

Santiago, 20 de marzo de 2025
CG/022/2025

Señora
Solange Berstein Jáuregui
Presidenta
Comisión para el Mercado Financiero
Presente

Ref.: Llamado de la Comisión del Mercado Financiero a aportar propuestas que impulsen el desarrollo del mercado financiero.

De nuestra consideración:

Me refiero al documento publicado el pasado 12 de diciembre por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) 2024, llamando a aportar propuestas que impulsen el desarrollo del mercado financiero.

Como es de su conocimiento, los shocks sistémicos (internos y externos) que ha vivido Chile en los últimos 5 años producto del estallido social (2019), la pandemia de COVID-19 (2020-2021), la incertidumbre política a través de proyectos constitucionales (2022-2023) y elecciones, han evidenciado la necesidad de desarrollar un mercado de Repo en Chile, con el fin de mejorar la estabilidad financiera, y así también la gestión de liquidez tanto de los bancos, como de otros actores financieros institucionales como AFPs y Fondos Mutuos.

Lo anterior ha sido evidenciado en las evaluaciones del mercado financiero chileno llevadas a cabo por el Fondo Monetario internacional (2022)^{1,2} así como en la discusión legislativa que llevó a la implementación de la Ley de Resiliencia en el 2023, en la cual explicitaban que un mercado Repo le permitiría a Chile fortalecer su resiliencia financiera y profundizar su mercado de capitales.

Adicionalmente, la SEC en Estados Unidos está llevando a cabo la implementación de un mandato para que los Repos sean compensados en ECCs y otras jurisdicciones como Inglaterra ya están analizando cómo implementar un mandato de clearing de Repos para obtener los

¹ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/09/09/Chile-Financial-Sector-Assessment-Program-Technical-Note-on-Systemic-Liquidity-523255>

² <https://www.imf.org/en/Publications/selected-issues-papers/Issues/2025/02/25/Post-Pandemic-Changes-to-Chiles-Financial-Markets-Chile-562679>

beneficios de la compensación centralizada³. En el caso de Europa, todavía no hay declaraciones de un mandato de Repos, sin embargo, aproximadamente un 60% de los Repos se compensan en una ECC.

Por el lado de la compensación centralizada de derivados, la existencia de un mercado Repo tendría importantes beneficios para la gestión y uso eficiente de los colaterales constituidos para la mitigación de Riesgo de Crédito de Contraparte, especialmente cuando a febrero de 2025 se mantenían en ComDer garantías por mil cien millones de dólares en papeles emitidos por el Banco Central de Chile y la Tesorería General de la República.

También es importante comentar que un mercado líquido de Repos en Chile facilitaría la implementación del programa creadores de mercado, por parte del Ministerio de Hacienda, de manera que los creadores de mercado cuenten con un producto para financiar posiciones de títulos de Tesorería, y herramientas para gestionar el riesgo de mercado de los títulos asignados en las licitaciones.

Conforme con lo expuesto, la propuesta de ComDer para impulsar el desarrollo del mercado financiero, apunta al **Desarrollo del Mercado Interbancario de Repos con liquidación y compensación centralizada a través de una ECC Calificada**.

En el anexo adjunto se encuentran los detalles de la propuesta, así como los elementos que facilitarían su implementación.

Sin otro particular y quedando a su disposición para participar en las instancias de discusión y análisis de estas y otras propuestas, saluda atentamente a usted,



Felipe Ledermann Bernal
Gerente General
Comder Contraparte Central S.A.

³ <https://www.risk.net/regulation/7961148/gilt-repo-clearing-mandate-on-bank-of-englands-radar>

ANEXO

Propuesta: Desarrollo del mercado interbancario de Repos en Chile, utilizando una Entidad de Contraparte Central Calificada (ECC) para su compensación y liquidación.

1. **Ámbito de Aplicación**

La propuesta se encuentra dentro de las temáticas de interés preferente número 2 (Plataformas de Negociación e Infraestructuras de Mercado) y 3 (Profundidad del Mercado) declaradas por la CMF. Consideramos que estas propuestas facilitarían el Desarrollo del Mercado de Repos Interbancario, a través de los beneficios probados de la liquidación y compensación centralizada de productos financieros a través de una ECC Calificada.

2. **Descripción de la situación actual de mercado Repo en Chile**

Actualmente, Chile no cuenta con un mercado de Repos desarrollado, aun cuando su mercado financiero es uno de los más desarrollados de América Latina. En los últimos años, tanto organismos nacionales como internacionales han analizado la falta de desarrollo del mercado Repo en Chile.

En los trabajos locales, y en especial por las evaluaciones llevadas a cabo por el Fondo Monetario Internacional, se ha evidenciado que el mercado interbancario en Chile opera mayormente en una base no garantizada (unsecured), y entre las razones declaradas por estos organismos se encuentran:

- Falta de incentivos regulatorios para preferir préstamos garantizados sobre préstamos no garantizados
- Costos de infraestructura y adaptación operativa para implementar un mercado Repo
- Facilidad que tienen los bancos para recurrir al BCCh para obtener liquidez

En tal sentido, la necesidad de contar con un mercado Repo fue más evidente en los escenarios de shocks sistémicos (internos y externos) que ha vivido Chile en los últimos 5 años, producto del estallido social (2019), la pandemia de COVID-19 (2020-2021), la incertidumbre política a través de proyectos constitucionales (2022-2023) y las elecciones.

Consideramos que en la actualidad existen nuevas oportunidades para fomentar el desarrollo del Mercado Repo, en particular el interbancario, a partir del uso de una Entidad de Contraparte Central Calificada ("ECCs").

Lo anterior se basa en el continuo crecimiento que ha tenido el mercado de derivados con subyacente peso chileno, tanto a nivel internacional como a nivel local producto de la

compensación y liquidación de estos instrumentos en ECCs reconocidas internacionalmente, lo que permite a los bancos reducir de forma importante su exposición al riesgo de crédito de contraparte con el consecuente menor requerimiento de capital.

Adicionalmente, debido a que los Repos, al igual que los derivados, están expuestos al riesgo de crédito de contraparte, los reguladores internacionales están buscando que sea mitigado utilizando ECCs (ver ejemplos en USA y UK).

Un mercado profundo de Repos interbancario permitirá mejorar la gestión de liquidez tanto de los bancos, como de otros actores financieros institucionales como AFPs y Fondos Mutuos, complementar la provisión de liquidez que otorga el Banco Central y fortalecer la profundidad y estabilidad del mercado de capitales

A continuación, explicaremos las medidas que, a nuestro juicio, pueden facilitar el desarrollo del mercado Repo usando una ECCs para liquidar y compensar dicho producto.

3. Medidas para facilitar el Desarrollo del Mercado Interbancario de Repos con liquidación y compensación centralizada a través de una ECC Calificada

3.1. Modificación de la RAN 21-6 de forma que se le asigne un APR del 2% a la exposición del riesgo de crédito de contraparte a los Repo en una ECC calificada

Actualmente, la regulación bancaria en Chile no incentiva suficientemente el uso de Repos compensados en una Entidad de Contraparte Central (ECC). En mercados internacionales, bajo Basilea III, se ha establecido un ponderador de riesgo del 2% para exposiciones a ECC calificadas, lo que incentiva la compensación centralizada y mejora la eficiencia del capital de los bancos.

Sobre la base de la experiencia de ComDer durante sus 10 años de operación, la mayor demostración de la importancia de incentivos regulatorios para operar en una ECC vino de la regulación internacional, cuando la Comisión Europea le otorgó a Chile la condición de jurisdicción equivalente declarando que: *"...esta equivalencia facilitará el acceso de los bancos de la UE a estas ECC extranjeras y a productos de compensación denominados en monedas locales. Si no se toman estas decisiones de equivalencia y reconocimiento, los bancos de la UE se enfrentarán a mayores costos de capital..."*. El significativo aumento de la compensación de derivados en ComDer, por parte de bancos con matrices extranjeras, ocurrió luego del otorgamiento de la categoría de ECC calificada por parte del regulador europeo.

Por lo mismo, es muy importante tener en cuenta que las instituciones que consolidan sus exposiciones crediticias en matrices fuera de Chile, y que están sujetas a Basilea III, necesitan que estas exposiciones estén bajo un ponderador de riesgo del 2%. Consideramos que el desarrollo de un mercado Repo interbancario en Chile puede tener mayor viabilidad, si la compensación y liquidación se realiza a través de una ECC calificada y reconocida

internacionalmente, ya que el uso eficiente del capital es prioritario en los bancos extranjeros bajo Basilea III.

Propuesta

- Modificar la RAN 21-6 para asignar un APR del 2% a la exposición de riesgo de crédito de contraparte en operaciones de Repos dentro de una ECC calificada.
- Asegurar que esta modificación sea consistente con la normativa internacional y las mejores prácticas de compensación centralizada.
- Coordinar con la CMF y el BCCh para la aprobación e implementación de la nueva regulación.

Beneficios

- Mayor incentivo para que los bancos utilicen la ECC, reduciendo el riesgo sistémico.
- Reducción de costos de capital para los bancos, fomentando la adopción de Repos compensados.
- Mayor alineación con estándares internacionales de Basilea III.

3.2. Desarrollo de un contrato único para el producto Repo para Participantes de una ECC, lo que permitirá simplificar los acuerdos bilaterales entre los bancos

Actualmente, el desarrollo de los acuerdos bilaterales entre bancos para la ejecución de operaciones de Repos, son de alta complejidad ya que implican, consensuar, por ejemplo, requerimientos de márgenes bilaterales que les permitan mitigar el riesgo de crédito de contraparte y así obtener menores cargos de capital.

En particular, ComDer implementó un modelo de riesgo que ha sido validado y probado por los bancos participantes, el cual durante los últimos 10 años de operación no ha registrado discrepancias entre los participantes de la ECC, lo cual refuerza la importancia de contar con un contrato único que centralice la interacción entre los Participantes.

Propuesta

- Desarrollar un contrato único para Repos para participantes de una ECC.
- Modificar las Normas de Funcionamiento de ComDer para incluir el producto Repo.

Beneficios

- Modelo único de requerimientos de márgenes y de valorizaciones.
- Mayor eficiencia operativa y reducción de costos transaccionales.
- Reducción del riesgo legal al contar con un marco contractual estandarizado.
- Aceleración en la implementación del mercado interbancario de Repos.
- Eliminación de discrepancias entre los bancos con respecto a requerimientos de garantías, valorización y liquidación de los Repos.

3.3. Crear las condiciones para que las plataformas transaccionales en donde se negocien los Repos se interconecten de la forma más eficientemente con la ECC, esto es un STP (un Strait-Through Processing)

En reuniones sostenidas con bancos, se ha señalado la dificultad que tienen para implementar nuevos productos que requieran de desarrollos tecnológicos. Por ejemplo, el mecanismo de envío de contratos swaps a ComDer.

En particular, los bancos señalan que la implementación de un nuevo producto que requiera de un desarrollo tecnológico, por pequeño que sea, demora varios años en ser implementado, dada la priorización de proyectos, y los requerimientos adicionales de recursos, cambios a sistemas, y estos tiempos son aún mayores en el caso de las autorizaciones de bancos con matriz extranjera.

Para viabilizar la implementación de un mercado Repo, es fundamental que los desarrollos que tengan que hacer los bancos sean los menos posible, que idealmente cualquier sistema a utilizar ya esté en funcionamiento en el banco, que las plataformas transaccionales nacionales e internacionales utilizadas por los bancos estén interconectadas con la ECC de manera fluida a través de procesos (STP), que permiten la automatización del flujo de información.

Propuesta

- Facilitar la integración con plataformas de negociación utilizadas en mercados nacionales e internacionales para derivados y Repos.
- Implementar un **STP (Straight-Through Processing)** para la operación de Repos en Chile.
- Apalancar la conexión existente de ComDer con el DCV para la liquidación eficiente de garantías.

Beneficios

- Reducción de costos operativos y tiempos de ejecución.
- Mayor eficiencia en la liquidación de transacciones y mitigación del riesgo operativo.
- Facilidad para que los bancos adopten el mercado Repo sin necesidad de grandes cambios en su infraestructura tecnológica.

3.4. Evaluar una eventual participación del Banco Central de Chile en el mercado Repo, sin tomar riesgo de crédito con los participantes, a través de una ECC. Esto debiera darle más liquidez al mercado Repo

En mercados desarrollados los bancos centrales participan en ECCs con el objetivo de interactuar con el mercado a través de transacciones con distintas contrapartes, pero al mismo tiempo sin asumir riesgo de crédito de contraparte con estas últimas. En Chile, el BCCh podría desempeñar

un rol similar para dinamizar el mercado Repo sin comprometer su patrimonio tomando riesgos innecesarios.

ComDer es un activo participante de las mesas internacionales de discusión de desarrollo de las ECC, y al mismo tiempo miembro del Comité Ejecutivo de la asociación mundial de ECCs. Debido a lo anterior, ComDer puede aportar con experiencias y resultados en otras jurisdicciones.

Propuesta

- Evaluar la posibilidad de que el BCCh participe en el mercado Repo a través de una ECC, sin asumir riesgo de crédito de contraparte con múltiples bancos.
- Diseñar mecanismos para que el BCCh pueda actuar como proveedor de liquidez en momentos de estrés financiero, sin interferir en la formación de precios del mercado.
- Implementar un marco regulatorio que permita la interacción del BCCh con la ECC bajo condiciones claras y transparentes y que no le generen ningún tipo de exposición de crédito con la ECC.

Beneficios

- Facilitar la puesta en funcionamiento del mercado de Repo interbancario, para una posterior extensión a otros actores.
- Aumento de la liquidez en el mercado Repo, promoviendo su desarrollo.
- Mayor capacidad de respuesta ante eventos de estrés financiero.

3.5. Evaluar la experiencia de los países que están migrando hacia el clearing centralizado de Repos, como referencia para el programa que está impulsando el Ministerio de Hacienda para la creación del programa de creadores de Mercado de los títulos emitidos por la Tesorería General de la República

Internacionalmente se entiende claramente el rol fundamental que tiene el mercado Repo para desarrollar un programa de creadores de mercado, ya que un mercado líquido de Repos permite entre otros: financiar la compra de estos bonos, proveer liquidez al mercado secundario de bonos e implementar estrategias de negociación y arbitraje.

Sin el mercado de Repos, las instituciones que van a participar como creadores de mercado tendrían dificultades para financiar posiciones importantes de títulos de tesorería, lo que afectaría su capacidad de participar en subastas y ayudar a mantener la estabilidad del mercado.

En la actualidad, Estados Unidos está migrando a un mandato de compensación centralizada de Repos, y debido a los beneficios de la compensación centralizada, Inglaterra ya está pensando en hacer lo mismo. Europa no ha hecho ningún movimiento, sin embargo, el 60% de todos los Repos se compensan y liquidan en una ECC. Por ello, migrar a un modelo de Repos con compensación centralizada puede también tener un efecto positivo en el programa de creadores

de mercado de títulos de deuda pública que está desarrollando el Ministerio de Hacienda de Chile para los títulos emitidos por la Tesorería General de la República.

Propuesta

- Analizar la experiencia internacional en la implementación de Repos compensados en ECCs y donde al mismo tiempo existen programas de creadores de mercado para títulos de deuda pública.
- Evaluar cómo un esquema de clearing centralizado puede mejorar la eficiencia y liquidez en el mercado de deuda pública chilena.
- Diseñar un esquema en el cual los creadores de mercado tengan acceso a financiamiento mediante Repos en una ECC.

Beneficios

- Mayor eficiencia en las operaciones de los creadores de mercado.
- Reducción de costos de financiamiento de la deuda pública.
- Aumento de la liquidez en el mercado secundario de bonos del Tesoro.

4. Consideraciones adicionales que podrían facilitar el desarrollo del mercado Interbancario de Repos

Una de las características que se ve actualmente en el mercado de tasas de interés en Chile es que las tasas de los bonos de Tesorería están muy por sobre las tasas de los swaps cámara promedio en pesos. Esto ocurre aun cuando el swap promedio de cámara en pesos representa el costo equivalente de fondos de financiar una posición a la tasa de interés a un día (esto es una tasa TPM).

Lo anterior se podría arbitrar si existiera un mercado Repo, debido a que actores del mercado, como bancos, podrían comprar bonos y financiarlos usando un Repo (pagando tasa Repo la cual debiera ser cercana a la TPM) y, al mismo tiempo, pagar la tasa swap en pesos al plazo del bono comprado inicialmente. De esta forma obtendría como beneficio el diferencial entre la tasa del bono y la tasa del swap (a esto se le conoce como un Asset-swap). Lo anterior, haría que la demanda BTPs y BTU subiera, y las respectivas tasas de estos bonos bajarán.

Durante el 2024 la tasa de los BTP de 10 años estuvo durante bastante tiempo en valores cercanos a 100 puntos básicos sobre la tasa swap de 10 años, arbitraje complejo de implementar sin un mercado de Repo profundo. Adicionalmente, es importante recalcar que los swaps como los Repos utilizados en este arbitraje debieran ser compensados en una ECC, de forma de que los cargos de capital sean lo más bajo posibles reduciendo de esta forma el costo de capital en la mencionada estrategia de arbitraje.

En tal sentido, a partir de diferenciales entre la tasa del swap promedio cámara en pesos y las tasas de los títulos de deuda emitidos por la Tesorería General de la República, se generarían oportunidades de trading para los bancos.