

# DOBLE CLICK

## ECONÓMICO

*Más que una columna*

17

17ª EDICIÓN

## Desarrollo del Mercado de REPO en Chile: hacia un mercado de deuda soberana más líquido y eficiente

*Por Pablo García, profesor titular de la Escuela de Negocios UAI*

Chile enfrenta un problema estructural de baja liquidez en su mercado de deuda soberana que eleva los costos de financiamiento del Estado y del sector privado, dificulta la gestión de riesgos y debilita la transmisión de la política monetaria. Su raíz es la ausencia de un mercado de operaciones de retrocompra (REPO) profundo y activo.

La evidencia es contundente: el mercado REPO chileno representa apenas un 0,9% del PIB, frente al 10–71% en economías de referencia. Las primas por liquidez que los inversionistas exigen a la deuda soberana implican un sobrecosto fiscal directo que se transfiere al conjunto de la ciudadanía. Los episodios del estallido social de 2019 y los retiros masivos de fondos de pensiones en 2020–2021 pusieron de manifiesto la fragilidad de un mercado monetario concentrado y segmentado.

Chile cuenta con condiciones habilitantes: la Ley de Resiliencia Financiera de 2023 actualizó el marco legal; existen infraestructuras de compensación, liquidación y depósito operacionalmente sólido; y el Banco Central de Chile (BCC), la Comisión de Mercados Financieros (CMF) y el Ministerio de Hacienda comparten el diagnóstico de la necesidad de desarrollar el mercado REPO. Lo que falta es una mayor coordinación y liderazgo en el proceso.

En este Doble Click Económico sintetizamos el diagnóstico, las lecciones internacionales y las recomendaciones concretas para impulsar el mercado REPO en Chile, con el objetivo de reducir los costos de financiamiento soberano, mejorar la gestión de liquidez y fortalecer la estabilidad financiera, en base al Informe Técnico "Desarrollo del Mercado de REPO en Chile"<sup>1</sup>.

### El Problema: Iliquidez en el Mercado de Deuda Soberana

Una operación de retrocompra (REPO) es un préstamo de corto plazo garantizado con valores financieros: una parte vende un bono y se compromete a recomprarlo a un precio ligeramente mayor. Este mecanismo permite a bancos, corredoras, fondos de inversión y compañías de seguros gestionar liquidez de corto plazo con bajo riesgo de contraparte, financia inventarios de bonos soberanos de los formadores de mercado, y provee al banco central un instrumento flexible para la transmisión de la política monetaria. La fortaleza de un contrato REPO, respecto de, por ejemplo, un crédito con garantía, es que en el primero se materializa el cambio de propiedad del colateral, dando certeza frente a escenarios de riesgo o insolvencia.

El mercado REPO chileno es uno de los más subdesarrollados del mundo entre países de ingreso similar. Con un saldo vigente de apenas USD 3.000 millones (0,9% del PIB), se ubica muy por debajo de economías como México (10%), Brasil (20%), EE.UU. (18%) o la Eurozona (71%), como muestra la tabla 1. Esta brecha refleja fricciones estructurales que elevan el costo del financiamiento soberano y privado.

<sup>1</sup> Informe Técnico N° 01/26 "Desarrollo del Mercado de REPO en Chile" (Cowan, Etchegaray, García, Infante y Pulgar, enero 2026), publicado por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Los análisis y conclusiones de este Doble Click son en todo caso responsabilidad del autor y no necesariamente reflejan en su totalidad la posición de los autores de dicho Informe Técnico o las instituciones a las que están adscritos

Jurisdicción	Monto (miles de millones USD)	Como % del PIB
Eurozona	10.374	71%
EE.UU.	4.300	18%
Japón	1.495	30%
Brasil	316	20%
México	132	10%
Canadá	211	12%
Chile	3	0,90%

**Tabla 1: Tamaño del Mercado REPO en Perspectiva Comparada**

Fuente: Banco Central de Chile. Saldos a fines de 2021.

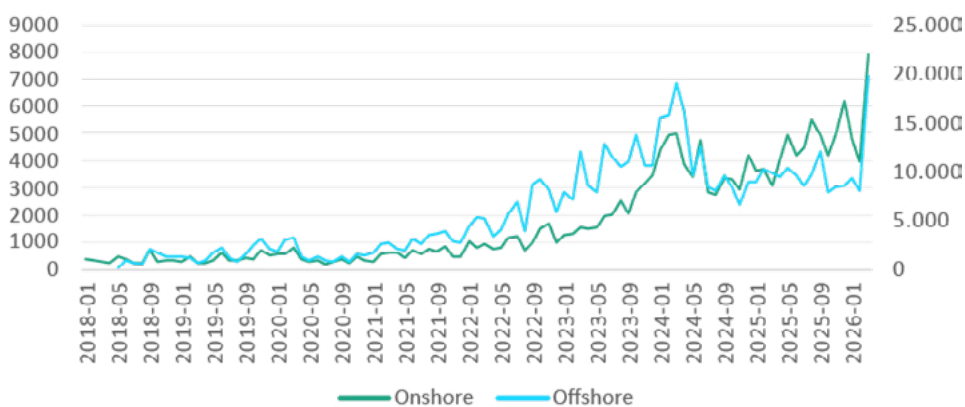
La escasa liquidez genera costos concretos: los inversionistas exigen una prima de liquidez que el Estado asume al emitir deuda. Esta prima promedió 112 puntos base entre 2003 y 2023, superando los 300 puntos base en momentos de tensión. Solo en 2019–2020, el fisco habría pagado aproximadamente USD 85 millones adicionales por este concepto<sup>2</sup>.

La iliquidez también debilita la transmisión de la política monetaria. El mercado monetario chileno está dominado por los Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) y depósitos sin colateral —que postpandemia llegaron al 80% del volumen transado—, mostrando una presencia distintiva de la autoridad monetaria en el mercado monetario.

## 2. Diagnóstico: el estado actual del mercado en Chile

La información recopilada en una encuesta especial de la CMF revela que el mercado chileno de préstamos colateralizados es pequeño, poco diversificado y predominantemente bilateral. El 95% de las operaciones se realizan en pesos, los contratos son de muy corto plazo (mediana de 5 días) y no existe sustitución del activo subyacente. Los bancos son los principales participantes por monto, y el 64% de las operaciones usa deuda soberana como colateral. Destaca que las empresas no financieras actúan como proveedoras de liquidez a las instituciones financieras, reflejando la escasez de contrapartes institucionales especializadas.

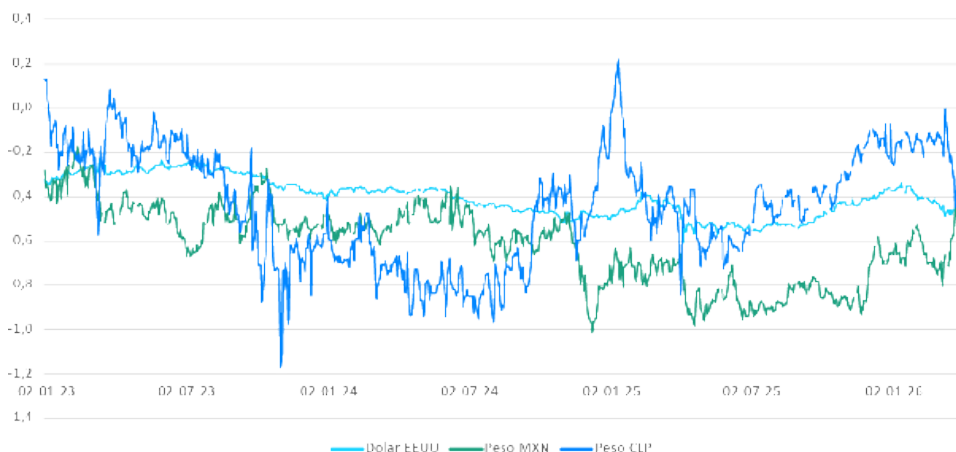
Otra consecuencia dañina es la desconexión entre el mercado de bonos soberanos y el de swaps de tasas. En Chile se da la paradoja que el mercado de derivados de tasas de interés es significativamente más líquido que el mercado de renta fija o de REPOs. En efecto, información de CME Group, donde se compensa y liquida internacionalmente un segmento relevante del mercado de derivados global offshore, muestra que los volúmenes transados en el mercado de swaps de tasas chilenas son similares al que se observa en tasas en Reales o Pesos Mexicanos (del orden de USD 20 mil millones promedio diario). Más aún, el volumen onshore (a partir de información del BCCh) de operaciones de derivados de tasas realizadas entre bancos chilenos e inversionistas extranjeros ha alcanzado en torno a USD 8 mil millones promedio diario (Figura 1). Esto demuestra que existe indudable interés de inversionistas de tomar posiciones en tasas chilenas, pero contrasta notoriamente con el volumen transado diario de BTPs y BTUs en Chile, que sólo llega a USD 200.



**Figura 1: Volumen de transacciones en derivados de tasas**

<sup>2</sup> Para mayor detalle, ver el Informe Técnico en [https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-102960\\_doc\\_pdf.pdf](https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-102960_doc_pdf.pdf).

Esta baja profundidad en el mercado chileno de deuda soberana tiene consecuencias directas en precios. En efecto, la volatilidad del swap spread, es decir la diferencia entre la tasa de derivados y de bonos soberanos, es extrema (Figura 2), en comparación no solo con países con mercados REPO desarrollados como el Reino Unido o EE. UU., sino que también México, es notoriamente elevada.



**Figura 2: Swap Spread en distintas monedas**

Adicionalmente, postpandemia, el mercado monetario chileno se concentró en torno a los PDBC del Banco Central, que junto con los depósitos bancarios llegaron al 80% del turnover del mercado de capitales. Esto demuestra que, para los distintos participantes no bancarios del sistema, la gestión de liquidez se satisface con destinar cantidades relevantes de su portafolio a instrumentos líquidos, en vez de poder aprovechar el mecanismo de REPO o anti-REPO para gestionar necesidades súbitas de liquidez.

Esto es producto de que, en comparación con sus pares, el BCCh no es activo en el mercado REPO que sus pares internacionales, debido a restricciones de su Ley Orgánica Constitucional, que le impide adquirir documentos emitidos por el Estado. Por ello, el BCCh opera principalmente a través de préstamos con garantía prendaria (LCGP), en contraste con bancos centrales como la Reserva Federal, Banxico o el BCE, donde el REPO con bonos de gobierno es la herramienta central de la política monetaria de corto plazo. Así, la coexistencia de la LCGP para la inyección de financiamiento al sistema, más la emisión de PDBC para su drene, sustituyen la existencia de REPOs y anti-REPOs con bonos de la Tesorería, resultando naturalmente entonces en baja liquidez en este último mercado.

### 3. Avances Recientes: la Ley de Resiliencia Financiera de 2023

Un hito relevante fue la promulgación de la Ley de Resiliencia del Sistema Financiero (Ley N° 21.641) en 2023, que actualizó significativamente el marco legal de las operaciones REPO, con el objetivo de dar certidumbre jurídica y promover el desarrollo del mercado.

Antes de 2023, existían tres debilidades que dificultaban la existencia de un mercado de REPOs: falta de claridad en la legislación de insolvencia sobre el tratamiento de los REPOs en caso de quiebra, ausencia de un convenio marco estándar reconocido legalmente, e incertidumbre sobre los requerimientos de capital aplicables. La nueva ley abordó estas debilidades de manera sustantiva.

Por ejemplo, al ampliarse las "obligaciones conexas" para incluir REPOs bajo convenio marco reconocido, posibilitando compensación y neteo en caso de quiebra, se despejaron incertezas jurídicas relevantes. Se extendió el close out a los REPOs el tratamiento ya aplicable a derivados, permitiendo terminar y netear posiciones ante incumplimientos. La ley le otorgó al BCCh facultades para definir los contratos marco, y en la práctica ha avanzado reconociendo el GMRA de la ICMA como estándar para REPOs transfronterizos. Se incorporó legalmente la facultad de los depósitos centralizados de transferir el dominio de valores en REPOs, y habilitó que los depósitos administren sistemas de compensación y liquidación especializados en REPOs.

Desde el año pasado, el BCCh y CMF han puesto en consulta las normas que extienden compensación a REPOs y modifican su requerimiento de capital para bancos, respectivamente. El avance en clarificar todos estos ámbitos puede que esté teniendo desde ya efectos en el mercado. Por un lado, desde la segunda mitad de 2025 se observa un incremento en las operaciones pasivas y activas de retrocompra y retroventa de bancos chilenos entre sí y con contrapartes externas. Asimismo, las tenencias de bonos soberanos chilenos en manos de inversionistas extranjeros se han incrementado de forma relevante. El mismo swap spread ha tenido una mayor estabilidad y compresión. Información anecdótica sugiere que los avances regulatorios pueden estar teniendo un rol en estos desarrollos.

activas de retrocompra y retroventa de bancos chilenos entre sí y con contrapartes externas. Asimismo, las tenencias de bonos soberanos chilenos en manos de inversionistas extranjeros se han incrementado de forma relevante. El mismo swap spread ha tenido una mayor estabilidad y comprensión. Información anecdótica sugiere que los avances regulatorios pueden estar teniendo un rol en estos desarrollos.

## Lo que aún falta: brechas pendientes

En todo caso, existen algunas brechas pendientes que es necesario seguir abordando. Por ejemplo, hace falta un mecanismo de coordinación institucional, que establezca un marco regular de consulta entre BCCh, CMF y Ministerio de Hacienda para realizar diagnósticos, alinear objetivos y calendarios. No se ha adoptado un contrato estándar ampliamente utilizado por todos los participantes del mercado local. Persisten algunas brechas no resueltas en seguros, fondos mutuos y fondos de pensiones, que pueden limitar la participación de estos actores. La infraestructura operativa avanza, particularmente con el rol del DCV y transferencia de colateral en forma exploratoria, pero no se percibe lo mismo con un potencial servicio tripartito. No se ha establecido los estándares de registro y transparencia, por ejemplo, con un repositorio central de transacciones REPO, dificultando la supervisión y la transparencia para los participantes. En síntesis, la Ley de Resiliencia creó el andamiaje legal necesario, pero el desarrollo del mercado requiere aún un conjunto articulado de medidas normativas, operativas y de coordinación.

## 4. Lecciones de la experiencia internacional

La experiencia de EE.UU., la Eurozona y México permite identificar elementos comunes de los mercados REPO profundos y extraer lecciones aplicables a Chile.

En todas las jurisdicciones con mercados REPO profundos se observan: un marco legal robusto con close-out netting; contratos marco estandarizados (GMRA/MRA); reglas contables y tributarias claras; infraestructura de mercado (mark-to-market, margin calls, DvP); y participación diversa de actores bancarios y no bancarios.

El mercado REPO estadounidense —el mayor del mundo, con USD 12 trillones— funciona a través de tres segmentos: tripartito, centralizado con Entidad de Contraparte Central (ECC) y bilateral. Los primary dealers dependen del REPO para financiar inventarios de bonos del Tesoro y cumplir sus obligaciones de market making. La Reserva Federal opera activamente en el mercado REPO tanto para implementar la política monetaria como para proveer un piso y techo a las tasas de corto plazo. En 2023, la SEC exigió la compensación centralizada de REPOs con bonos del Tesoro para 2027.

La Eurozona cuenta con múltiples mercados REPO que aceptan colaterales soberanos de distintos países miembros. La infraestructura está dominada por Eurex Repo (más de 160 participantes internacionales). El Eurosystem opera a través de los Main Refinancing Operations (MROs), funcionalmente similares a los REPOs. Las aseguradoras y fondos de pensiones representan aproximadamente el 40% del mercado en euros, aportando estabilidad y profundidad.

El mercado REPO mexicano es el más relevante como referencia para Chile, por ser país emergente. Con volumen diario de aproximadamente USD 2.400 millones, opera de forma completamente bilateral y mayoritariamente overnight, con dos tercios de las operaciones colateralizadas con bonos de gobierno. Banxico opera activamente REPOs intradía y overnight con bonos federales como colateral. El desarrollo de este mercado no fue espontáneo: requirió iniciativas deliberadas del gobierno desde los años 90, incluyendo la emisión de bonos de largo plazo e indexados a la inflación, y reformas regulatorias orientadas a adoptar mejores prácticas internacionales.

## 5. Recomendaciones de Política

El desarrollo del mercado REPO en Chile requiere avanzar en **cuatro frentes** de manera coordinada.

En **materia de gobernanza**, la pieza central es la creación de un Comité Público liderado por el BCCh —dada su doble condición de regulador y gestor de liquidez— con participación de la CMF, la SP y el Ministerio de Hacienda, y con presencia periódica del sector privado: bancos, aseguradoras, AFPs, AGFs, corredores y el DCV. Este comité operará como mesa de coordinación permanente, encargada de identificar prioridades, impulsar cambios normativos y supervisar su implementación. La experiencia de otros países muestra que cuando reguladores y agentes de mercado trabajan en conjunto, la adopción de estándares se acelera considerablemente.

En el **plano normativo**, las modificaciones necesarias abarcan varios sectores. Para las compañías de seguros, corresponde revisar la Ley de Seguros y la regulación de la CMF a fin de reconocer los REPOs como activos elegibles, precisando su tratamiento en reservas técnicas y capital. Para bancos, corredores y fondos mutuos, el camino pasa por concretar los proyectos normativos que la CMF ya tiene en consulta y por desarrollar normativa secundaria que admita líneas de REPO pre-aprobadas como herramienta

de gestión de liquidez. En materia tributaria, la tarea prioritaria es evitar la doble tributación mediante el reconocimiento de quien es el beneficiario final de la operación de REPO. Es necesario difundir y capacitar a las instituciones sobre el tratamiento contable de los REPOs para garantizar registros homogéneos y comparables.

La **estandarización contractual y operativa** constituye otro pilar fundamental. Sobre la base del marco habilitado por la Ley de Resiliencia Financiera de 2023, debemos avanzar en definir contrato marco local inspirado en los estándares internacionales, que incluya lineamientos comunes para la valoración del colateral —utilizando precios de proveedores autorizados— y umbrales uniformes para los llamados de margen. Es igualmente importante acordar parámetros de haircut por tipo de instrumento para gestionar prudentemente el riesgo de mercado. Todo lo anterior debe complementarse con un registro central de operaciones —extendiendo, por ejemplo, el SIID del BCCh— que recoja monto, colateral, plazo y tasa, y cuyas estadísticas agregadas se publiquen regularmente para generar confianza y profundidad.

El **desarrollo de la infraestructura de mercado** debería seguir una secuencia gradual. En el corto plazo, el DCV puede asumir su rol como custodio en REPOs bilaterales, estableciendo procedimientos automáticos para la transferencia y devolución de títulos y ofreciendo servicios de segregación de colateral. En el mediano plazo, conviene explorar un servicio de REPO tri-party que simplifique la gestión de garantías y facilite la incorporación de inversionistas no bancarios. A más largo plazo, cabe analizar la integración de contratos REPO en las entidades de contraparte central existentes, lo que eliminaría el riesgo de contraparte, permitiría mayor neteo y, eventualmente, consolidaría infraestructuras para traspasar economías de escala al conjunto de los participantes.

Tres medidas complementarias pueden acelerar el crecimiento del mercado. Primero, homologar para las AFPs la definición de mercado secundario formal local con la que rige en el exterior, habilitándolas para operar en mercados OTC donde se concentra la renta fija soberana. Segundo, concretar el programa de formadores de mercado de bonos soberanos con derechos y obligaciones bien definidos —acceso a subastas, operaciones de recompra del Tesoro—, pues la disponibilidad de REPOs es indispensable para que los market makers financien sus posiciones y mejoren las condiciones de negociación. Tercero, avanzar en la internacionalización del peso atrayendo participantes extranjeros al mercado local, lo que incrementaría la demanda por REPOs en moneda chilena y permitiría arbitrar escaseces de liquidez.

Si estas reformas no fueran suficientes para alcanzar la escala y liquidez en el mercado de deuda soberana de mercados comparables, sería pertinente evaluar medidas más estructurales. El BCCh podría utilizar deuda de largo plazo propia para sus facilidades de liquidez en REPO, reduciendo la dependencia de los PDBC, y creando facilidades de inyección y drene en el mercado abierto. Las restricciones de apalancamiento de las AFPs podrían revisarse bajo criterios prudenciales para permitir apalancamiento moderado mediante REPOs destinado al ajuste temporal de carteras. En algún momento puede que deba revisarse el marco legal para autorizar al BCCh a operar REPOs con bonos de gobierno, con salvaguardias como las existentes en México, para evitar el financiamiento del presupuesto fiscal.

## BOTTOM LINE

---

Desarrollar un mercado REPO profundo y activo es una de las reformas financieras de mayor rentabilidad social que Chile puede emprender en el corto plazo: reduce los costos de financiamiento del Estado, mejora la gestión de liquidez del sistema financiero, fortalece la transmisión de la política monetaria y aumenta la resiliencia ante shocks externos.

Chile cuenta con las condiciones necesarias para avanzar. La Ley de Resiliencia de 2023 resolvió las principales incertidumbres legales. Tenemos la infraestructura básica operacional. Las autoridades comparten el diagnóstico y hay voluntad del sector privado. Lo que falta es pasar del diagnóstico a profundizar una acción coordinada: la evidencia internacional es inequívoca en que el mercado REPO no se desarrolla espontáneamente, sino que requiere una estrategia deliberada con liderazgo público claro, reformas normativas coherentes entre sectores, estandarización contractual e infraestructura progresivamente más sofisticada.

La secuencia lógica de implementación arranca con la puesta en marcha del Comité Público, que deberá evaluar el ritmo y el orden de las adecuaciones normativas y operativas. En un horizonte de uno a dos años, ese proceso debería producir un mercado de REPOs funcional con participación de bancos, corredores, aseguradoras y administradoras de fondos bajo el nuevo marco legal. A medida que el mercado gane volumen y confianza, se pueden emprender las reformas más profundas que consoliden el REPO como un pilar estructural del mercado financiero chileno.

Con una estrategia coordinada, Chile puede pasar de tener prácticamente ningún mercado REPO a contar con un mercado profundo y activo en un plazo de dos a cinco años. El beneficio directo para los contribuyentes —en la forma de menores costos de la deuda pública— justifica plenamente el esfuerzo.

## **SOBRE UAI Y LA ESCUELA DE NEGOCIOS**

Con más de 70 años de trayectoria, la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez es una de las más prestigiosas de Chile y un referente en la formación de líderes empresariales de Latinoamérica. Su excelencia está respaldada por su triple acreditación internacional (Equis, AMBA y QS) desde el año 2015, única en el país, y por la alta calidad de sus posgrados, MBAs y cinco carreras de pregrado. Su destacado cuerpo académico contribuye con investigación de alto nivel, donde destaca el ámbito de la economía y finanzas.

[NEGOCIOS.UAI.CL](http://NEGOCIOS.UAI.CL)

## **SOBRE ICARE**

ICARE es una corporación privada sin fines de lucro e independiente de intereses gremiales y políticos, fundada en 1953 por empresarios y profesionales vinculados a diversos sectores de la actividad económica nacional con el propósito de promover la excelencia empresarial en el país. Proporciona a los niveles directivos información relevante sobre el medio nacional e internacional, facilitando la comprensión y oportuna evaluación de las fuerzas que mueven los mercados y las tendencias que influyen en el funcionamiento de las empresas. Además sirve de punto de encuentro para la reflexión sistemática sobre la gestión empresarial y su enfoque presente y futuro.

[ICARE.CL](http://ICARE.CL)

