valorización, márgenes y *haircuts*.
- La regulación prudencial de los distintos potenciales partícipes (bancos, corredores de valores, gestores de fondos, compañías de seguros y fondos de pensiones) reconoce el rol de un contrato de REPO adecuadamente estructurado en la mitigación de riesgo de contraparte.
- Agentes que participan en las subastas de bonos soberanos e intermediarios en el mercado secundario acceden de forma regular al mercado REPO. Un conjunto diverso de actores de mercado, bancarios y no bancarios, participa en dicho mercado.
- Existe infraestructura de mercado que reduce costos y riesgos operacionales de la operación con REPO, con heterogeneidad entre países dependiendo del volumen y tipos de participantes. Como mínimo, existe una infraestructura básica de valorización, compensación y liquidación, a la cual accede un conjunto amplio de actores. En mercados de alto volumen y número de intermediarios, se observa el uso de ECC.
- En el mercado de EE. UU., se ha desarrollado la figura del REPO tripartido, donde entidades especializadas ofrecen servicios de valorización, custodia y gestión de colaterales a intermediarios diversos.
- Los bancos centrales juegan un rol clave en el mercado monetario en general y en el mercado de REPO en particular. En las jurisdicciones revisadas el banco central realiza operaciones principalmente con papeles soberanos como colateral. Esto no requiere de una presencia directa del banco central en el mercado de bonos soberanos, pero si requiere que el banco central tenga el poder de mantener los colaterales en caso de una insolvencia de una contraparte.

A partir de las lecciones anteriores, y para desarrollar un mercado de REPOs líquido, seguro y eficiente en Chile, se recomienda implementar un conjunto de acciones coordinadas. A continuación, se plantean las recomendaciones más relevantes:

- Establecer un Comité Público de Desarrollo del Mercado REPO: en atención a la multiplicidad de instituciones regulatorias vinculados con los REPO (BCCh, CMF, SP) y del rol del Ministerio de Hacienda como emisor de deuda pública, se sugiere formar un comité de trabajo no vinculante (pero si *accountable*), coordinado por alguna de las autoridades financieras involucradas. Ese Comité debería invitar de manera periódica a representantes del sector privado (bancos, aseguradoras, AFPs, AGFs, corredores, infraestructuras de compensación y liquidación, DCV entre otros). El Banco Central está especialmente calificado para liderar este Comité dado su rol tanto de regulador como de gestor de la liquidez monetaria.

- Este comité serviría de mesa de coordinación para identificar prioridades, proponer cambios normativos y supervisar la implementación de mejoras. La experiencia internacional muestra que un liderazgo claro, concertado entre reguladores y con participación de agentes del mercado puede acelerar la adopción de estándares y la resolución de obstáculos.
- Impulsar una armonización y actualización normativa por sector, que debería incluir al menos: revisar la Ley de Seguros y la regulación de la CMF para incorporar los REPOs como activos elegibles de las compañías de seguros y definir su tratamiento en reservas y capital; avanzar en los proyectos normativos que la CMF tiene en consulta para bancos y otros intermediarios del mercado de valores, y desarrollar normativa secundaria para fondos mutuos donde se reconozca la existencia de líneas de REPO pre-aprobadas para la gestión de liquidez.
- Perfeccionar aspectos tributarios para abordar detalles operativos que faciliten los REPOs. En particular, simplificar el procedimiento de exenciones tributarias en el caso que los títulos acogidos al Art.104 LIR, mantenidos por AFPs u otros institucionales, sean parte de un contrato REPO. Esto podría tomar la forma de mecanismos acordados entre los custodios y el SII para reconocer la continuidad del beneficiario final a pesar del cambio temporal de custodia. Adicionalmente, realizar una verificación de que no existan potenciales cargas tributarias dobles ni incertidumbre en el tratamiento impositivo de intereses de REPOs.
- Promover la divulgación y capacitación sobre el tratamiento contable (IFRS) de los REPOs para asegurar que todas las instituciones lleven registros homogéneos y transparentes de estas operaciones.
- Definir un contrato marco estándar para REPOs entre participantes chilenos, que en la medida que no existan impedimentos idiosincráticos apremiantes, reconozca contratos de aceptación global (GMRA de ICMA para REPOs, y GMSL de ISDA para préstamo de valores). La Ley de Resiliencia estableció en 2023 el rol del BCCh en la definición de las características de este contrato marco, lo que se está en proceso de implementación. En particular, es clave disponer de lineamientos comunes de valoración de colateral y margin calls: por ejemplo, que todas las partes utilicen precios de ciertos proveedores autorizados para valorar bonos en REPOs, y establecer umbrales de variación que detonen llamados de margen uniformes. Asimismo, acordar parámetros de haircuts iniciales recomendados para distintos tipos de instrumentos en REPOs (ej.: bonos soberanos en pesos, en UF, bonos bancarios, etc.), a fin de gestionar prudentemente el riesgo de mercado. Estas medidas crearán un lenguaje común y minimizarán riesgos de disputa entre contrapartes.
- Es pertinente evaluar el ámbito específico de atribuciones al que el Banco Central puede recurrir para definir los temas anteriores. Por ejemplo, explorar la posibilidad de regular los aspectos antes mencionados en el capítulo III.B.4 (numeral 8) del CNF, que establece normas aplicables a los repos que realicen las empresas bancarias, en virtud de la facultad otorgada al BCCh por el art. 69 No 6 de la Ley General de Bancos.
- En todo caso, como la transparencia del mercado es relevante, se debería implementar un registro central de operaciones REPO, obligando a las entidades a reportar detalles de sus operaciones (monto, colateral, plazo, tasa) ya sea a la CMF o al BCCh, por ejemplo, mediante la extensión del SIID. El monitoreo y eventual publicación agregada de estadísticas de cantidad y precio es clave para fomentar la confianza y profundidad del mercado.

- Evaluar la conveniencia y factibilidad de implementar esquemas especializados para el registro, liquidación y compensación de REPOs según fuera el caso. En el corto plazo, en el contexto de contrato de REPO bilaterales, definir el rol del DCV u otros custodios como lo determina la Ley 18.876. Por ejemplo, establecer procedimientos para transferir rápidamente la titularidad de títulos en REPO y devolverlos al vencimiento de manera automática, así como servicios de segregación de colateral.
- En el mediano plazo, explorar la creación de un servicio de REPO tri-party administrado por el DCV u otro custodio, donde una entidad neutral gestione las garantías entre las dos partes, lo que puede facilitar la participación de inversionistas no bancarios con menores trabas operativas.
- En el largo plazo, en la medida que se observe un aumento sustancial en las operaciones REPO, analizar la viabilidad de incorporar estos contratos dentro del conjunto de instrumentos compensados en las ECC existentes. Si bien una ECC conlleva ciertos costos para los participantes, su uso aportaría solidez sistémica (eliminación de riesgo de contraparte directa, mayor neteo).
- Uno de los desafíos relevantes en el sector financiero chileno es aprovechar la eficiencia en liquidez y colateral que generaría ampliar la compensación multi-segmento. Esto se puede alcanzar mediante la consolidación de infraestructuras en menos instituciones de compensación y liquidación, que permitan traspasar economías de escala a sus clientes, y adicionalmente mediante la consideración de avanzar hacia los estándares globales de compensación obligatoria para ciertos instrumentos financieros.

Existen cambios adicionales de política que, aunque no son condiciones necesarias para la existencia de un mercado de REPOs, podrían potenciar la liquidez general del mercado de deuda pública y crear un entorno más favorable. Entre ellos destacan:

- Homologar la definición del mercado secundario formal local con el externo para las AFPs. De esta forma se permitiría que los fondos de pensiones operen en mercados secundarios OTC locales donde se concentra la renta fija soberana, en la medida que cumplan con los requisitos definidos en el Capítulo III.F.3 del CNF.
- Programa de Formadores de Mercado (*market makers*): concretar la implementación del programa de formadores de mercado de bonos soberanos, acompañado de obligaciones y derechos claros (como acceso preferencial a subastas y a operaciones de recompra del Tesoro). Si bien este programa puede existir sin un mercado REPO profundo, ambos se retroalimentan positivamente: los formadores de mercado necesitan REPOs para financiar sus posiciones, y un mercado REPO activo mejora las condiciones para que los formadores de mercado cumplan su rol. La compensación y liquidación de estas operaciones en infraestructuras calificadas y reconocidas internacionalmente también potencia las iniciativas anteriores.
- Internacionalización del peso chileno: Continuar promoviendo la convertibilidad y uso internacional del peso, atrayendo a participantes extranjeros al mercado financiero local. Una mayor presencia de inversionistas internacionales aumentaría la demanda por REPOs en moneda chilena (tal como se observa en Australia), agregando profundidad y arbitrando eventuales escasez de liquidez local con flujos externos.

Finalmente, en un horizonte de más largo plazo, y en la medida que se evalúe que las modificaciones legales/reglamentarias que están actualmente en curso, en conjunto con las recomendaciones anteriores, hayan fallado en conformar un mercado de REPOs de tamaño y profundidad como el de economías comparables, con un mercado secundario líquido de bonos soberanos, se pueden considerar reformas operativas y legales adicionales:

- La utilización de instrumentos de deuda de largo plazo del BCCh para la realización de REPOs en las facilidades de liquidez existente, podría incentivar el desarrollo de un mercado de REPOs, en la medida que la deuda de Tesorería se perciba como buen sustituto de los bonos del BCCh. Ello requeriría que el BCCh revisitara su estructura de pasivos, alargando duración y por tanto reduciendo el protagonismo de los PDBC como instrumento de gestión de liquidez de inversionistas institucionales.
- En la medida que el mercado de capitales se profundice e internacionalice, la gestión de la demanda por liquidez requerirá ser acomodada tanto vía el sistema bancario como por el mercado de capitales. Esto plantea la necesidad de que el Banco Central tenga la capacidad de operar regularmente con una diversidad de participantes, lo que está dentro de sus atribuciones actuales en el Artículo 34 de la LOC. Esto se puede traducir en una facilidad para tiempos normales de REPOs con títulos del BCCh (o títulos soberanos como se propone más abajo). Estas facilidades pueden estructurarse con plazos y condiciones distintas a las que acceden regularmente los bancos, y permitiría alinear los incentivos de todos los participantes hacia el uso del REPO para gestión de liquidez.
- Flexibilización controlada del apalancamiento institucional: Dada la relevancia de los fondos de pensiones en el sistema financiero chileno, es pertinente debatir si ciertas restricciones absolutas a su apalancamiento pueden flexibilizarse manteniendo criterios prudenciales. La posibilidad de que los fondos de pensiones puedan recurrir a apalancamiento moderado (por ejemplo, usando REPOs para ajustar temporalmente sus carteras) les entrega un instrumento adicional para su gestión de liquidez, lo cual puede ser un útil en el entorno donde parte de la cartera se licitará regularmente.
- Operaciones monetarias del BCCh con bonos del Tesoro: modificar la normativa legal y constitucional para autorizar al Banco Central a operar de manera rutinaria REPOs, utilizando bonos del gobierno. Para resguardar la restricción de financiamiento del fisco, esto se puede limitar a operaciones de corto plazo. Alternativamente, se pueden explorar alternativas como las implementadas en México donde la liquidez creada al emitir bonos de gobierno para efectos de gestión monetaria es depositada en Banxico en los mismos términos y plazos de los bonos. (Abreu et al. 2014).

Implementar estas recomendaciones de forma secuencial, gradual, informada y coordinada debería sentar las bases para un mercado de REPO dinámico en Chile. Inicialmente, el foco debe estar en el comité público, que evalúe el ritmo y secuencia de las adecuaciones normativas y operativas necesarias. Ello permitiría, en el plazo de uno a dos años, contar con un mercado funcional de REPOs con participación de bancos, corredores, aseguradoras y administradoras de fondos bajo el nuevo marco legal. A medida que ese mercado gane volumen y confianza, se podrían emprender las reformas más estructurales que habiliten un salto cualitativo en su profundidad, consolidando el REPO como pilar del mercado financiero chileno.

VIII. Conclusiones

Desarrollar el mercado de REPOs en Chile es una tarea estratégica para fortalecer la resiliencia y eficiencia del sistema financiero. La evidencia internacional confirma que los mercados de REPOs aportan liquidez, reducen riesgos de contraparte y mejoran la transmisión de la política monetaria, al tiempo que apoyan el financiamiento tanto del sector público como del privado. Chile se encuentra en un momento propicio: luego de las lecciones aprendidas tras la disrupción de la liquidez en 2019–2021, y con la reciente Ley de Resiliencia que provee un andamiaje legal moderno, las condiciones están dadas para impulsar cambios concretos.

Los beneficios esperados –mayor liquidez en la deuda local, integración de distintos actores en un solo mercado monetario garantizado, reducción de la dependencia de instrumentos del BCCh y del financiamiento bancario sin colateral– justifican plenamente los esfuerzos de reforma. Sin embargo, la evidencia demuestra que el mercado de REPO no se desarrolla de manera automática y requiere de una estrategia coordinada que incluya tanto a las autoridades financieras como a las entidades privadas.

Si se logra implementar un plan coordinado con liderazgo público-privado, Chile podría en los próximos años cerrar la brecha que lo separa de otras economías en esta materia, pasando de no tener prácticamente mercado de REPOs a contar con un mercado profundo y activo. Esto, a su vez, permitiría al BCCh eventualmente ser menos activo en la provisión diaria de liquidez de emergencia, ya que habría un mercado entre privados capaz de redistribuir fondos eficientemente. Asimismo, contribuiría a que shocks de liquidez futuros sean absorbidos de mejor manera, al existir más opciones de financiamiento de corto plazo.

En síntesis, el desarrollo del mercado de REPO debe ser priorizado como política financiera en el corto plazo. Requiere abordar simultáneamente aspectos legales, regulatorios, operativos y de coordinación, pero las recompensas en estabilidad y desarrollo de mercado serán significativas. Con las recomendaciones propuestas –especialmente la conformación de un Comité Público-Privado que lidere el proceso– se espera allanar el camino para que el REPO pase a ser una pieza común del engranaje financiero chileno, en beneficio de la economía en general.

Bibliografía

- Abreu Goodger, G. B., Acosta Arellano, M. R., Álvarez Toca, C., Cortina Morfín, J. J., Gallardo García, M. D., García Padilla, J. R., Jiménez Vázquez, L., Santaella Castell, J. A., Tapia Rangel, C., & Tegho Villarreal, M. S. (2014). *El mercado de valores gubernamentales en México*. Coordinadores: J. J. Cortina Morfín y C. Álvarez Toca. Banco de México.
- Adrian, T., Begalle, B., Copeland, A., & Martin, A. (2013). REPO and securities lending. In *Risk topography: Systemic risk and macro modeling* (pp. 131–148). University of Chicago Press.
- Arrata, W., Nguyen, B., Rahmouni-Rousseau, I., & Vari, M. (2020). The scarcity effect of QE on REPO rates: Evidence from the euro area. *Journal of Financial Economics*, 137(3), 837–856.
- Ballensiefen, B., Rinaldo, A., & Winterberg, H. (2023). Money market disconnect. *The Review of Financial Studies*, 36(10), 4158–4189.
- Banco Central de Chile. (2021). Fortalecimiento del mercado de REPOs. In *Informe de Estabilidad Financiera (IEF)*, primer semestre 2021.
- Banco Central de Chile. (2020). *La política monetaria de Chile en el marco de metas de inflación*. Santiago, Chile.
- Banco Central de Chile (2023). *Comentarios al Proyecto de Ley para Fortalecer la Resiliencia del Sistema Financiero y sus Infraestructuras*. Presentación de Alberto Naudón en Comisión de Hacienda del Senado de Chile.
- Banco Central de Chile (n.d.). *Presentaciones al Comité de Mercados Nacionales*: Araujo, J. P. (n.d.). Mercado de financiamiento de valores. ITAU AGF; Risco, J. P. (n.d.). Fricciones para el desarrollo del mercado de REPOs. BCI.
- Barth, D., & Kahn, J. (2020). Basis trades and Treasury market illiquidity. *OFR Working Paper No. 20-01*. Office of Financial Research, U.S. Department of the Treasury.
- Beauregard, R., Christensen, J. H., Fischer, E., & Zhu, S. (2024). Inflation expectations and risk premia in emerging bond markets: Evidence from Mexico. *Journal of International Economics*, 151, 103961.
- Bowman, D., Huh, Y., & Infante, S. (2024). *Balance-sheet netting in U.S. Treasury markets and central clearing*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Ceballos, L., Christensen, J.H. & Romero, D. (2025). "A post-pandemic new normal for interest rates in emerging bond markets? Evidence from Chile". *Journal of International Money and Finance* 150: 103234.
- CGFS (BIS). (2017). *REPO market functioning*. Basel: Bank for International Settlements.
- Dalton, J., & Dziobek, C. (2005). *Central bank losses and experiences in selected countries* (IMF Working Paper No. WP/05/72). International Monetary Fund.
- Duffie, D. (2025). How U.S. Treasuries can remain the world's safe haven. *Journal of Economic Perspectives*, 39(2), 195–214.
- European Bank for Reconstruction and Development (EBRD). (2019). *Framework for developing money markets in frontier and emerging market economies*. EBRD.
<https://www.ebrd.com/cs/Satellite?c=Content&cid=1395284005922>

- Fabozzi, F. J., & Fabozzi, F. A. (2021). *Bond markets, analysis, and strategies*. MIT Press.
- Financial Stability Board (FSB). (2013). *Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*. Basel: FSB.
- Financial Stability Board (FSB). (2022). *Liquidity in Core Government Bond Markets*. Basel: FSB.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial. (2004). *Chile: Financial Sector Assessment Program*.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial. (2011). *Chile: Financial Sector Assessment Program Update*.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial. (2018). *Brazil: Financial Sector Assessment Program*.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial. (2021). *Chile: Financial Sector Assessment Program*.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). (2022). *Mexico: Financial Sector Assessment Program*.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). (2021). *Regulation and supervision of mutual funds in Chile*. Technical note for the FSAP 2021.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). (2021) Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets
- Fondo Monetario Internacional (FMI). (2025). *Strengthening systemic liquidity management*. Technical assistance note for Banco Central de Chile.
- Garbade, K. D. (2006). The evolution of REPO contracting conventions in the 1980s. *Federal Reserve Bank of New York*.
- Garbade, K. D. (2016). Repurchase agreements as an instrument of monetary policy at the time of the Accord. *Federal Reserve Bank of New York*.
- Group of Thirty. (2021). *U.S. Treasury markets: Steps toward increased resilience*. Washington, DC.
- Hempel, S. J., Kahn, R. J., Mann, R., & Paddrik, M. (2023). Why is so much REPO not centrally cleared? *OFB Brief*, 23–01.
- Hempel, S. J., Kahn, R. J., & Shephard, J. (2025). The \$12 trillion US REPO market: Evidence from a novel panel of intermediaries. *FEDS Notes*. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3843>
- Hudepohl, T., Karl, P., Linzert, T., Nguyen, B., Skrzypińska, M., & Vaz Cruz, L. (2024). How banks deal with declining excess liquidity. *The ECB Blog*, 18.
- Huh, Y., & Infante, S. (2021). Bond market intermediation and the role of repo. *Journal of Banking & Finance*, 122, 105999.
- Infante, S., & Saravay, Z. (2025). Treasury re use and the demand for safe assets. *Review of Financial Studies*. Forthcoming.
- Infante, S., Press, C., & Saravay, Z. (2020). Understanding collateral re-use in the U.S. financial system. *AEA Papers and Proceedings*, 110, 482–486.

- Ingber, J. (2017). The development of the Government Securities Clearing Corporation. *Economic Policy Review*, 23(2), 33–50.
- Jank, S., Moench, E., & Schneider, M. (2024). Safe asset scarcity, collateral reuse, and market functioning. *CEPR Discussion Paper No. 16439*.
- Van Kervel, V., Larraín, M., Sabat, J. (2025). *Tax incentives for designated market makers*. Documento de trabajo. Universidad de Los Andes.
- Liang, N., & Parkinson, P. (2020). Enhancing liquidity of the US Treasury market under stress. *Brookings Institution*.
- Mancini, L., Ranaldo, A., & Wrampelmeyer, J. (2016). The euro interbank repo market. *The Review of Financial Studies*, 29(7), 1747-1779.
- Martínez-Resano, J. R. (2010). Repo markets: Background note. Washington, DC: World Bank, GEMLOC Advisory Services.
- O'Donnell, C., & Tamburrini, F. (2025). Central clearing and the growing presence of non-bank financial intermediation in euro area government bond REPO markets. *Macroprudential Bulletin*, No. 26. European Central Bank.
- Rule, G. (2011). [Issuing central bank securities](#). [Handbooks](#), Centre for Central Banking Studies, Bank of England, number 30, April.
- Stathakopoulos, V. (2021), *The interaction between repo and interest rate swaps*. ICMA Professional REPO Market and Collateral Management Workshop. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Events/ICMA-workshop-repo-and-swapsfinal.pdf>
- Yadav, Y., & Younger, J.. (2025). Central Clearing the U.S. Treasury Market. *University of Chicago Law Review*, 92(2), Article 5. Presentations and Expert Contributions:



Regulador y Supervisor Financiero de Chile

www.cmfchile.cl

