

Los mercados de repos en el sistema financiero: Fundamentos, regulación y el caso de Bolivia

Repo markets in the financial system: foundations, regulation, and the case of Bolivia

Paola Alejandra Pereira Soliz*

Universidad Privada Boliviana (UPB), Bolivia
paolapereira@upb.edu

 0009-0005-5950-3352

Alejandro Vargas Sánchez

Universidad Privada Boliviana (UPB), Bolivia
alejandro.vargas@upb.edu

 0009-0009-5559-0427

Resumen: Este estudio analiza el funcionamiento del mercado de operaciones de repo como un mecanismo central para la provisión de liquidez y el financiamiento de corto plazo, integrando la evidencia internacional con un examen del caso boliviano para el periodo 2014 al primer semestre de 2025. A nivel global, los repos se han consolidado como instrumentos esenciales para la gestión de colateral y la transmisión de la política monetaria. En Bolivia, el análisis empírico revela tres fases claras: i) un periodo de expansión continua entre 2014 y 2022, caracterizado por la predominancia de Depósitos a Plazo Fijo (DPF), Letras y Bonos del Tesoro y una dinámica de tasas relativamente estable; ii) una ruptura estructural a partir de junio de 2023, corroborada mediante pruebas formales de cambio de régimen, marcada por una fuerte contracción de volúmenes, el colapso de las operaciones con DPF y un deterioro significativo de las condiciones de fondeo; y iii) un reacomodo reciente hacia operaciones en UFV y colaterales privados, acompañado de mayor volatilidad de tasas, reflejo de la escasez de colaterales indexados. En conjunto, los hallazgos subrayan la necesidad de fortalecer el marco regulatorio, las prácticas de gestión de riesgos y la estandarización operativa para consolidar un mercado de repos más eficiente y alineado con estándares internacionales.

Palabras clave: Repos, reporto, financiamiento de corto plazo, liquidez, colateral.

Abstract: This paper explores the functioning of the repo market as a core mechanism for liquidity provision and short-term funding, combining international evidence with an analysis of the Bolivian case from 2014 through the first half of 2025. At the global level, repos have become foundational instruments for collateral management and the transmission of monetary policy. In Bolivia, the empirical assessment reveals three well-defined phases: i) a period of sustained expansion between 2014 and 2022, characterized by the predominance of Time Deposits (DPF), Treasury bills and bonds, and relatively stable rate dynamics; ii) a structural break beginning in June 2023, validated through formal regime-shift tests, marked by a sharp contraction in volumes, the collapse of DPF-backed transactions, and a significant deterioration in funding conditions; and iii) a recent shift toward UFV-denominated operations and private collateral, accompanied by heightened rate volatility, reflecting the scarcity of inflation-indexed collateral. Overall, the findings highlight the need to strengthen the regulatory framework, risk-management practices, and operational standardization to consolidate a more efficient repo market aligned with international benchmarks.

Keywords: Repos, repurchase agreements, short-term financing, liquidity, collateral.

*Corresponding autor

1. Introducción

La liquidez de corto plazo constituye uno de los pilares silenciosos pero fundamentales del sistema financiero moderno. En economías donde las tensiones de liquidez emergen con rapidez ya sea por choques externos, desbalances fiscales o episodios de desconfianza, los mercados de repos se convierten en el principal mecanismo para sostener la operatividad, el fondeo inmediato y la estabilidad transaccional del sistema financiero.

Bolivia enfrenta actualmente un entorno macroeconómico frágil, marcado por un crecimiento estancado, presiones inflacionarias, deterioro fiscal y una posición externa debilitada. Las restricciones de divisas, un tipo de cambio paralelo superior al tipo de cambio oficial y la caída en la producción de hidrocarburos han intensificado los desequilibrios internos, mientras que las reservas internacionales continúan en niveles históricamente bajos. Aun así, el sistema bancario mantiene solvencia suficiente para evitar riesgos sistémicos inmediatos¹.

A pesar del rol creciente de estos instrumentos, la literatura académica y técnica en Bolivia ha prestado escasa atención al funcionamiento del mercado de repos. Mientras los informes del Banco Central de Bolivia y ASFI se centran en estabilidad financiera, política monetaria y crédito, no profundizan en la operativa del mercado de repos, sus determinantes, riesgos o estructura competitiva. Incluso los documentos especializados [1] describen mecanismos operativos generales, pero no desarrollan un análisis empírico del mercado bursátil de repos ni su evolución reciente. En consecuencia, existe un vacío de investigación sobre un segmento que hoy es crucial para comprender las condiciones de liquidez del país.

El objetivo de este estudio es caracterizar y analizar la evolución del mercado de repos en Bolivia, evaluando sus volúmenes, tasas de interés y estructura de participantes, así como identificar los cambios estructurales que emergieron en el periodo 2014–2025. En ese sentido, el trabajo se organiza de la siguiente manera: la segunda sección presenta el marco teórico sobre mercados financieros y operaciones de repos; la tercera parte detalla la operativa, regulación y estructura del mercado de repos en Bolivia; la cuarta sección presenta la evidencia empírica sobre

volúmenes, tasas y participantes; finalmente, la quinta sección expone las conclusiones y las implicaciones para la regulación y la estabilidad financiera.

2. Marco Teórico

El análisis de las negociaciones de repos requiere enmarcarlas dentro de un ecosistema más amplio que incluye al sistema financiero, los mercados de dinero y la dinámica de las tasas de interés. En este sentido, este apartado primero examina el papel del sistema financiero como canalizador de recursos y motor del desarrollo económico; luego, aborda a los mercados de dinero, como el espacio en el que se negocian instrumentos de corto plazo y se provee liquidez; finalmente, se estudian los *repurchase agreements* (repos), contratos cuya relevancia internacional y particularidades en el caso boliviano son el eje central de esta investigación.

2.1. Sistema Financiero

El sistema financiero es un sector clave de la economía que hace posible la eficiente asignación de capitales y que posee una relación positiva con el desarrollo económico [2]. La estructura y funcionamiento del sistema financiero afecta de manera directa a la eficiencia con la que se canaliza el capital dentro de la economía hacia aquellos destinos que son más productivos [3]. Los sistemas financieros más desarrollados logran una mejor asignación de capitales al incrementar la inversión en sectores con mayor potencial de crecimiento [4]. En el caso de economías en desarrollo, como Bolivia, factores como la baja capacidad de ahorro interno y los elevados costos de financiamiento limitan la inversión productiva [5], lo que refuerza la necesidad de un sistema financiero más eficiente y profundo para sostener el crecimiento económico.

Este sistema hace posible el financiamiento de personas, empresas y gobiernos a través de financiamiento indirecto y directo [6]. Por un lado, el financiamiento indirecto requiere de la participación de intermediarios como los bancos, quienes ofrecen depósitos y otros productos financieros a los ahorristas para captar recursos que posteriormente son canalizados a personas y empresas través de préstamos bancarios. En este

1 Bolivia pasó en el último quinquenio de una recuperación post pandemia a una fase de estancamiento con crecientes desequilibrios internos y externos. Tras la contracción de 2020, el PIB real retomó tasas positivas, pero se desaceleró de forma continua hasta registrar un crecimiento de solo 0.7% en 2024, con una caída interanual de 2.6% en el último trimestre, reflejando la menor producción de hidrocarburos, el deterioro de la inversión pública y privada y la pérdida de dinamismo del consumo interno [41]. En un esquema de tipo de cambio prácticamente fijo y fuertes subsidios a los combustibles, la inflación se mantuvo contenida hasta 2023, pero el shock de escasez de divisas y la presión fiscal generaron un cambio de régimen: el IPC cerró 2024 con una variación acumulada de 9.97% y en octubre de 2025 la inflación interanual alcanzó alrededor de 22.23% [42]. Paralelamente, el déficit fiscal se ha mantenido elevado desde mediados de la década pasada, financiado crecientemente con deuda pública y uso de reservas, lo que redujo las Reservas Internacionales Netas a unos USD 1,976 millones a fines de 2024 (niveles históricamente bajos como porcentaje del PIB), si bien en 2025 se observa una recuperación parcial hasta aproximadamente USD 2,881 millones a agosto, esto se debe principalmente a valorización del oro monetario y operaciones puntuales de financiamiento externo [43]. Según el Informe de Estabilidad Financiera del Banco Central de Bolivia (julio de 2025), este entorno generó mayores tasas de interés internas, desaceleración del crédito y ampliación en la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo; no obstante, los indicadores de solvencia y liquidez del sistema bancario se mantienen por encima de los umbrales regulatorios, evitando hasta ahora riesgos sistémicos mayores [44].

tipo de financiamiento, el rol de los intermediarios es sumamente importante, dado que se encargan de la evaluación de los prestatarios y asumen el riesgo crediticio de las operaciones [7], además de mitigar problemas asociados al riesgo moral y la selección adversa al reducir los costos de seguimiento y control de los prestatarios [8].

La evidencia empírica muestra que en economías en las que predomina el financiamiento indirecto, la intermediación impulsa el crecimiento económico, especialmente en etapas tempranas de desarrollo o entornos con un marco legal débil, ya que permite movilizar el ahorro y al mismo tiempo garantizar la supervisión de los prestatarios [9]. Según Vargas [5], en economías como la boliviana la banca se consolida como el principal canal de asignación de recursos debido a que la limitada profundidad del mercado de capitales restringe la relevancia del financiamiento directo.

Por otro lado, el financiamiento directo permite la transferencia directa de recursos de los agentes superavitarios a los agentes deficitarios de la economía a través de la emisión y venta de valores [6]. En este tipo de financiamiento, al no existir un intermediario, el inversionista conoce con certeza al emisor y al destino de sus recursos, y por tanto es consciente de los riesgos específicos asociados a su inversión. Si bien este intercambio directo no requiere de un intermediario, necesita de la infraestructura física y tecnológica que permita el encuentro de emisores e inversionistas, infraestructura que es provista por los mercados financieros.

Iwasaki & Ono [9] sugieren que, a nivel global, el financiamiento directo puede tener un efecto positivo en el crecimiento económico, incluso superior al de la intermediación financiera en determinados contextos, exceptuando economías con mercados de capital poco profundos o en regiones con limitaciones estructurales, como es el caso de América Latina y el Caribe.

Más allá de buscar el mejor tipo de financiamiento, lo esencial es que ambos funcionen de manera eficiente, respaldados por un marco legal sólido [3]; por lo que el sistema financiero debe diseñarse para que tanto intermediarios como mercados funcionen de forma complementaria, maximizando la eficiencia y estabilidad del sistema [10]; tomando el papel de verdadero motor del desarrollo económico en función a la movilización del ahorro, asignación de capital, gestión de riesgos y provisión de liquidez [11] [3].

2.2. Mercados financieros

Dentro de los distintos tipos de mercados financieros, el mercado de dinero juega un papel muy importante, ya que permite otorgar liquidez al sistema. Si bien en este mercado no se negocia dinero como moneda, recibe este nombre debido a que los instrumentos financieros negociados a través de él son de corto plazo y altamente líquidos, es decir, que pueden convertirse en dinero con facilidad [6]. Estos instrumentos son emitidos por participantes del sistema financiero que requieren efectivo a corto plazo (por ejemplo, empresas que necesitan administrar cuentas por cobrar, cuentas por pagar e inventarios), y son adquiridos por aquellos participantes que tienen excedentes de efectivo a corto plazo y buscan rentabilizar estos recursos.

Tal como destacan Bessembinder *et. al.* [12], la microestructura de los mercados de dinero, caracterizada por intermediarios que se hacen cargo de la negociación “mayorista” y la estandarización de los instrumentos, juega un papel importante en la reducción de los costos de transacción y contribuye a la formación eficiente de precios². Asimismo, existe evidencia de que la liquidez en mercados de renta fija de corto plazo está estrechamente relacionada con la transparencia y la velocidad de la difusión de información [13].

La importancia de preservar estas condiciones de liquidez se hizo más evidente luego de la crisis financiera global. Luego de este episodio, el mercado de dinero se vio afectado tanto por cambios regulatorios como por la modificación de la forma en la que los intermediarios ofrecen financiamiento a corto plazo y actúan como proveedores de liquidez de los mercados [14], en muchos casos reduciendo su participación en operaciones de corto plazo. Estos cambios resaltan la importancia de un marco regulatorio estable y de una infraestructura robusta que sostenga la negociación y liquidación eficiente de instrumentos, así como la necesidad de intermediarios capaces de realizar un seguimiento y brindar mayor diversificación para canalizar el ahorro hacia necesidades de corto plazo de forma más segura y eficiente [8]. A partir de estas necesidades, surgen instrumentos financieros que combinan la liquidez y el colateral para dar soporte a las operaciones de financiamiento de corto plazo [15].

2.3. Repurchase Agreements - Repos

En el ámbito de las operaciones del mercado de dinero, los *repurchase agreements* o contratos de recompra (repos) destacan como uno de los instrumentos más utilizados, dado su papel esencial en la gestión eficiente de la liquidez. A diferencia de

² Esta característica requiere de la presencia de intermediarios especializados que proveen liquidez, reducen los diferenciales bid-ask y permiten una mayor profundidad del mercado. El diferencial *bid-ask* es la diferencia entre el precio de compra (*bid*) y el precio de venta (*ask*) de un activo, es un importante indicador de costos de transacción y de la eficiencia del mercado.

un instrumento financiero tradicional, este contrato implica la realización de dos transacciones financieras que pueden resumirse en la venta temporal de un instrumento financiero identificado como el activo subyacente, el cual actúa como colateral de la operación de financiamiento de corto plazo.

Como se observa en el Anexo 1 - Figura 1, en la primera transacción, el prestatario vende el activo subyacente al prestamista, y adicionalmente se compromete a recomprarlo en el corto plazo a un precio y en una fecha específica establecidos en el contrato. El precio de recompra pactado determina el costo del financiamiento para el prestatario y, por tanto, la rentabilidad de la operación para el prestamista. Dada la naturaleza del instrumento, el tiempo que transcurra entre la primera y la segunda transacción debe ser corto (dependiendo del mercado, entre 1 y 60 días). En la segunda transacción, el participante que inicialmente vendió el activo subyacente cumple con su compromiso y lo recompra en la fecha y precio previamente pactados, con lo cual se completa la operación de repo³.

2.3.1. Funciones y aplicaciones

Los repos juegan un papel clave dentro del sistema financiero debido a las funciones que cumplen y los beneficios que ofrecen a los participantes del mercado. Los principales usos de los repos en el sistema financiero son; financiar la tenencia de valores, obtener ingresos mediante inversiones de corto plazo con garantía y facilitar operaciones de venta en corto a través del préstamo de instrumentos financieros [16]. Desde la perspectiva del prestamista, los repos representan una inversión de bajo riesgo, al ser una inversión de muy corto plazo, estar respaldada por el activo subyacente y ofrecer retornos ajustados al plazo y calidad del colateral.

Además de su utilidad a nivel individual, el mercado de repos cumple funciones esenciales a nivel sistémico: proporciona una alternativa de financiamiento de corto plazo con garantía, facilita el ajuste de posiciones en los mercados de renta fija, respalda la formación eficiente de precios y tasas de interés, y actúa como un canal clave de transmisión de la política monetaria [17]. De hecho, los bancos centrales los utilizan frecuentemente como mecanismos transitorios para inyectar o absorber liquidez del sistema financiero [16].

En cuanto a su operativa, son los bancos comerciales, bancos centrales, fondos de inversión, aseguradoras, fondos de pensiones y *dealers*, quienes recurren a este mercado tanto para gestionar su liquidez como para obtener rentabilidad sobre exce-

centes temporales de efectivo [17]. El Anexo 1 - Tabla 1 resume las funciones económicas que los repos ofrecen a los distintos usuarios a nivel global según la perspectiva del *Committee on the Global Financial System CGFS*.

Desde una perspectiva más amplia de estabilidad financiera, los repos también son utilizados para la creación de una variable proxy de liquidez, ya que su tasa de interés refleja en tiempo real el costo y la disponibilidad del financiamiento colateralizado de corto plazo, ofreciendo señales tempranas de condiciones más relajadas o de mayor estrés en los mercados monetarios. Las posiciones de repos representan el principal margen utilizado por los intermediarios para ajustar el tamaño de sus balances, por lo que los cambios en las posiciones de repos permiten anticipar las condiciones de liquidez y riesgo del sistema financiero [18].

2.3.2. Formas de organización

Los mercados de repos se organizan principalmente en tres segmentos, cada uno con características operativas, participantes y niveles de riesgo diferenciados [19]: i) Repos *triparty* o de tres partes, en los cuales además de las dos contrapartes, interviene un tercero que es el custodio que facilita la operación. Este agente, se encarga de custodiar el colateral, valorarlo diariamente (*mark-to-market*), aplicar *haircuts*⁴ y asegurar que el flujo de efectivo y valores se liquide correctamente. Este tipo de organización brinda mayor seguridad operativa y reduce el riesgo de contraparte. Este sistema también facilita la diversificación del colateral, ya que el custodio gestiona portafolios de valores y aplica controles estandarizados que permiten a los inversionistas acceder a diferentes tipos de colateral con menor complejidad administrativa; ii) Repos bilaterales: son transacciones directas entre las contrapartes, sin la intervención de un tercero que cumpla el papel de custodio, las condiciones no son estandarizadas, sino que se negocian caso por caso entre las partes. Este tipo de operación es común entre *dealers*, bancos de inversión y fondos de cobertura, donde las relaciones de contraparte y la flexibilidad en la negociación resultan más relevantes que la estandarización. Aunque los repos bilaterales ofrecen mayor adaptabilidad, también conllevan mayores riesgos de contraparte y operativos, al depender directamente de los acuerdos individuales entre las partes y carecer del respaldo de un intermediario; y iii) Compensación centralizada a través de CCP, operaciones de repo a través cámara de compensación como la *Fixed Income Clearing Corporation FICC*, que actúa como cámara de contrapartida central (*Central Counterparty CCP*). La FICC se interpone entre el comprador y el vendedor,

3 La transferencia de su titularidad solo ocurre en caso de incumplimiento del compromiso de recompra por parte del prestatario. Este tipo de estructura, conocida como *pledged repo*, implica que el activo subyacente garantiza la operación sin transferir su propiedad. En este sentido, el prestatario conserva los derechos tanto políticos como económicos sobre el activo durante el plazo del contrato. En consecuencia, el rendimiento obtenido por el prestamista proviene exclusivamente de la diferencia entre el precio al que adquiere el activo en la primera transacción y el precio al que lo revende en la segunda transacción.

4 El "haircut" es la reducción porcentual aplicada al valor del colateral en una operación de repo, de modo que el efectivo prestado sea menor al valor total del activo, ofreciendo un margen de seguridad frente a variaciones de precio.

garantizando la liquidación y reduciendo el riesgo de incumplimiento. Este esquema incrementa la transparencia y facilita el neteo multilateral de posiciones, reduciendo la necesidad de liquidez y colateral para los participantes. La expansión del rol de la FICC tras la crisis financiera ha sido clave para fortalecer la resiliencia del mercado y mejorar la eficiencia de su infraestructura [20].

2.3.3. Tasas de interés

Por la naturaleza de una operación repo, el precio de recompra (de la segunda transacción) debe ser superior al precio de venta de la primera transacción, ya que el retorno de la inversión está dado por la tasa de interés (*repo rate*) que se origina de la diferencia entre ambos importes.

La tasa pactada en estas operaciones no es arbitraria, sino que refleja una combinación de múltiples factores relacionados entre sí [16]: i) las condiciones macroeconómicas y la política monetaria vigente, que influyen directamente sobre las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario; ii) la calidad crediticia y nivel de liquidez del colateral, donde activos de mayor riesgo implican una *repo rate* más alta; iii) el plazo de la operación, ya que los contratos con plazos más largos están sujetos a un mayor riesgo crediticio y por tanto suelen estar asociados a tasas más altas; iv) el carácter único o la escasez del colateral, que puede reducir la tasa si existe alta demanda por un valor específico; y v) la forma en que se entrega el colateral, siendo más alta la tasa en operaciones subcolateralizadas⁵ o sin entrega de colateral.

Dado que la recompensa del prestamista en estas operaciones se expresa a través de la *repo rate*, para comprender de forma adecuada el comportamiento de esta recompensa es necesario analizarla desde una perspectiva más amplia de la formación de tasas de interés en los mercados financieros. Este costo del dinero a lo largo del tiempo es determinado por la interacción entre la oferta y la demanda de los recursos disponibles en el sistema, y es influenciado por factores como la política monetaria, la inflación esperada, el riesgo crediticio y la liquidez del sistema [6].

Las tasas de interés son protagonistas en el funcionamiento de los mercados financieros, ya que forman parte tanto del proceso de valoración de los instrumentos financieros como de la determinación del costo de financiamiento, y por lo tanto se

convierten en un factor determinante en la toma de decisiones (evaluación de proyectos, toma de decisiones de inversión y decisiones de política económica). A su vez, la relación entre el plazo de vencimiento y el rendimiento requerido por los inversionistas configura la estructura temporal de tasas de interés, que puede asumir distintas formas (normal, invertida o plana) según las expectativas del mercado.

Tal como lo destacan Fabozzi *et. al.* [21], esta estructura influye en la fijación de precios en los mercados de deuda, en la estrategia de inversión por horizontes temporales y en la medición del riesgo de tasa. En el caso boliviano, los aportes de Juan Antonio Morales [2] han sido fundamentales para entender cómo se configura esta curva en economías emergentes, donde factores como la credibilidad de la política monetaria, la estabilidad macroeconómica y el grado de desarrollo del mercado financiero moldean de forma particular la dinámica de las tasas en distintos plazos. Así, comprender la lógica detrás de las tasas de interés y su estructura resulta esencial para interpretar adecuadamente el funcionamiento de instrumentos como los repos, que dependen de manera directa de estos indicadores para su valoración y aplicación efectiva.

El funcionamiento del sistema financiero actual depende de las tasas de interés de referencia, utilizadas como *benchmarks*⁶ para contratos financieros. Un ejemplo representativo es la LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), que hasta 2021 fue la referencia global más utilizada para préstamos, derivados y bonos con tasa flotante⁷.

El mercado de repos a nivel internacional se ha consolidado como un pilar fundamental del sistema financiero global, tanto por su papel en la provisión de liquidez como por su importancia para la intermediación “mayorista” de corto plazo. Asimismo, su creciente relevancia también ha puesto en evidencia vulnerabilidades sistémicas. Un ejemplo emblemático fue el “*run on repo*” ocurrido durante la crisis financiera de 2008, cuando una pérdida abrupta de confianza en la calidad del colateral y en la solvencia de los intermediarios desencadenó una dinámica similar a una corrida bancaria, pero dentro del mercado de repos [22]. Este evento marcó un punto de inflexión y motivó una serie de reformas regulatorias y operativas a nivel global.

Dado que estos mercados presentan diferencias según la región, el detalle de las características particulares del mercado de repos

5 Situación en la que el valor del colateral entregado es inferior al monto de la transacción, lo que incrementa el riesgo para el prestamista y lo deja expuesto a pérdidas en caso de incumplimiento por parte del prestatario.

6 El término “benchmark” se refiere a un punto de referencia o estándar utilizado para comparar o medir el desempeño de un activo, portafolio o contrato financiero. En el caso de las tasas de interés, un benchmark sirve como base para fijar precios y condiciones en diversos instrumentos.

7 La LIBOR representaba la tasa promedio a la que los bancos internacionales estaban dispuestos a prestarse fondos no garantizados en el mercado interbancario de Londres. Sin embargo, tras escándalos de manipulación y cambios regulatorios, ha sido reemplazada por tasas basadas en transacciones efectivas, como la SOFR (Secured Overnight Financing Rate) en Estados Unidos o la €STR (Euro Short-Term Rate) en Europa, reflejando un giro hacia referencias más robustas y transparentes [28].

en Estados Unidos, Europa, Asia y América Latina se desarrolla en el Anexo 2, donde se ofrece una descripción completa y comparativa de su evolución reciente.

2. Operativa Y Funcionamiento Del Mercado De Repos En Bolivia⁸

El funcionamiento del mercado de repos en Bolivia presenta particularidades que responden al nivel de desarrollo del sistema financiero local y al marco normativo emitido por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) y la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), el cual rige su funcionamiento buscando promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente [23].

2.1. Funciones del mercado de repos en Bolivia

A pesar de tener un tamaño considerablemente menor en comparación con mercados desarrollados, el mercado de repos boliviano cumple con las mismas funciones esenciales dentro del sistema financiero. Provee liquidez, constituyéndose como una fuente clave de financiamiento de corto plazo para bancos, fondos de inversión, agencias de bolsa y otros intermediarios, permitiendo convertir portafolios de valores en dinero en efectivo de manera temporal, en particular depósitos a plazo fijo emitidos por entidades de intermediación financiera e instrumentos de deuda soberana emitidos por el Tesoro General de la Nación (TGN) y el Banco Central de Bolivia (BCB). Además, este mercado es un canal de transmisión monetaria, donde las operaciones de repos forman parte de los instrumentos de política monetaria utilizados por el BCB para gestionar la liquidez del sistema financiero, complementando sus operaciones de mercado abierto y las colocaciones de valores.

Por otro lado, hace posible la gestión de colateral, ya que los repos permiten movilizar instrumentos de renta fija que sirven como garantía para reducir el riesgo de contraparte y, a la vez, permiten cumplir con exigencias regulatorias de solvencia y liquidez. En el mercado de valores de Bolivia, algunos participantes del mercado compran activos a través de repos con el objetivo de que éstos formen parte o estén fuera de sus portafolios temporalmente, con el fin de adecuarse a sus políticas de inversión.

Finalmente, los repos se constituyen en una alternativa de inversión segura de corto plazo; esto debido a que los inversionis-

tas institucionales encuentran en los repos una alternativa para rentabilizar sus excedentes temporales de efectivo en operaciones con garantía, lo que reduce el riesgo de crédito.

2.2. Organización, características y participantes del mercado

A diferencia de los mercados de repos desarrollados que usualmente se organizan en tres segmentos claramente diferenciados, en Bolivia no existe un segmento *triparty* en el que un tercero independiente administre el colateral de estas operaciones de manera estandarizada, ni tampoco existen mecanismos de compensación centralizada equivalentes a una CCP en los que la cámara de compensación actúa como *dealer*.

En el mercado de repos de Bolivia se realizan operaciones cuya organización es más cercana a un estilo bilateral, pero con sus propias particularidades. Por un lado, las transacciones se realizan utilizando la infraestructura provista por la BBV, bajo el marco normativo emitido por la ASFI y la misma BBV; además, estas operaciones requieren necesariamente de la participación de las agencias de bolsa como intermediarios. Según lo establecido en el Reglamento para Agencias de Bolsa [24], las agencias de bolsa son las únicas entidades autorizadas para recibir órdenes de compra o venta de valores y ejecutar operaciones de compra o venta de valores, ya sea en forma definitiva o de forma temporal a través de repos.

Estas características diferencian la organización del mercado de los repos bilaterales, ya que las condiciones no se pactan directamente entre las partes. En el mercado de valores boliviano, tanto prestamistas como prestatarios envían sus órdenes a las agencias de bolsa, quienes convierten estas órdenes en posturas que forman parte de un mecanismo de negociación de subasta doble competitiva⁹ en la que se determinan las tasas de interés de ejecución de las transacciones.

Esta organización es un reflejo de su intención de constituirse en un mercado ciego, es decir, que los participantes no conozcan la identidad de la contraparte con la que finalmente se cierra la operación. Esta característica es positiva desde el punto de vista de reducción de posibles sesgos y de una formación de precios y tasas más eficiente. Sin embargo, al mismo tiempo incrementa el riesgo de contraparte en las operaciones de repo, ya que las partes desconocen por completo quién se encuentra

⁸ En la literatura financiera internacional, la denominación estándar para este instrumento es “repurchase agreements” o “repos”. Sin embargo, en Bolivia —al igual que en algunos otros países hispanohablantes de la región— la normativa y el mercado local emplean el término “operaciones de reporto” o “contratos de reporto” para referirse a estos mismos instrumentos financieros.

⁹ Se entiende por subasta doble competitiva el mecanismo de negociación en el que tanto compradores como vendedores presentan precios o tasas y cantidades de oferta y demanda, de tal forma que la transacción se concreta cuando los precios o tasas son compatibles, determinando un precio o tasa de equilibrio según lo establecido por la normativa del mercado de valores boliviano.

del otro lado de la transacción y, por tanto, dependen en gran medida del colateral como mecanismo de cobertura de la operación. Este hecho ocasiona que la gestión del riesgo de contraparte recaiga principalmente en las exigencias regulatorias y los procedimientos aplicados para determinar a los activos subyacentes y los mecanismos de control para mitigar el riesgo operativo y crediticio.

En complemento a este esquema, la Entidad de Depósito de Valores (EDV) desempeña un papel importante en la operativa de las operaciones de repos, al encargarse de la custodia, registro y liquidación de los títulos que sirven como colateral. La EDV administra en forma de anotación en cuenta los valores negociados en bolsa, asegurando su bloqueo a favor del comprador durante la vigencia del contrato y su posterior liberación una vez cumplida la recompra [23] [25]. Este procedimiento contribuye a la mitigación del riesgo de incumplimiento y hace evidente la importancia de la EDV en la infraestructura financiera del mercado de valores boliviano.

Otra característica distintiva del mercado de repos en Bolivia está relacionada con el plazo de este tipo de operaciones. El Reglamento para Operaciones de Reporto [26], establece que el plazo de las operaciones de repo no puede ser inferior a un (1) día ni superior a cuarenta y cinco (45) días calendario. Esta restricción lo diferencia de otros mercados internacionales donde los plazos de los repos pueden extenderse incluso por varios meses, reforzando la intención del mercado de repos boliviano de establecer a este instrumento como una alternativa de financiamiento estrictamente de corto plazo. Por otro lado, el mismo reglamento dispone que el precio de la operación de repo¹⁰ no podrá ser mayor al precio de curva¹¹ del activo subyacente. Este requisito normativo implica que las operaciones de repo pueden estar perfectamente colateralizadas o sobrecolateralizadas, pero nunca subcolateralizadas. Esta es una forma particular del mercado boliviano de garantizar que el prestamista cuente con una cobertura adecuada frente al riesgo de incumplimiento.

2.3. Colateral y riesgos asociados

Como se mencionó anteriormente, en los mercados internacionales los repos suelen estar respaldados por activos de alta calidad crediticia y alto nivel de liquidez, como bonos sobera-

nos de países desarrollados o instrumentos emitidos por agencias gubernamentales. Esta particularidad reduce el riesgo para el prestamista; sin embargo, en el mercado de repos boliviano no siempre se cumple esta condición. Según lo establece el Reglamento para Operaciones de Reporto [26], se puede utilizar como colateral en operaciones de repo a cualquier valor de renta fija o de contenido crediticio siempre que esté autorizado e inscrito en el Registro del Mercado de Valores (RMV) y en la Bolsa de Valores correspondiente, sin que existan restricciones adicionales por tipo de instrumento, calidad crediticia, plazo o emisor. En este sentido, los activos subyacentes utilizados como colateral de las operaciones de repos pueden y suelen incluir instrumentos con menor liquidez y con un perfil de riesgo crediticio más elevado, como es el caso de depósitos a plazo fijo emitidos por entidades de intermediación financiera y bonos corporativos.

Este hecho implica que, además del riesgo de contraparte inherente a la operación, se debe considerar el riesgo asociado a la calidad del activo subyacente debido a que podría reducir la capacidad de cobertura del colateral en caso de incumplimiento. En un escenario extremo en el que el prestatario incumpla su compromiso de recompra, el prestamista no lograría recuperar el efectivo, ya que en lugar de realizarse la segunda transacción recibiría la transferencia de la titularidad del activo que inicialmente fue entregado en garantía de manera temporal. En este sentido, en caso de incumplimiento del compromiso de recompra, la naturaleza de la inversión del prestamista cambia drásticamente, pasando de una inversión de muy corto plazo a una inversión potencialmente de largo plazo.

Con respecto a la calidad crediticia del colateral en las operaciones de repo en Bolivia, por ejemplo las calificaciones de riesgo de los activos subyacentes utilizados en las operaciones de repo durante la gestión 2024 estuvieron entre AAA y BBB1, solo el 45.79% correspondió a instrumentos con calificación de riesgo AAA. Dentro de este grupo, únicamente el 10.73% correspondió a instrumentos soberanos, mientras que el 89.27% restante de las operaciones de repo de la gestión 2024 fueron instrumentos de deuda emitidos por entidades de intermediación financiera y otro tipo de empresas¹².

Estos datos muestran que, mientras no se establezcan criterios que restrinjan el uso de activos de menor calidad crediticia

¹⁰ El precio de la operación de repo se refiere al monto de la primera transacción, que corresponde al valor al cual se realiza la venta inicial del activo subyacente y sirve como base para calcular el precio de recompra al vencimiento del contrato y la tasa de interés.

¹¹ El precio de curva se refiere al monto de un instrumento financiero calculado a una fecha determinada considerando el capital más los intereses devengados a tasa nominal. En el caso de instrumentos con cupones, se obtiene mediante el cálculo del valor presente de los flujos futuros descontados a la tasa de rendimiento nominal; mientras que para los instrumentos valorados a descuento (sin cupones) se calcula directamente a tasa nominal.

¹² Con relación al plazo al vencimiento del activo subyacente, solo el 34.89% de las operaciones de repo realizadas durante la gestión 2024 tuvo como colateral instrumentos de renta fija con plazos de hasta 720 días. El resto de las operaciones utilizó instrumentos de más largo plazo: 18.53% entre 721 y 1,440 días; 12.58% entre 1,441 y 2,160 días; 11.63% entre 2,161 y 2,880 días; 14.89% entre 2,881 y 3,600 días; y 7.48% con plazos superiores a 3,600 días. El plazo del activo subyacente más largo observado fue de 14,570 días y el plazo promedio ponderado de todas las operaciones de 2024 alcanzó los 1,630 días.

o de muy largo plazo como colateral, las operaciones de repos continuarán presentando un nivel de riesgo crediticio y de liquidez superior al que originalmente se busca mitigar con este instrumento financiero. Este aspecto diferencia al mercado de repos boliviano de aquellos en economías desarrolladas, donde la regulación e infraestructura buscan minimizar este tipo de contingencias, como por ejemplo a través de las cámaras de compensación centralizada, el requerimiento de márgenes y los procesos de valoración diaria (*mark-to-market*).

Las características observadas en los plazos, emisores y calidad crediticia del colateral revelan elementos que merecen un análisis más profundo. Un estudio posterior que explore cómo estas características influyen en la exposición a riesgo de las operaciones de repos en Bolivia y su relación con las tasas de interés podría contribuir tanto al desarrollo académico como al diseño regulatorio y la gestión de riesgos del mercado de repos de Bolivia.

2.4. Usos comunes de las operaciones de repos y la crisis del 2023

Las operaciones de repos son utilizadas principalmente por instituciones financieras e inversionistas institucionales regulados, quienes recurren a este instrumento para gestionar su liquidez y rentabilizar excedentes temporales de efectivo. Ya sea que estén regulados por la ASFI o la Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS), estos actores cumplen con determinados requerimientos de solvencia y liquidez que en cierta medida reducen los riesgos asociados a su participación en este mercado.

No obstante, en los últimos años se hizo evidente el uso de esta alternativa de inversión por inversionistas no regulados, cuya participación puso en evidencia desafíos adicionales para el mercado. A diferencia de los actores supervisados, estos inversionistas no necesariamente están sujetos a límites mínimos de liquidez y solvencia, o a políticas de gestión de riesgo claramente establecidas, lo que incrementa la posibilidad de incumplimientos. En contraste, si bien en mercados desarrollados tampoco suelen existir restricciones formales sobre quiénes pueden participar en operaciones de repo; en dichos mercados, los riesgos operativos y el riesgo de contraparte son mitigados a

través de los mecanismos ya mencionados.

En este escenario, son las agencias de bolsa quienes pueden mitigar estos riesgos al ejercer un rol de asesor de inversión y realizar una *due diligence*¹³ a cada uno de sus clientes, verificando su capacidad de pago de manera previa a la ejecución de órdenes. No obstante, la evidencia sugiere que en algunos casos el rol de intermediario pudo estar orientado principalmente hacia los aspectos operativos de la transacción, más que a una evaluación rigurosa la solidez financiera del cliente¹⁴.

Un ejemplo de las distorsiones que podrían generarse por este comportamiento es el uso de estrategias de carácter revolviente o apalancado, mediante las cuales algunos inversionistas podrían buscar un mayor rendimiento de sus recursos. Esta estrategia implicaría la utilización de sus recursos para invertirlos en instrumentos de deuda emitidos por entidades financieras. Posteriormente, la venta temporal de dichos instrumentos a través de repos, obteniendo nuevamente liquidez que puede ser utilizada para invertir en un nuevo instrumento de deuda, repetir la operación y ampliar artificialmente la exposición. Esta práctica permitiría al inversionista obtener mayores rendimientos, pero depende críticamente de la renovación continua de los contratos de repo para evitar devoluciones de efectivo¹⁵.

Esta estrategia funcionaría sin inconvenientes mientras el nivel de liquidez del sistema financiero se mantenga estable y las operaciones puedan renovarse con normalidad. Sin embargo, en un escenario como el que experimentó el mercado de repos en Bolivia a inicios de 2023 -cuando la crisis de liquidez derivada de la intervención del Banco Fasil S.A. y la reducción de inyección de recursos por parte de los principales inversionistas institucionales, como la Gestora Pública de la Seguridad Social de Largo Plazo, provocaron que varios participantes dejaran de renovar operaciones y exigieran la devolución inmediata del efectivo- este frágil equilibrio podría perderse. Como consecuencia de este bajo nivel de liquidez, algunos agentes no pudieron honrar sus compromisos de recompra y los prestamistas en las operaciones de repo se vieron obligados a ejecutar la garantía y quedarse con el colateral.

En algunos casos, la calidad y liquidez de los activos utilizados como colateral no resultaron acordes con las expectativas inicia-

13 El término “due diligence” se refiere al proceso de verificación y análisis previo a una transacción mediante el cual se evalúa la situación financiera, legal y operativa de una contraparte, con el fin de identificar riesgos y asegurar que pueda cumplir con sus compromisos.

14 Si bien este comportamiento podría estar relacionado con potenciales conflictos de interés en la intermediación —particularmente en contextos de presiones comerciales y alta demanda de efectivo—, este aspecto excede el alcance del presente estudio y merece ser analizado en profundidad en una investigación futura, especialmente en relación con los incentivos, el cumplimiento del deber fiduciario y su interacción con el marco regulatorio vigente.

15 Utilizando el ejemplo de un inversionista que posee USD 2 millones, inicialmente éste los invierte en un Depósito a Plazo Fijo (DPF) a 360 días que promete una tasa de interés del 5% anual; posteriormente, se convierte en prestatario de una operación de repo y vende el DPF por 45 días, es decir que lo vende el día cero (primera transacción) y se compromete a recomprarlo dentro de 45 días (segunda transacción) a un precio mayor, generando un costo de 3% anual por la operación de repo. Con los recursos provenientes de la operación de repo, el inversionista acude nuevamente a una entidad de intermediación financiera para abrir un segundo DPF a 360 días, que de igual manera promete una tasa de interés del 5% anual. Hasta este punto, el inversionista logra obtener una rentabilidad total del 7% anual en los primeros 45 días (5% en cada compra definitiva de DPF menos 3% por la venta del primer DPF a través de la operación de repo). Cabe resaltar que si bien el inversionista logra generar una rentabilidad superior con la misma cantidad de recursos, esta estrategia solo será posible si al llegar el día 45 logra vender en reporto nuevamente el primer DPF (renovarlo), y de esta manera obtiene el efectivo necesario para cumplir con el compromiso de recompra inicial.

les, lo que provocó que ciertos inversionistas que originalmente optaron por una inversión de alta calidad crediticia y de muy corto plazo terminaran con una inversión de más largo plazo y, en ciertos casos, de menor calidad crediticia, exponiendo con claridad los riesgos inherentes a la dinámica del mercado de repos de Bolivia.

2.5. Aspectos regulatorios y éticos

La regulación de las operaciones de repos en Bolivia se estableció inicialmente en 2007 con la aprobación del Reglamento para Operaciones de Reporto. Durante más de quince años este marco normativo permaneció prácticamente inalterado, hasta que los eventos de la crisis de liquidez de 2023 hicieron evidentes algunas debilidades en la operativa y en la gestión de riesgos de este mercado. En respuesta, la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) emitió la Resolución 414/2023 del 31 de marzo de 2023, introduciendo algunas modificaciones a este reglamento. Al igual que en los mercados internacionales, donde el “*run on repo*” de 2008 motivó ajustes prudenciales relevantes [22], en Bolivia esta revisión normativa buscó reforzar la seguridad, eficiencia y transparencia de las operaciones de repos frente a los nuevos desafíos del sistema financiero.

La primera modificación está relacionada con la forma de organización del mercado de repos y la incorporación de una nueva medida para mitigar el riesgo de contraparte. El 24 de abril de 2023, el Directorio de la Bolsa Boliviana de Valores S.A. [27] aprobó la inclusión e implementación transitoria del mecanismo de negociación de reporto bajo la modalidad de subasta simple¹⁶, estableciendo además que en las posturas de venta en reporto, los operadores de bolsa deben revelar información detallada sobre las características del colateral (como el tipo de instrumento, emisor, tasa nominal, plazo económico, moneda, calificación de riesgo, entre otros), así como el nombre o razón social del cliente o agencia de bolsa que se constituye como prestatario en la operación. Esta medida permite que el prestamista identifique de manera más precisa tanto el riesgo de contraparte como la calidad de la garantía de la operación.

Otro de los cambios relevantes fue la incorporación de la disposición que a partir de la fecha de publicación de la resolución, los contratos de las operaciones de repos deben contener un texto que delimita con claridad que la obligación relacionada con el cumplimiento del contrato recae en los clientes, mientras que las agencias tienen un papel esencialmente operativo dentro de las operaciones de repos¹⁷.

No obstante, el mismo reglamento establece cuáles son las obligaciones de las agencias de bolsa en las operaciones de repos, entre las que destacan algunas relacionadas con la gestión del riesgo en el mercado de repos: i) exigir garantías a sus clientes cuando corresponda, para asegurar el cumplimiento de las obligaciones emergentes; ii) verificar la disponibilidad de fondos y/o valores, tanto en operaciones propias como de clientes, antes de su ejecución; iii) evaluar rigurosamente a los clientes no regulados por la ASFI ni por la APS, analizando su capacidad de endeudamiento, situación patrimonial, financiera y de liquidez, y contando con políticas y procedimientos específicos para dicho efecto; e iv) implementar políticas de gestión del riesgo de contraparte, alineadas con las mejores prácticas del mercado.

Estas obligaciones se tornan particularmente relevantes a la luz de los problemas detectados en 2023, cuando algunos inversionistas no regulados utilizaron el mercado de repos para estrategias de apalancamiento sin contar con la solvencia adecuada, lo que expuso a otros participantes del mercado a un mayor nivel de riesgo e incluso pérdidas inesperadas. La normativa, al reforzar las obligaciones de *due diligence* de las agencias de bolsa, busca mitigar este tipo de riesgos y alinear la operativa local con estándares prudenciales internacionales.

Finalmente, más allá del cumplimiento normativo, resulta imprescindible incorporar un enfoque ético en la actuación de los intermediarios. En este sentido, el *CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct* [28], en particular el *Standard V (Investment Analysis, Recommendations, and Actions)*, enfatiza la necesidad de realizar análisis diligentes, fundamentados y razonables antes de recomendar o ejecutar transacciones para clientes. Aplicado al contexto boliviano, este standard cobra especial relevancia frente a las deficiencias observadas en la práctica de algunas agencias de bolsa que probablemente se limitaron a ser ejecutoras de órdenes sin verificar la capacidad de pago ni la solvencia de sus clientes. Dicha conducta contradice la esencia de la debida diligencia exigida por la norma internacional y por la propia regulación local, que otorga a las agencias de bolsa un rol de evaluación de riesgos activa para la preservación de la estabilidad del sistema financiero en general y del mercado de valores en particular.

3. El Mercado De Repos En Bolivia (2014–2025): Evolución, Crisis Y Perspectivas

Este apartado se enfoca en analizar los datos del mercado de repos negociados a través de la BBV desde 2014 hasta el primer

¹⁶ Se entiende por subasta simple el mecanismo de negociación en el que existe una única postura de venta y múltiples posturas de compra en competencia, generándose una puja en precios o tasas, y cuya adjudicación se realiza conforme a las condiciones establecidas en la convocatoria, de acuerdo con la normativa del mercado de valores boliviano

¹⁷ Los contratos deben incluir el texto “las Agencias de Bolsa, en calidad de intermediarias, son responsables de la operación de reporto, cuyo rol se circunscribe a aspectos operativos relacionados a la negociación en un mecanismo de la Bolsa de Valores respectiva y a la compensación y/o liquidación de la mencionada operación”

semestre de 2025. El análisis se fundamenta en datos anuales y mensuales por tipo de instrumento - moneda, y se contextualiza en el entorno macroeconómico y normativo boliviano.

3.1. Evolución general del mercado de repos

Tal y como se presenta en el Anexo 3 - Figura 2, el monto total de operaciones en el mercado de repos creció de manera sostenida desde 2014, alcanzando su máximo histórico en 2022 con USD 9,274 millones negociados¹⁸. Sin embargo, a partir de 2023 se observa una caída importante en el monto anual negociado¹⁹ el cual se contrajo drásticamente hasta llegar a USD 4,849 millones (una reducción de aproximadamente el 48% respecto al año anterior), seguido de nuevas caídas en 2024 (USD 2,558 millones) y en el primer semestre de 2025 (USD 1.178 millones). Esta tendencia decreciente refleja la menor liquidez del sistema financiero y un cambio sustantivo en la composición de los colaterales aceptados en las operaciones de repo.

Por tipo de instrumento como se puede observar en el Anexo 3 - Figura 2, los DPFs fueron predominantes desde 2014, representando la mayor parte de los montos negociados incluso durante la fase de contracción del mercado, sin embargo, la caída registrada desde el año 2023 se explica principalmente por la reducción en las negociaciones de estos instrumentos. Los Bonos del Tesoro, que en años previos jugaron un papel importante como colaterales, perdieron protagonismo desde 2024. En contraposición, otros instrumentos clasificados como Renta Fija que incluyen los Bonos Bancarios Bursátiles, Valores de Titularización de Contenido Crediticio y Pagarés Bursátiles mantuvieron su participación relativa en todo el periodo.

Respecto a la moneda de negociación, como se expone en el Anexo 3 - Figura 4, el boliviano se ha mantenido históricamente como la divisa dominante. Sin embargo, durante el primer semestre de la gestión 2025 se registró un crecimiento inédito en operaciones denominadas en Unidades de Fomento a la Vivienda (UFV), en este periodo se negociaron USD 220

millones, superando los USD 151 millones negociados en la gestión 2016. Los instrumentos más utilizados en estas operaciones fueron letras y bonos del BCB. El aumento del uso de la UFV se interpreta como una estrategia de cobertura frente a las presiones inflacionarias y a la erosión del poder adquisitivo.

En conjunto, la evolución del mercado de repos boliviano evidencia tres fases claras: i) una etapa de crecimiento sostenido (2014–2022), con participación de DPFs e instrumentos soberanos; ii) una ruptura estructural a partir de junio de 2023, marcada por la caída de volúmenes y el colapso de las operaciones en DPFs; y iii) un reacomodo hacia instrumentos en UFV y colaterales privados, reflejo de un entorno de mayor incertidumbre macroeconómica y escasez de liquidez.

3.2. Análisis de las Agencias de Bolsa vendedoras y compradoras

El mercado de repos en la BBV opera a través de Agencias de Bolsa, que actúan como agencias compradoras o vendedoras según su rol en la operación²⁰. A lo largo del periodo 2014–2025, este mercado ha mostrado niveles de concentración moderada, con diferencias entre ambos segmentos y cambios relevantes en su estructura competitiva²¹. Estas variaciones reflejan tanto la dinámica entre intermediarios como los ajustes recientes derivados de la salida de algunas agencias y de la contracción general de la liquidez en los últimos años.

Las Figuras 5 y 6 del Anexo 3, que presentan los volúmenes acumulados negociados en el mercado de repos, muestran que Valores Unión S.A. Agencia de Bolsa (VUN) mantuvo una presencia dominante en ambos segmentos durante el periodo 2014–primer semestre de 2025. En este intervalo, registró aproximadamente USD 13,028 millones en compras y USD 12,563 millones en ventas. Sus mayores registros anuales se observan en 2022 para compras (USD 3,065 millones) y en 2018 para ventas (USD 2,246 millones). A partir de 2024, los volúmenes de VUN disminuyen y su posición pasa a ser su-

¹⁸ Este monto está expresado al tipo de cambio oficial 6.86 Bs. por dólar, e incluye las emisiones en bolivianos (BOB), dólares de Estados Unidos de Norte América (USD), unidades de fomento a la vivienda (UFV) y dólares con mantenimiento de valor (DMV).

¹⁹ Para evaluar si la disminución en el volumen transado en el mercado de repos corresponde a un cambio estructural estadísticamente significativo, se aplicó una prueba de quiebre basado en la minimización de sumas de cuadrados (SSE) para identificar la fecha que mejor separa dos medias diferenciadas. El procedimiento detectó el punto de quiebre el 6 de junio de 2023, dividiendo la serie en un periodo pre-quiebre con un promedio diario de USD 27.39 millones y un periodo post-quiebre con USD 10.32 millones, lo que implica una caída del 62.3% en el nivel medio transado. La estimación mediante un modelo OLS con dummy estructural confirmó esta ruptura, tal y como se presenta en el Anexo 3 - Figura 3. El coeficiente asociado al periodo posterior es significativo ($p\text{-valor} = 4.68 \times 10^{-237}$), permitiendo rechazar la hipótesis nula de ausencia de cambio. La banda de variación histórica pre-quiebre (95%) entre USD 2,32 millones y USD 52,45 millones muestra además que los valores posteriores quedan persistentemente por debajo del rango previo, lo que refuerza la evidencia de un cambio estructural del mercado.

²⁰ Una Agencia de Bolsa vendedora es aquella que opera a nombre del prestatario y vende el activo subyacente con el compromiso de recomprarlo al precio pactado cuando finalice el plazo del contrato; por otro lado, la Agencia de Bolsa compradora opera a nombre del prestamista, primero compra el activo subyacente y se compromete a venderlo (a un precio más alto) al finalizar el plazo del contrato obteniendo un rendimiento en esta operación.

²¹ Para evaluar la concentración del mercado se calculó, para cada año y por separado para el segmento comprador y vendedor, el índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) a partir de las cuotas de mercado de cada agencia (participación anual en monto negociado). En el lado comprador, el HHI se mantuvo generalmente en niveles de “mercado poco concentrado” ($\approx 1.200\text{--}1.500$ puntos) entre 2014 y 2021, pero aumentó a rangos de “mercado moderadamente concentrado” en 2022, 2024 y 2025 (HHI entre 1.714 y 2.070), acompañado de un incremento del peso del top-3 de agencias por encima del 60% en los últimos años. En el segmento vendedor, el mercado fue “altamente concentrado” en 2014 (HHI de 3.293, con SZS superando el 50% del volumen), pasó a “moderadamente concentrado” en 2015, 2017 y 2020, y se ubicó como “poco concentrado” en el resto del periodo, con una disminución gradual de la concentración a partir de 2016.

perada por Compañía Americana de Inversiones S.A. Agencia de Bolsa (CAI) tanto en operaciones de compra como de venta, con montos de USD 640 millones y USD 438 millones en 2024, y USD 192 millones y USD 181 millones en el primer semestre de 2025, respectivamente.

En el caso de IBolsa Agencia de Bolsa S.A. (IBO), las Figuras 7 y 8 de Anexo 3 muestran niveles de actividad reducidos desde 2016, con solo un año en el que superó los USD 300 millones. La Figura 5 del Anexo 3 confirma un acumulado de USD 1,104 millones en compras, mientras que la Figura 6 muestra USD 4,780 millones en ventas durante el periodo 2014–2025, montos sustancialmente inferiores a los de los participantes principales. Esta trayectoria coincide con su salida del sistema en 2024 tras la pérdida de su licencia.

Santa Cruz Securities Agencia de Bolsa S.A. (SZS) presenta un patrón distinto, caracterizado por niveles elevados en los primeros años y una reducción posterior. En compras, su mayor registro anual corresponde a 2018 (USD 328 millones), mientras que en ventas destaca 2014 con USD 2,687 millones. Entre 2015 y 2018 su actividad se mantiene estable, aunque decreciente, y a partir de 2019 se observa una contracción pronunciada, registrando en 2023 USD 30 millones en ventas y USD 103 millones en compras, previo a su retiro definitivo del mercado.

Sudaval Agencia de Bolsa S.A. (SUD) muestra un tercer patrón. La agencia alcanzó en el segmento vendedor un máximo de USD 2,237 millones en 2020. Posteriormente los volúmenes se reducen de manera significativa, registrando USD 566 millones en 2023 y solo USD 4 millones en 2024. En compras, la agencia no supera los USD 600 millones anuales en ningún año del periodo y presenta una disminución progresiva desde 2021, cuando alcanzó USD 62 millones; en 2024 su volumen se redujo también a USD 4 millones.

Finalmente, CAI muestra una trayectoria ascendente y sostenida a lo largo del periodo 2014–2025. Las Figuras 5 y 6 del Anexo 3 evidencian un total de USD 7,482 millones en operaciones de compra y USD 10,415 millones en ventas, situándose entre los intermediarios de mayor volumen acumulado. Su participación relativa (Figuras 9 y 10 del Anexo 3) se mantiene entre 4% y 12% en compras entre 2014 y 2021, pero se incrementa a partir de 2022, alcanzando 38% del mercado comprador en el primer semestre de 2025. En el segmento vendedor su participación varía entre 16% y 28% en los primeros años, y entre 8% y 14% entre 2020 y 2023; en 2024 registra 22% y en el primer semestre de 2025 alcanza 21%.

El comportamiento detallado de las demás agencias, así como

los patrones específicos de cada una, se presenta de manera exhaustiva en el Anexo 3.

3.3. La crisis ocasionada por la quiebra del Banco Fassil

La intervención al Banco Fassil S.A. en abril de 2023 representó un punto de inflexión en el mercado de repos. Medios como *El Deber* [29] y *Brújula Digital* [30] documentaron denuncias de operaciones con colaterales defectuosos, títulos sin respaldo documental y financiamiento canalizado hacia actores vinculados al mismo grupo económico. La Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) endureció la regulación y sancionó a diversas agencias, llegando incluso a revocar licencias de operación. El Instituto de Estudios Avanzados en Desarrollo (INESAD) [31] reportó que este evento redujo la liquidez sistémica y precipitó la desaparición de intermediarios medianos.

El impacto fue inmediato. Agencias como SCZ e IBO perdieron su licencia, Otros intermediarios, como SUD, GanaValores Agencia de Bolsa S.A. (GVA), Panamerican Securities S.A. Agencia de Bolsa (PAN) y Credibolsa S.A. Agencia de Bolsa (CBA), se replegaron a volúmenes marginales, lo que refleja la dificultad de operar bajo el nuevo entorno y la contracción de la demanda. La desaparición o debilitamiento de estos actores modificó la estructura del mercado, incrementando la concentración en menor número de agencias.

En contraste, CAI y VUN lograron consolidarse. CAI, en particular, se posicionó como líder técnico en segmentos complejos, con fuerte presencia en operaciones denominadas en UFV y DMV. VUN, por su parte, mantuvo su liderazgo estructural en bolivianos, adaptándose con flexibilidad a la coyuntura adversa. Ambas agencias representan la nueva configuración del mercado: más concentrado, con altos requerimientos de transparencia y con mayor peso en instrumentos alternativos.

La crisis de Banco Fassil S.A. no solo provocó una contracción en los volúmenes de negociación, sino que también reconfiguró la lógica operativa del mercado. La exigencia de colaterales sólidos, la revisión estricta de documentación y el endurecimiento de sanciones establecieron un nuevo estándar de funcionamiento. El resultado fue un ecosistema más consolidado, pero también más disciplinado.

3.4. Análisis de las tasas repo por agencia (2014–2025)

Las tasas de interés²² de las operaciones de reporto que están expuestas en las Figuras 11, 12 y 13 del Anexo 3, reflejan de manera directa las condiciones de liquidez y el riesgo percibido

22 El análisis se basa en tasas nominales, promedio ponderadas por el monto de cada operación según el periodo y la Agencia de Bolsa.

sobre los colaterales utilizados. En moneda nacional (BOB), el periodo 2014–2025 muestra un comportamiento dividido en tres fases: i) niveles bajos y estables entre 2015 y 2016, generalmente por debajo del 2%; ii) incrementos graduales desde 2017, con registros superiores al 4% hacia 2019; y iii) episodios de tensión entre 2020 y 2023, cuando varias agencias alcanzaron tasas superiores al 6%, seguidos de dos años con tasas todavía elevadas, pero más dispersas entre participantes, convergiendo a un rango aproximado de 3%–4.5%.

En operaciones denominadas en dólares estadounidenses (USD), las tasas iniciaron entre 1.1% y 1.8% en 2014, descendieron y se estabilizaron por debajo del 1% en 2015–2017 y mostraron picos acotados en 2018–2019. A partir de 2023 se observan nuevos repuntes, aunque concentrados en pocas agencias. Durante 2024 y el primer semestre de 2025 se evidencia una segmentación marcada: algunas agencias registran tasas elevadas mientras otras presentan costos de fondeo notablemente menores.

En UFV²³, las tasas exhiben tres comportamientos diferenciados: valores negativos recurrentes entre 2014 y 2017; un encarecimiento focalizado entre 2021 y 2023, con incrementos puntuales en pocas agencias; y, finalmente, un retorno generalizado a tasas negativas de magnitud considerable durante el primer semestre de 2025, consistente con la menor disponibilidad de colaterales indexados y la mayor demanda por liquidez en esta unidad de cuenta.

El segmento DMV²⁴, históricamente marginal, reaparece en 2025 con operaciones puntuales realizadas por dos agencias, con tasas entre 2.50% y 2.98%, situándose en niveles comparables al mercado en USD, pero incorporando una prima asociada al componente de mantenimiento de valor.

En conjunto, el análisis evidencia un mercado de tasas heterogéneo y segmentado por moneda, con mayor volatilidad en BOB, dispersión en USD y un comportamiento en UFV condicionado por la disponibilidad de colaterales y la demanda por liquidez indexada.

4. Conclusiones

El análisis realizado confirma la importancia de las operaciones de reporto como un mecanismo esencial de financiamiento e inversión de corto plazo, cuyo funcionamiento permite comprender la dinámica de provisión de liquidez entre los partici-

pantes y el rol central que desempeña la gestión del colateral en la estabilidad de los mercados financieros.

En Bolivia, los resultados empíricos revelan un mercado con características particulares: opera bajo un esquema cercano al bilateral, con participación obligatoria de Agencias de Bolsa, y presenta una marcada heterogeneidad en la calidad y liquidez de los colaterales. El análisis del periodo 2014–primer semestre de 2025, inédito en la literatura nacional, permitió identificar tres fases bien definidas: i) un ciclo de crecimiento sostenido con predominio de DPF y colaterales soberanos; ii) una ruptura estructural en 2023 asociada a la crisis de liquidez; y iii) un reacomodo posterior hacia instrumentos en UFV y colaterales privados, acompañado por mayor volatilidad en las tasas y episodios de tensión en determinadas contrapartes. Estos hallazgos confirman la presencia de riesgos relevantes de contraparte y de mercado.

Asimismo, los resultados evidencian la necesidad de una revisión crítica de la operativa del mercado. La concentración del mercado, la dependencia de colaterales de calidad variable y la presencia de asimetrías en el acceso a liquidez subrayan la urgencia de fortalecer las prácticas de evaluación y gestión del riesgo por parte de las Agencias de Bolsa, con el fin de reducir vulnerabilidades estructurales que se manifiestan de manera más intensa durante episodios de tensión de liquidez.

De forma complementaria, este estudio abre un conjunto amplio y relevante de líneas de investigación futura. Resulta prioritario profundizar en el análisis de operaciones revolventes o apalancadas; examinar con mayor detalle la dinámica por tipo de agencia, plazo y clase de colateral; estudiar las diferencias estructurales entre agencias compradoras y vendedoras, incluyendo márgenes de tasas y operaciones de cruce; y avanzar en la modelación de la estructura temporal de tasas en repos, junto con evaluaciones de la calidad crediticia y liquidez de los activos utilizados como garantía. Estas líneas permitirán comprender mejor la formación de precios, el riesgo sistémico y las condiciones de liquidez del sistema financiero boliviano.

Referencias

- [1] Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) y Banco Mundial, «Sistemas de compensación y liquidación de pagos y valores en Bolivia,» Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos y Banco Mundial, México, D.F., 2005.

23 Dado que la UFV es una unidad indexada a la inflación, su valor en bolivianos tiende a incrementarse a lo largo del tiempo, compensando parcialmente —e incluso superando— el rendimiento nominal negativo pactado en la operación.

24 Moneda cuyo valor se actualiza conforme a la variación del tipo de cambio oficial del dólar estadounidense. Este mecanismo busca preservar el poder adquisitivo de los recursos frente a movimientos cambiarios, permitiendo a los inversionistas mantener exposición al dólar sin necesidad de realizar operaciones directas en moneda extranjera.

- [2] J. A. Morales Anaya, «La banca y el desarrollo,» de La banca y el desarrollo, 2000.
- [3] R. Levine, «Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?,» *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, pp. 398-428, 2002.
- [4] J. Wurgler, «Financial markets and the allocation of capital,» *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, pp. 187-214, 2000.
- [5] A. Vargas Sanchez, «Intermediación financiera y crecimiento económico,» de ¿Hacia la transformación de la economía? 18 miradas para un diagnóstico de crecimiento en Bolivia, La Paz, Bolivia, Friedrich-Ebert-Stiftung (FES Bolivia), 2019, pp. 401-426.
- [6] F. S. Mishkin y S. G. Eakings, *Financial Markets and Institutions*, Harlow, England: Pearson Education Limited, 2018.
- [7] S. A. Ross, R. W. Westerfield, J. F. Jaffe y B. D. Jordan, *Corporate Finance*, New York: McGraw Hill LLC, 2022.
- [8] D. W. Diamond, «Financial Intermediation and Delegated Monitoring,» *Review of Economic Studies*, vol. 51, n° 3, pp. 393-414, 1984.
- [9] I. Iwasaki y S. Ono, «Financial intermediation versus direct financing: A meta-analytic comparison of the growth-enhancing effect,» *Review of Economics and Institutions*, vol. 14, n° 1/2, p. Article 3, 2023.
- [10] A. W. Boot y A. V. Thakor, «Financial System Architecture,» *The Review of Financial Studies*, vol. 10, n° 3, pp. 693-733, 1997.
- [11] R. C. Merton y Z. Bodie, «A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment,» *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 4, pp. 62-74, 1995.
- [12] H. Bessembinder, C. Spatt y K. Venkataraman, «A Survey of the Microstructure of Fixed-Income Markets,» *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2019.
- [13] S. Chakravarty y A. Sarkar, «Liquidity in U.S. Fixed Income Markets: A Comparison of the Bid-Ask Spread in Corporate, Government and Municipal Bond Markets,» *Journal of Financial Economics*, vol. 62, n° 2-3, pp. 189-213, 1999.
- [14] T. Adrian, M. Fleming, O. Shachar y E. Vogt, «Market Liquidity after the Financial Crisis,» *Federal Reserve Bank of New York*, New York, 2016.
- [15] T. Adrian, B. Begalle, A. Copeland y A. Martin, «Repo and Securities Lending,» *Federal Reserve Bank of New York*, New York, 2011.
- [16] CFA Institute, *CFA Program Curriculum 2025, Level I, Volume 6: Fixed Income*, Charlottesville, VA: CFA Institute, 2024.
- [17] Committee on the Global Financial System (CGFS), «Repo Market Functioning,» *Bank for International Settlements (BIS)*, Basel, Switzerland, 2017.
- [18] T. Adrian y H. S. Shin, «Liquidity and leverage,» *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19, n° 3, pp. 418-437, 2010.
- [19] S. R. Hempel, J. Kahn y J. Shepard, «The \$12 Trillion US Repo Market: Insights from a Novel Panel of Intermediaries,» *Board of Governors of the Federal Reserve System*, 2025.
- [20] V. Baklanova, A. Copeland y R. McCaughrin, «Reference Guide to U.S. Repo and Securities Lending Markets,» *Federal Reserve Bank of New York*, New York, 2015.
- [21] F. J. Fabozzi, F. Modigliani y F. J. Jones, *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Harlow, England: Pearson Education Limited, 2014.
- [22] G. B. Gorton y A. Metrick, «Securitized Banking and the Run on Repo,» *National Bureau of Economic Research (NBER)*, 2009.
- [23] Congreso Nacional de Bolivia, «Ley del Mercado de Valores, Ley N.º 1834,» *Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia*, La Paz, Bolivia, 1998.
- [24] Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), «Recopilación de Normas para el Mercado de Valores, Libro 4º, Título III - Reglamento para Agencias de Bolsa,» *Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero*, 2025.
- [25] Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), «Recopilación de Normas para el Mercado de Valores, Libro 6º, Título I - Reglamento de Entidades de Depósito de Valores, Compensación y Liquidación de Valores,» *Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero*, La Paz, Bolivia, 2025.
- [26] Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), «Recopilación de Normas para el Mercado de Valores, Libro 4º, Título IV - Reglamento para Operaciones de Reporto,» *Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero*, La Paz, Bolivia, 2025.
- [27] Bolsa Boliviana de Valores S.A., «Resolución Normativa de Directorio No. 01/2023: Implementación del Mecanismo de Negociación de Reporto en Subasta Simple en Piso de Negociación,» *Bolsa Boliviana de Valores S.A.*, La Paz, Bolivia, 2023.
- [28] CFA Institute, «Code of Ethics and Standards of Professional Conduct,» *CFA Institute*, 2024.
- [29] EL DEBER, «Detectan perjuicio económico por más de Bs 1.000 millones en el mercado de valores,» *EL DEBER*, 27 abril 2023.
- [30] Brújula Digital, «Una serie de incumplimiento de obligaciones sacude la Bolsa de Valores,» *Brújula Digital*, 17 mayo 2023.
- [31] W. Vasquez, «La reducción de liquidez en el sistema financiero se acentúa por la falta de dólares y el caso Fassil,» *El Deber*, 14 mayo 2023. [En línea]. Available: https://eldeber.com.bo/economia/la-reduccion-de-liquidez-en-el-sistema-financiero-se-acentua-por-la-falta-de-dolares-y-el-caso-fassil_324997. [Último acceso: 25 septiembre 2025].
- [32] V. Baklanova, I. Kuznits y T. Tatum, «Money Market

Funds and the Repo Market,» U.S. Securities and Exchange Commission (Division of Investment Management – Analytics Office), 2021.

[33] R. Comotto, «European Repo Market Survey. Number 48 – Conducted December 2024,» International Capital Market Association (ICMA), Zurich, 2025.

[34] R. Comotto, «Asia-Pacific Repo Market Survey (June 2023),» International Capital Market Association (ICMA) y Asia Securities Industry and Financial Markets Association (ASIFMA), Zurich y Hong Kong, 2024.

[35] Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), «Marco de operaciones de mercado de la banca central de América Latina y el Caribe: Compendio de prácticas,» CEMLA, México, 2018.

[36] F. Usi-López, S. Martínez-Jaramill y López-Gallo, «The Repo Market in Mexico: Empirics and stylized facts,» *Neurocomputing*, vol. 264, pp. 2-19, 2017.

[37] R. Levine, «Stock Markets, Growth, and Tax Policy,» *The Journal of Finance*, vol. 46, n° 4, pp. 1445-1465, 1991.

[38] J. Wrugler, «Financial markets and the allocation of capital,» *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, pp. 187-214, 2000.

[39] Global Association of Risk Professionals (GARP), FRM Part I: Financial Markets and Products, 2023 Edition, New Jersey: Global Association of Risk Professionals, 2023.

[40] Global Association of Risk Professionals (GARP), FRM Part I: Valuation and Risk Models, 2023 Edition, New Jersey: Global Association of Risk Professionals, 2023.

[41] World Bank, «Macro Poverty Outlook: Bolivia,» October 2025. [En línea]. Available: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/e408a7e21ba62d843bdd90dc37e61b57-0500032021/related/mpo-bol.pdf>.

[42] Banco Central de Bolivia, «Indicadores de inflación,» 2025. [En línea]. Available: https://www.bcb.gob.bo/?q=indicadores_inflacion. [Último acceso: October 2025].

[43] Swissinfo, «Reservas internacionales de Bolivia llegaron a 1.976 millones de dólares hasta diciembre,» 2 January 2025. [En línea]. Available: <https://www.swissinfo.ch/spa/reservas-internacionales-de-bolivia-llegaron-a-1.976-millones-de-d%C3%B3lares-hasta-diciembre/88668210>.

[44] Banco Central de Bolivia, «Informe de Estabilidad Financiera – Julio 2025,» Banco Central de Bolivia, La Paz, Bolivia, 2025.

Anexos

Anexo 1 – Repurchase Agreements (Repos)

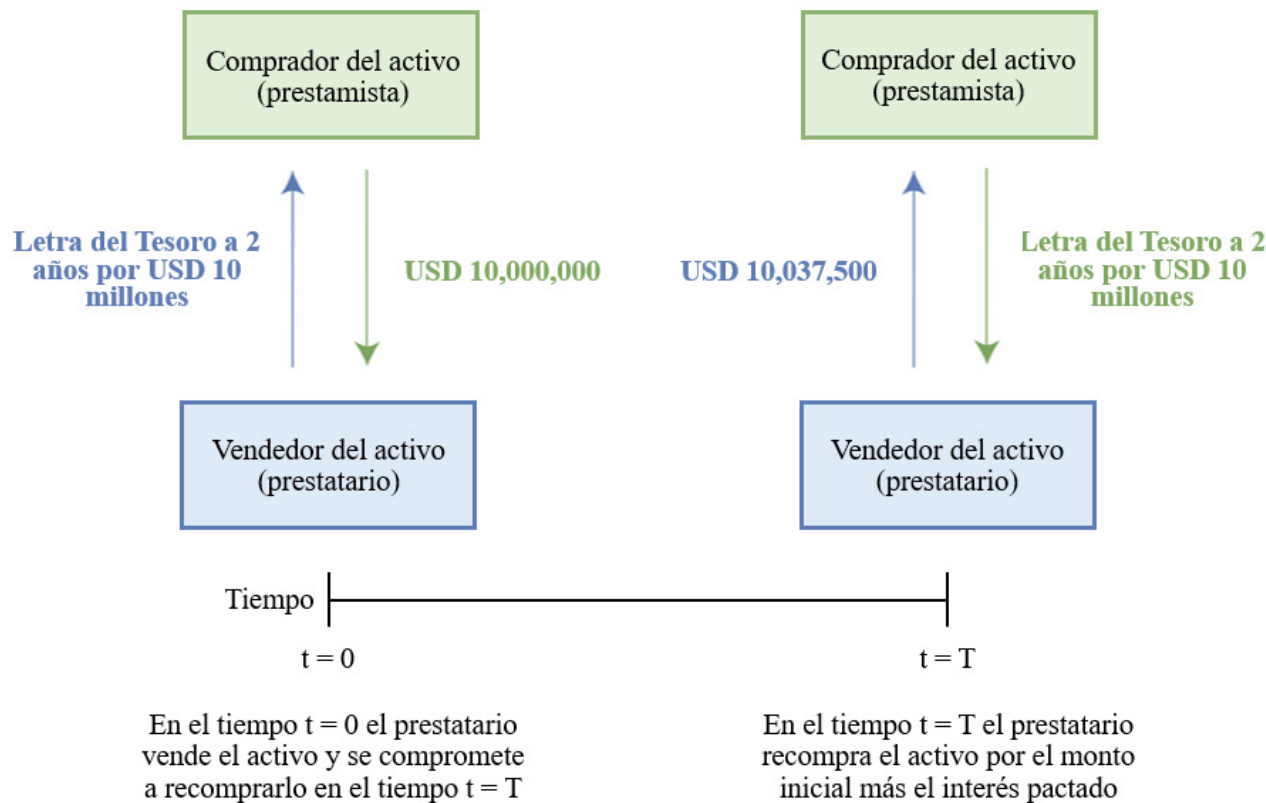


Figura 1: Estructura de un Repurchase Agreement (repo)

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 1: Funciones económicas y usuarios de repos a nivel global

Funciones económicas del repo	Opción de bajo riesgo para inversión de efectivo	Transformación de colateral	Apoyo a la eficiencia y liquidez del mercado monetario	Facilitación de cobertura de riesgo (hedging)	Monetización de activos líquidos
Bancos comerciales	✓	✓	✓	✓	✓
Bancos centrales	✓	✓	✓		✓
Agencias gubernamentales	✓				
Fondos de cobertura (Hedge funds)	✓	✓	✓	✓	
Fondos de pensiones	✓				
Administradores de activos de largo plazo	✓				
Fondos del mercado monetario	✓		✓		
Aseguradoras	✓				
Corporaciones	✓				
Cámaras de contrapartida central	✓				✓

Fuente: Elaboración propia con datos de *Committee on the Global Financial System CGFS*

Anexo 2 - El Mercado de Repos en el Mundo

Junto con los múltiples beneficios del mercado de repos a nivel individual y sistémico, su creciente relevancia también está acompañada de una mayor sensibilidad a episodios de inestabilidad. La confianza en la calidad del colateral y el respaldo de los intermediarios resulta esencial para mantener la estabilidad de este mercado y evitar interrupciones significativas en su capacidad para proveer liquidez. A pesar de estos desafíos, en las últimas décadas los repos han seguido expandiéndose y consolidándose como un componente esencial del sistema financiero global.

Una muestra de la relevancia del mercado de repos es lo ocurrido luego de la crisis financiera global de 2008, cuando se generó un “*run on repo*”, una corrida similar a una corrida bancaria, pero en el mercado de repos [22]. El informe del *Committee*

on the Global Financial System CGFS [17] menciona que casi una década después los mercados de repos aún se encontraban en una fase de transición post-crisis, marcada por tres factores principales: (i) Políticas monetarias no convencionales (como compras masivas de activos a través de repos), que han alterado la oferta de los activos utilizados como colateral y la demanda de liquidez; (ii) Reformas regulatorias internacionales (como Basilea III y ratios de apalancamiento), que han incrementado el costo de la intermediación en estos mercados; y (iii) Mayor uso de mecanismos de compensación y liquidación centralizados, que han reducido riesgos de contraparte pero también cambiado la naturaleza de la intermediación.

En este contexto de transformación, resulta importante dimensionar el tamaño del mercado de repos global. De acuerdo con estimaciones realizadas a mediados de 2016 expuestas en el reporte del CGFS, el volumen agregado de negociaciones

globales de repos y *reverse repos*²⁵ superaba los USD 12,000,000 millones, de los cuales aproximadamente USD 9,000,000 millones correspondían a contratos respaldados por bonos soberanos de alta calidad.

Los mercados más importantes eran los de Europa, Estados Unidos y Japón, que concentraban más del 75% de las operaciones a nivel mundial. A pesar de compartir una misma función económica a nivel global, brindar un mecanismo de financiamiento seguro a corto plazo con garantía, la estructura y el funcionamiento de los mercados de repos varía en los mercados del mundo. En algunos casos, como Estados Unidos, la mayor parte de las operaciones de repos se realizan con un tercero encargado de la custodia y liquidación de las operaciones; en mercados de la Eurozona, hay una mayor participación de cámaras de compensación como Eurex; mientras que en mercados asiáticos ese tipo de negociaciones esta principalmente relacionado a la gestión de reservas y políticas de administración de liquidez de los bancos centrales.

A pesar de cumplir con las mismas funciones y ser un componente esencial de la infraestructura financiera a nivel global, el funcionamiento de los mercados de repos muestra heterogeneidad y desafíos que dependen del contexto regulatorio, monetario y estructural de cada región y cada país. Sin embargo, en conjunto han experimentado un importante crecimiento en los últimos años. Estimaciones recientes muestran que, al cierre de la gestión 2024, los principales mercados ya superaban individualmente el tamaño agregado reportado a mediados de 2016, confirmando la expansión del mercado de repos dentro del sistema financiero global [19].

A partir de esta visión general, es importante analizar mercados específicos, siendo el caso de Estados Unidos el más representativo por su profundidad, impacto global y uso como referencia en la fijación de tasas de interés.

Mercado de repos en Estados Unidos

El mercado de repos en Estados Unidos es el más grande y profundo del mundo, con un volumen que alcanzó aproximadamente USD 11,900,000 millones en 2024 según estimaciones de la Reserva Federal [19]. Este mercado constituye un pilar del sistema financiero global, al proveer liquidez inmediata, facilitar la financiación de valores y respaldar el funcionamiento de la política monetaria. Los principales participantes de este mercado son bancos comerciales y de inversión, fondos de co-

bertura, fondos del mercado monetario (*Money Market Funds MMFs*²⁶), aseguradoras y fondos de pensiones.

En el caso de Estados Unidos, el mercado de repos se caracteriza por movilizar activos de alta calidad —principalmente bonos del Tesoro y valores respaldados por agencias de gobierno—, lo que permite a las instituciones financieras gestionar eficientemente su colateral y cumplir con regulaciones prudenciales. Además, ofrece a inversionistas institucionales, como los MMFs, una alternativa segura y líquida para invertir excedentes de efectivo [32].

El mercado de repos estadounidense se organiza en los tres segmentos: *triparty*, con Bank of New York Mellon (y hasta 2018 también JPMorgan) actuando típicamente como intermediario; bilateral principalmente para quienes actúan como *dealers* y de compensación centralizada a través de la FICC.

A pesar de su tamaño y profundidad, el mercado de repos en Estados Unidos continúa siendo vulnerable. En septiembre de 2019, la tasa de repos overnight superó el 10% debido a un desajuste temporal de liquidez y a la concentración de la oferta de efectivo. En marzo de 2020, la incertidumbre generada por la pandemia intensificó la demanda de liquidez y la operativa de los MMFs también se vio afectada, obligando a la FED a intervenir con operaciones extraordinarias de provisión de liquidez. Estos eventos han reforzado la importancia de contar con un mercado de repos robusto, líquido y con infraestructuras que mitiguen riesgos de refinanciamiento a corto plazo.

Mercado de repos en Europa

El mercado de repos europeo es uno de los más grandes a nivel global, con un volumen estimado de EUR 10,860,000 millones a diciembre de 2024 (equivalente a USD 11,800,000 millones), según el reporte de la *European Repo Market Survey* de *International Capital Market Association* [33]. Si bien este nivel representó una contracción del 2.3% frente a junio de 2024, confirma la magnitud de este mercado en el financiamiento “mayorista” de corto plazo dentro de la región. Una visión más amplia, basada en los datos regulatorios de la *Securities Financing Transactions Regulation SFTR* (UE + Reino Unido), indica que el total bruto de repos y *reverse repos* alcanzó EUR 23,780 millones en la misma fecha (equivalente a USD 25,700 millones), mostrando la escala y relevancia sistémica de estas operaciones.

Al igual que en Estados Unidos, los principales participantes de este mercado son bancos comerciales y de inversión, aseguradoras, fondos de pensiones y fondos del mercado monetario

²⁵ Se denomina *reverse repo* a una operación de repo vista desde la perspectiva del prestamista (comprador del activo), quien adquiere temporalmente el título como colateral y se compromete a revenderlo al vencimiento del contrato.

²⁶ Los Money Market Funds (MMFs) son fondos de inversión colectiva que invierten en instrumentos de corto plazo, altamente líquidos y de bajo riesgo con el objetivo de ofrecer una alternativa de inversión segura para colocar excedentes de efectivo, preservando el capital y proporcionando liquidez inmediata.

(MMFs), junto con un papel creciente de contrapartes centrales de compensación (CCPs). Estos actores utilizan el mercado de repos no solo para obtener financiamiento a corto plazo, sino también para la gestión de colateral, para asegurar liquidez y facilitar la transmisión de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) [17].

En Europa, el mercado de repos presenta una estructura diversificada compuesta principalmente por tres segmentos: el *triparty*, que representa alrededor del 10.5 % del mercado y se liquida a través de depósitos centrales internacionales como Euroclear, Clearstream y SIX SIS; el bilateral, que concentra la mayoría de las operaciones y donde participan *dealers* y clientes institucionales; y la compensación centralizada mediante CCPs, que abarca cerca del 20% de las transacciones, destacando Eurex Repo y London Clearing House como los principales intermediarios [20] [33].

Respecto al colateral de las operaciones, los instrumentos predominantes son aquellos representativos de deuda soberana europea, que simbolizaron el 86.3% del total a diciembre de 2024. Entre los emisores más relevantes figuran Italia (14.2%), Alemania (12.3%), Francia (11.5%), Reino Unido (11.9%) y España (4.7%), además de una presencia significativa de instrumentos del Tesoro de Estados Unidos (15.7%), reflejando la interconexión internacional del mercado [33].

En cuanto a las monedas de la pata *cash*²⁷, el euro es predominante (53.1%), seguido por el dólar estadounidense (24.8%) y la libra esterlina (13.2%), aunque la composición varía según el segmento (*triparty*, bilateral o compensación centralizada).

Analizando el plazo de las operaciones, a diciembre de 2024 los contratos a 1 día representaron el 24.5%, los de 2 a 7 días el 22.1%, y los de 7 días a 1 mes el 28.6%, lo que refleja la naturaleza predominantemente *overnight* y semanal de este tipo de financiamiento.

Tras la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana europea, el mercado de repos en Europa ha evolucionado hacia una mayor transparencia y robustez gracias a la regulación y al mayor uso de cámaras de compensación. Sin embargo, persisten desafíos para este mercado como la fragmentación de los mercados nacionales, la dependencia de colaterales soberanos específicos y la sensibilidad a episodios de estrés en la deuda pública de la eurozona [17] [33].

Mercado de repos en Asia

El mercado de repos en Asia-Pacífico presenta una estructura heterogénea, diferenciando a los mercados de países como China, Japón, India y los centros financieros regionales (Hong Kong, Singapur, Australia). Según el *Asia-Pacific Repo Market Survey* [34], el volumen agregado del mercado excluyendo a Japón alcanzó USD 269,100 millones a junio de 2023, aunque estas cifras deben interpretarse con cautela debido a cambios en la muestra y a la naturaleza predominantemente *cross-border*²⁸ del negocio.

En la región Asia-Pacífico, el mercado de repos cumple funciones similares a las de otras economías avanzadas, siendo una herramienta clave para la gestión de liquidez por parte de los bancos centrales, particularmente en China e India.

El colateral predominante son los bonos gubernamentales, como los *Japanese Government Bonds JGBs* y la deuda pública china e india. Adicionalmente, el mercado de repos asiático ejerce una función de canal de integración financiera internacional, ya que gran parte de sus operaciones son *cross-border*, y hacen posible la conexión de Asia con Europa y Estados Unidos.

La organización del mercado de repos asiático difiere significativamente por jurisdicción:

China: uno de los mayores mercados de repos del mundo en tamaño, aunque el 99% de sus operaciones son *pledged repo*²⁹. En este mercado domina el segmento interbancario *over the counter* del *China Foreign Exchange Trade System (CFETS)* con el 75% de las operaciones totales. El 85% de las operaciones son *overnight* y el colateral más común son los bonos gubernamentales.

India: el sistema se articula a través de la cámara de compensación *Clearing Corporation of India Limited (CCIL)*, donde el *Repo Order Matching System (CROMS)* concentra cerca del 94% de las transacciones, garantizadas de manera centralizada. Los repos *triparty* introducidos en 2018 han crecido rápidamente, desplazando a los bilaterales, y la mayoría de las operaciones del mercado de India son de vencimiento *overnight*. En cuanto al colateral, los bonos del gobierno central son los más importantes con el 66% de las operaciones.

Asia-Pacífico excluyendo Japón: en junio de 2023, las operaciones bilaterales representaban el 86.4% del total, mientras que las operaciones a través de cámaras de compensación centraliza-

²⁷ En una operación de repo existen dos "patas": la pata cash (cash leg), que corresponde al efectivo entregado por el prestamista o comprador del activo, y la pata valores (securities leg), que corresponde al colateral transferido por el prestatario o vendedor del activo.

²⁸ El término "cross-border" se refiere a operaciones transfronterizas, en las que las contrapartes o los flujos de efectivo y valores se encuentran en distintos países.

²⁹ Un "pledged repo" es una modalidad de repo en la que el colateral se entrega en prenda, pero sin transferir la propiedad legal del valor. El comprador recibe derechos sobre el activo como garantía, aunque este permanece registrado a favor del vendedor.

das siguen teniendo un papel marginal (6.6%).

Japón: tradicionalmente un mercado relevante con instrumentos híbridos como el *gentan*, que combina elementos de los repos y de los préstamos de valores. Sin embargo, la encuesta 2023 no logró recopilar datos suficientes de Japón para su inclusión en el *Asia-Pacific Repo Market Survey* [34].

El colateral predominante en Asia son los bonos soberanos: en 2023, el 66.3% correspondía a deuda pública, con un fuerte incremento de los *JGBs*, que alcanzaron el 24.4% de la muestra. Los instrumentos del Tesoro de Estados Unidos también tienen un peso importante (22.2%), reflejando el carácter internacional del mercado.

En términos de divisas, el dólar estadounidense (53.2%) sigue siendo dominante, aunque el yen japonés (23.4%) desplazó al dólar australiano al tercer lugar. En conjunto, las monedas asiáticas alcanzaron el 43.7% de las transacciones.

A pesar de que los plazos muy cortos siguen predominando (51.2% de las operaciones tienen un plazo entre 1 día y 1 semana), se observa un aumento en repos a plazo más largo, lo que sugiere una maduración progresiva del mercado.

A pesar de su crecimiento, el mercado asiático enfrenta limitaciones regulatorias e infraestructurales. En general, los participantes del mercado financiero en Asia-Pacífico que respondieron a la encuesta realizada por *Asia Securities Industry & Financial Markets Association ASIFMA* señalaron como prioridades para el desarrollo del mercado: i) reconocimiento expreso del *Global Master Repurchase Agreement (GMRA)*³⁰; ii) mejoras en infraestructura de liquidación y conexión con *ICSDs*; iii) mayor adopción de esquemas de *title transfer*³¹ frente a *pledge repo*, para permitir la reutilización de colateral.

Mercado de repos en Latinoamérica

En América Latina, los mercados de repos muestran un desarrollo heterogéneo y en distintas etapas, con economías como México o Brasil como las más relevantes, mientras que en otras economías los mercados de repos aún están menos institucionalizados o se limitan a actividades de política monetaria.

A continuación, se destacan los principales casos y patrones: El Compendio del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos CEMLA [35] sobre operaciones de mercados monetarios destaca que en la región: i) muchos bancos centrales operan repos *overnight* y a plazos de hasta 45 días; ii) el colateral elegible incluye deuda soberana, deuda local, algunos tipos de deuda corporativa, instrumentos de renta variable y préstamos bancarios; y iii) también establecen *haircuts*, límites de contraparte y llamadas de margen para gestionar riesgos en

estas operaciones.

En Chile, por ejemplo, el banco central ha incursionado también en la recompra de deuda pública y privada como parte de programas especiales; en Colombia y Perú, los repos se han utilizado para inyectar liquidez en momentos de tensión. En Brasil, se autorizó el uso de deuda interna y externa como colateral en operaciones de política monetaria.

A diferencia de los mercados avanzados, en América Latina los repos suelen ser bilaterales, sin sistemas *triparty* consolidados. Adicionalmente, la compensación centralizada es poco común, y por lo general el colateral se negocia directamente entre partes. Finalmente, los mercados son relativamente pequeños, con frecuencia ilíquidos y más inclinados a la ejecución de los bancos centrales que a transacciones interbancarias profundas.

En el caso específico de México, según Usi-López *et. al.* [36], en 2016 el mercado de repos interbancario mexicano alcanzó un volumen diario aproximado de MXN 35 millones (USD 1.88 millones aproximadamente), con un promedio de 60,000 transacciones diarias, principalmente de tipo *overnight* (más del 95 %). Los participantes incluyen bancos, casas de bolsa y fondos de inversión, con una red interconectada donde agentes más pequeños suelen vincularse con otros más grandes.

En este contexto, el mercado de repos en América Latina enfrenta varios retos, los mercados locales por lo general operan de forma independiente, con un bajo nivel de interoperabilidad entre regiones; la infraestructura limitada, falta de plataformas electrónicas, negociación estructurada y sistemas de liquidación eficientes; disponibilidad reducida de activos de alta calidad para ser usados como colateral, operaciones sin *haircuts* o sin descuento por nivel de riesgo o calidad; mayor dependencia de deuda gubernamental de corto plazo, con menor liquidez o calidad comparativa.

Sin perjuicio de lo anterior, el potencial de este mercado regional a futuro es alto y requiere de esfuerzos asociados al fortalecimiento de los repos corporativos, la institucionalización de mecanismos como *triparty* o de compensación centralizada, además de mejorar la transparencia e infraestructura para aumentar la profundidad y la estabilidad de estos mercados.

³⁰ El Global Master Repurchase Agreement (GMRA) es el contrato marco internacional más utilizado para operaciones de repo. Establece reglas estandarizadas sobre obligaciones, márgenes, garantías y procedimientos en caso de incumplimiento, reduciendo riesgos legales y facilitando la interoperabilidad entre contrapartes globales.

³¹ Un "title transfer repo" es una modalidad de repo en la que la propiedad legal del colateral se transfiere al comprador durante la vigencia de la operación. Al vencimiento, el vendedor recompra los valores y recupera la titularidad, lo que permite la reutilización del colateral en otras operaciones.

Anexo 3 – El Mercado de Repos en Bolivia (2014–2025)

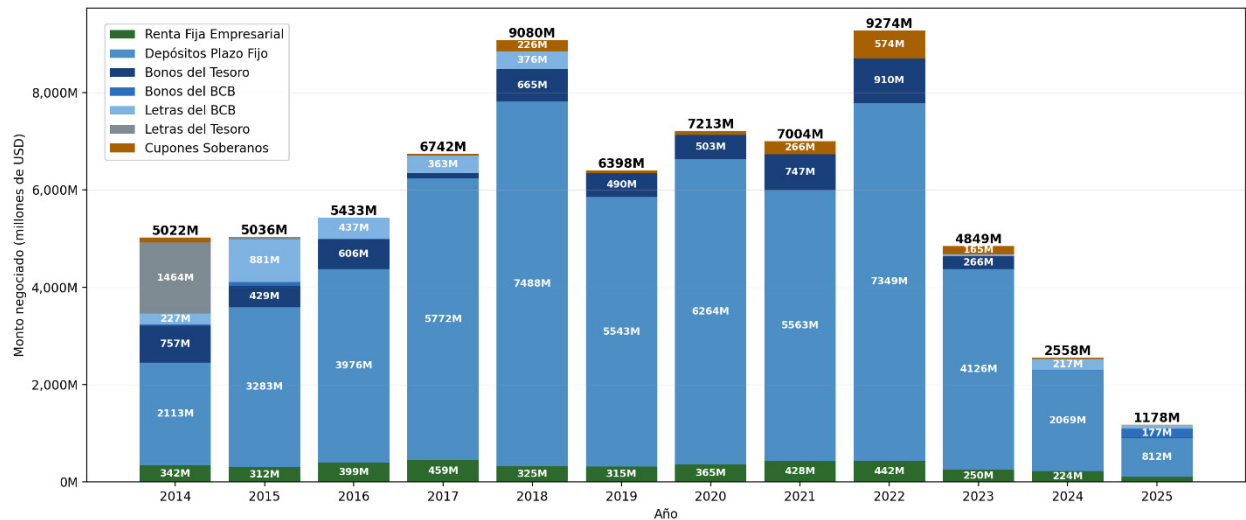


Figura 2: Monto total negociado en operaciones de repo por tipo de instrumento financiero
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)

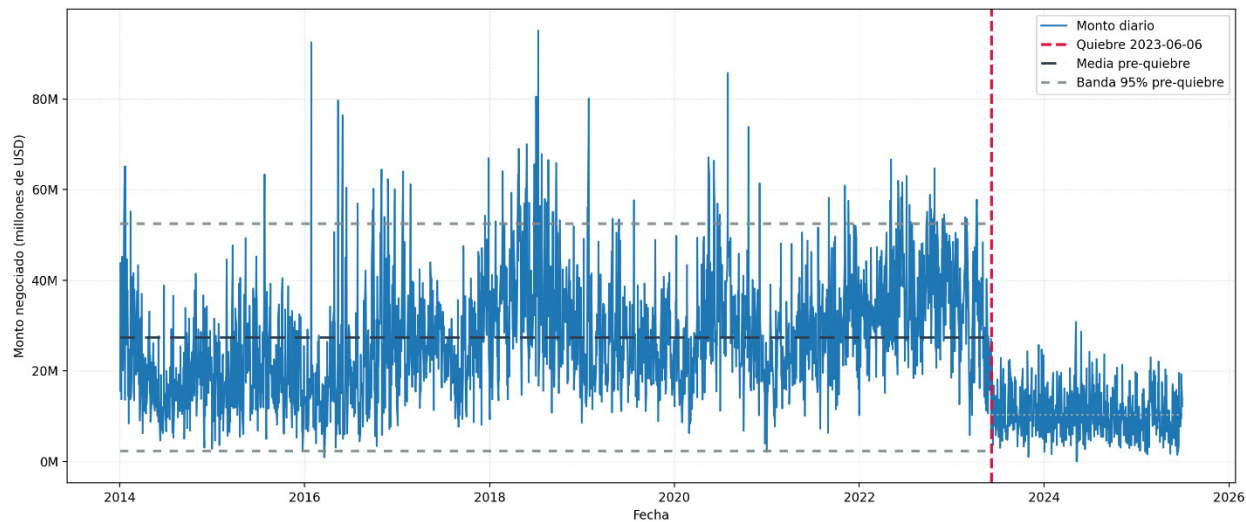


Figura 3: Cambio estructural en el volumen diario negociado en el mercado de repos 2014–2025
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)

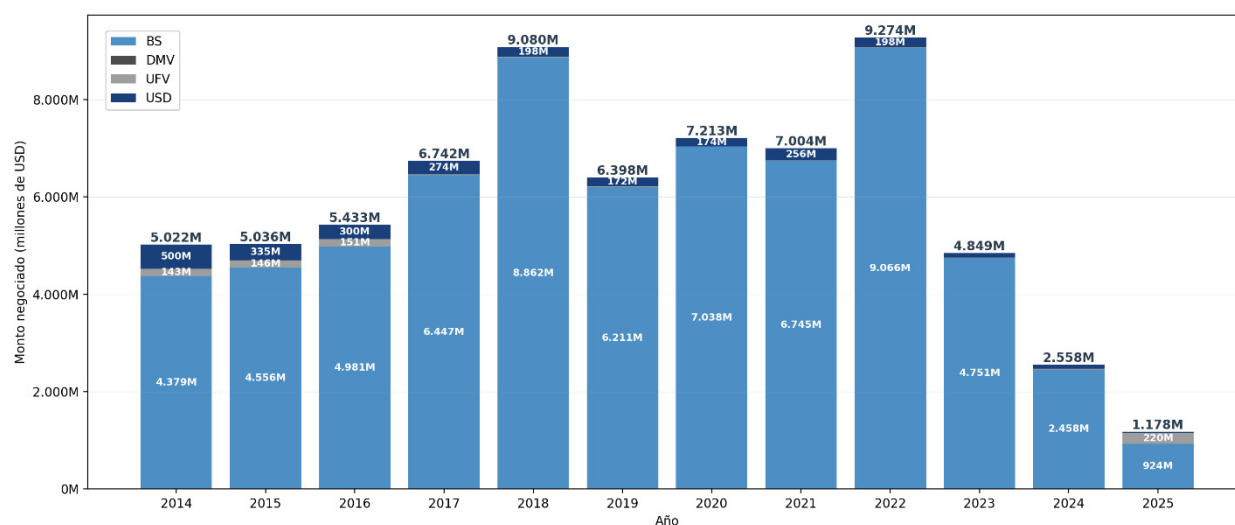


Figura 4: Monto total negociado en operaciones de repos por tipo de moneda

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)

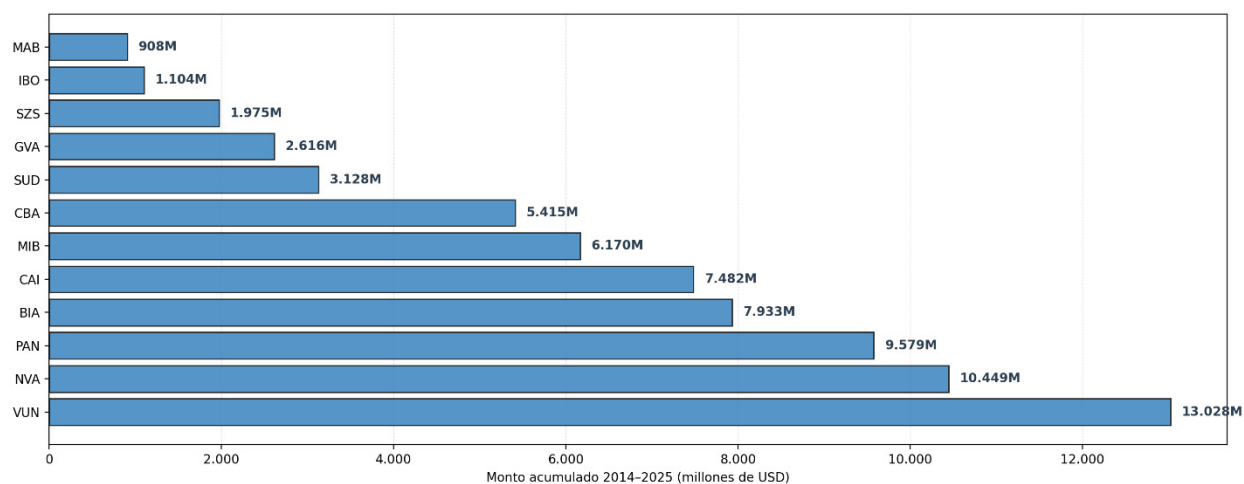


Figura 5: Monto negociado acumulado en operaciones de repo por agencia de bolsa compradora

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)

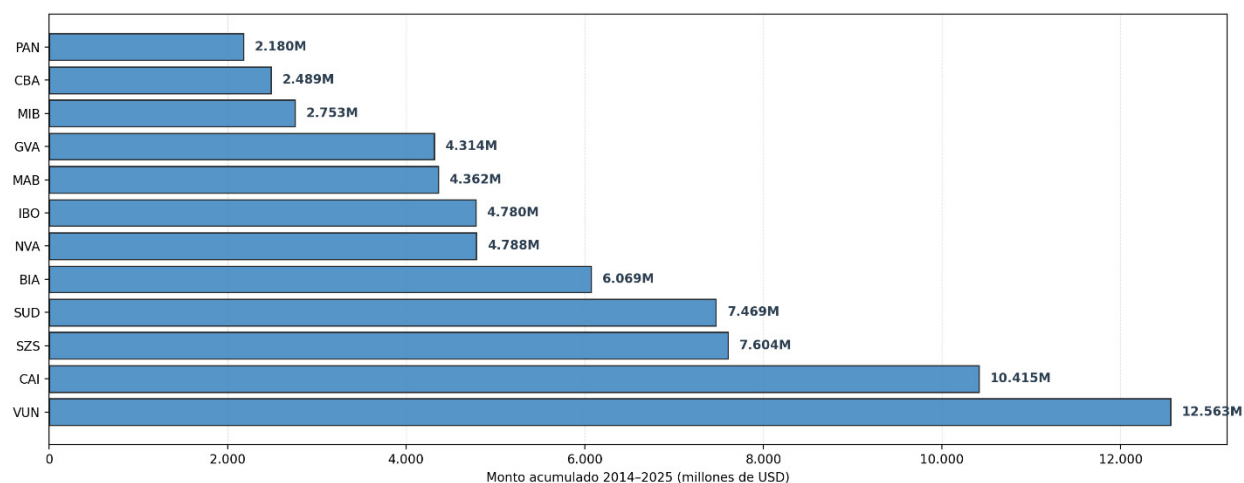


Figura 6: Monto negociado acumulado en operaciones de repo por agencia de bolsa vendedora

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)

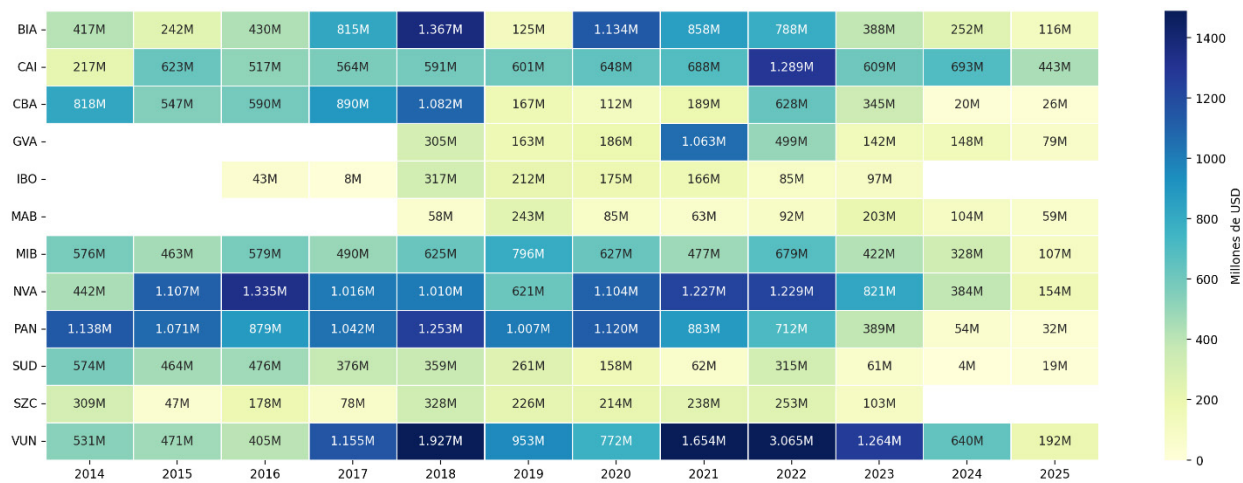


Figura 7: Mapa de calor con la participación en operaciones de repo por agencia de bolsa compradora
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)

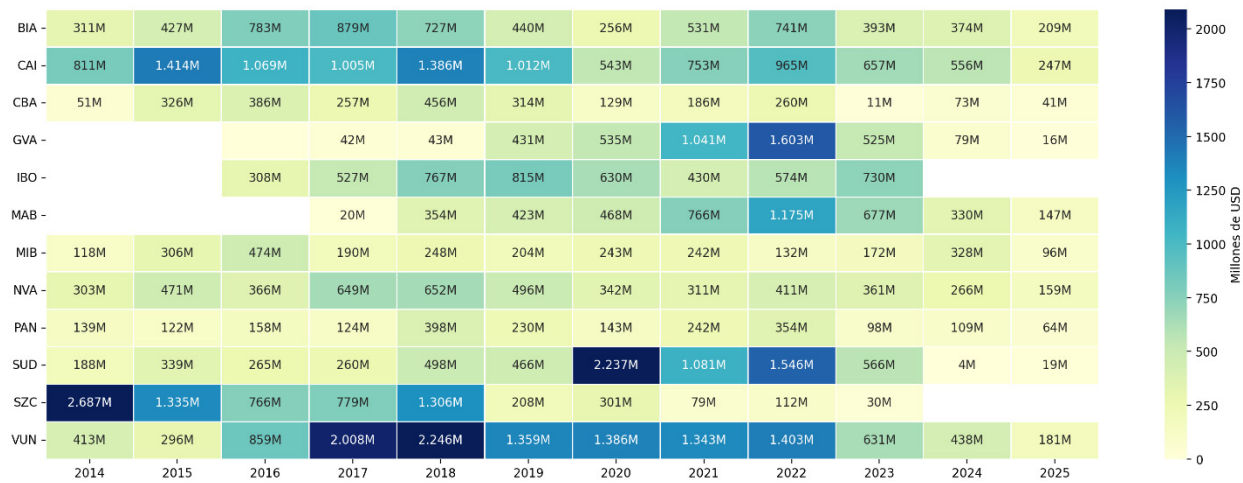


Figura 8: Mapa de calor con la participación en operaciones de repo por agencia de bolsa vendedora
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)

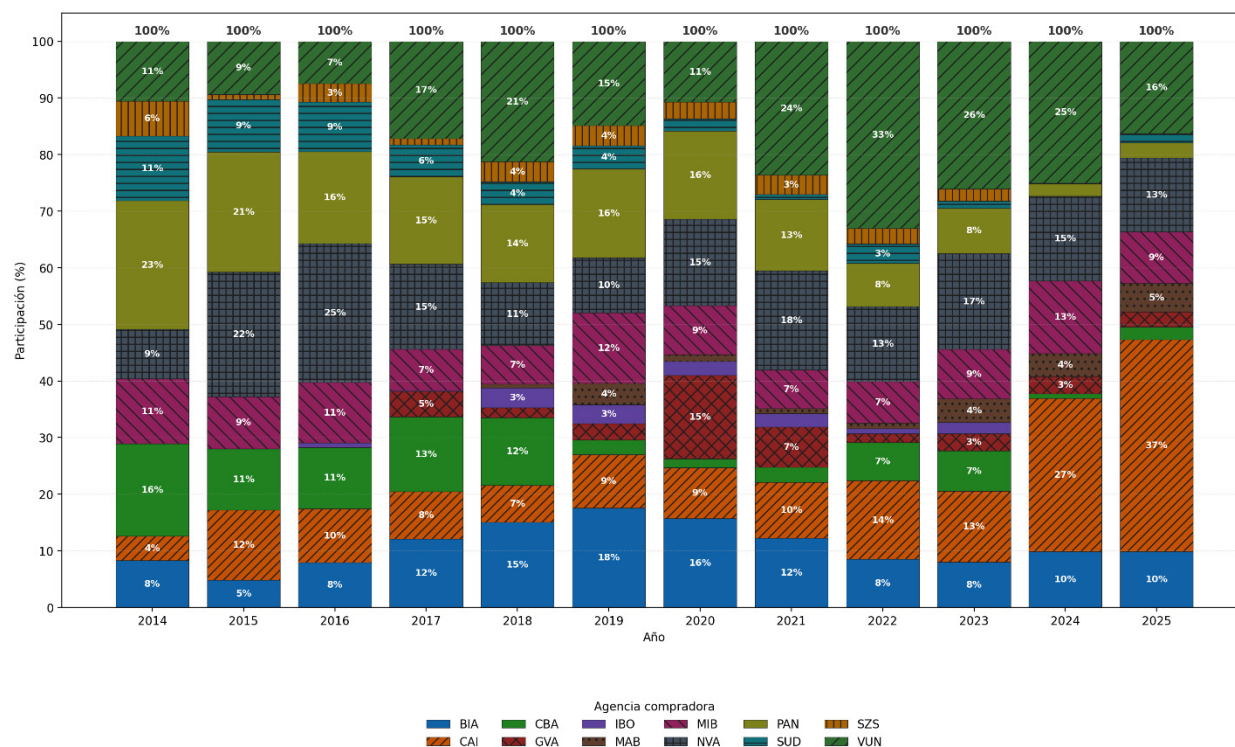


Figura 9: porcentaje de participación en operaciones de repo por agencia de bolsa compradora

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)

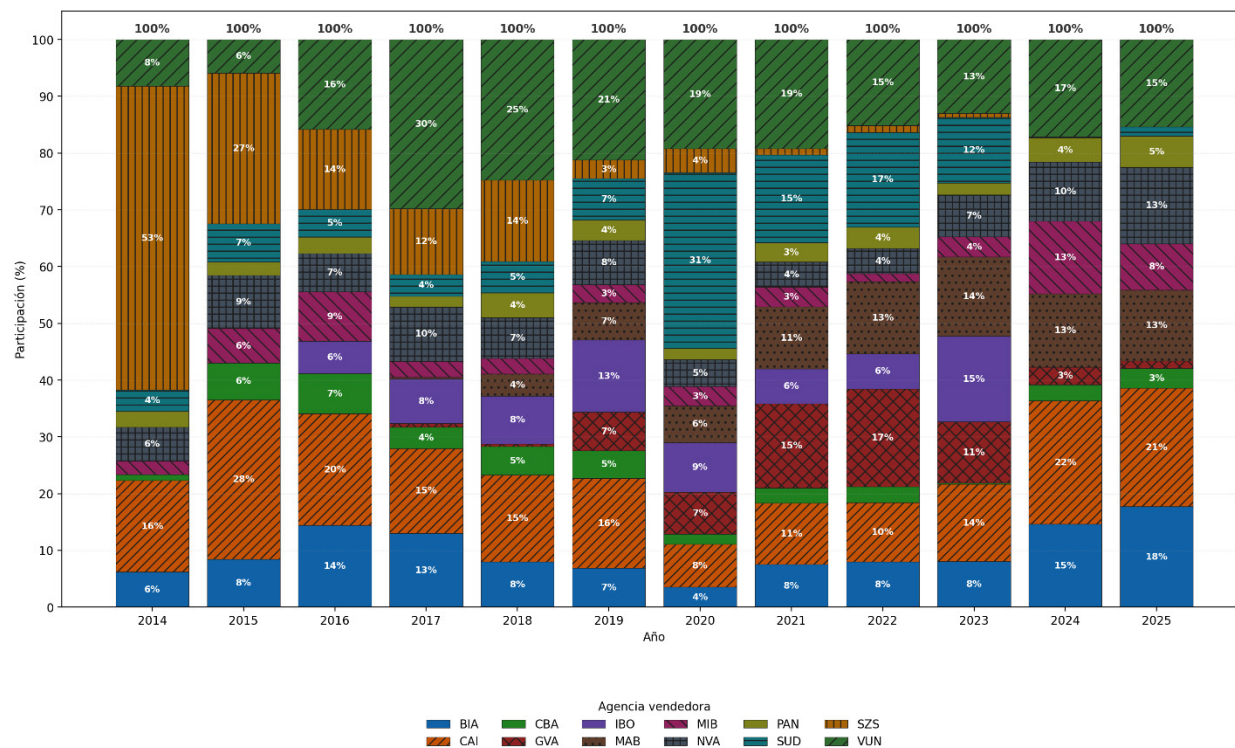


Figura 10: Porcentaje de participación en operaciones de repo por agencia de bolsa vendedora

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)

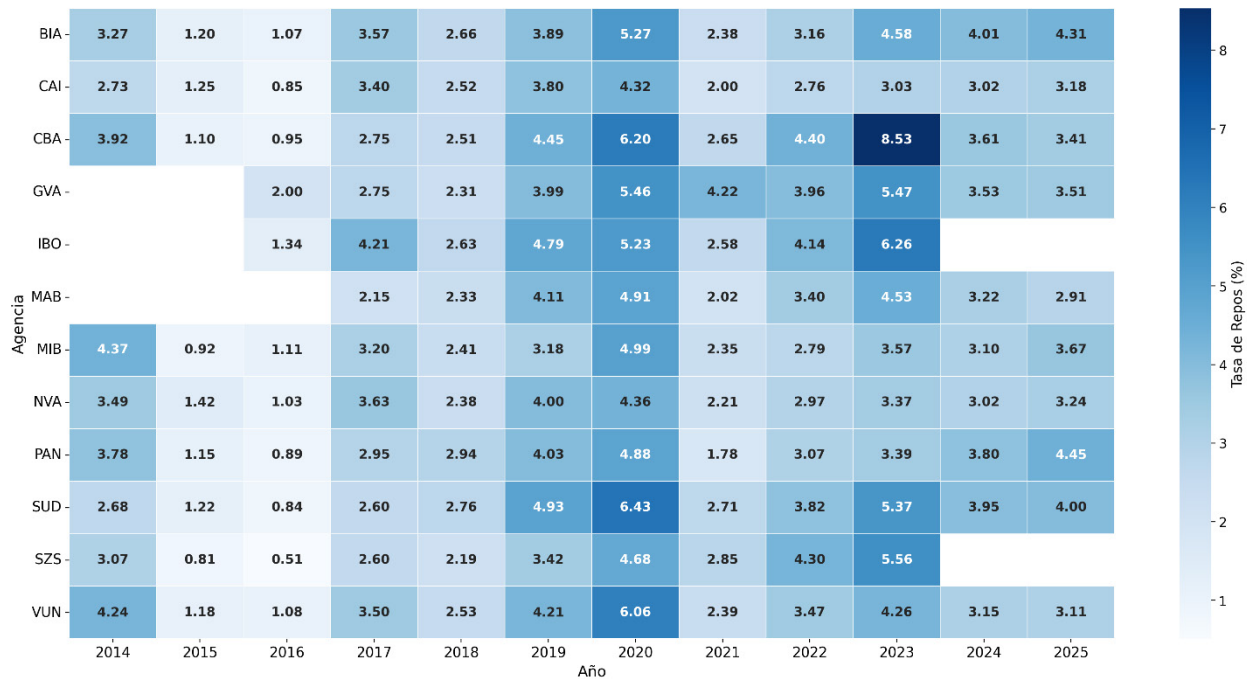


Figura 11: Tasas de Repos promedio ponderadas negociadas por las Agencias Vendedoras (solo para operaciones en BOB)
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)

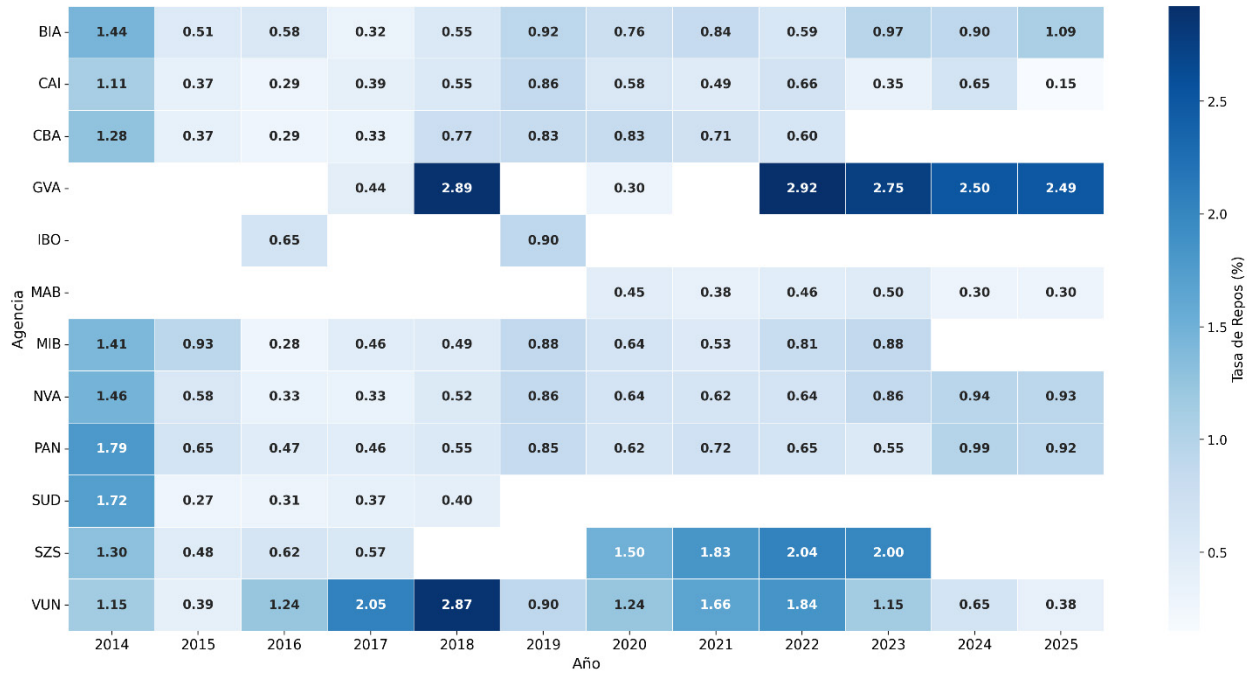


Figura 12: Tasas de Repos promedio ponderadas negociadas por las Agencias Vendedoras (solo para operaciones en USD)
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)

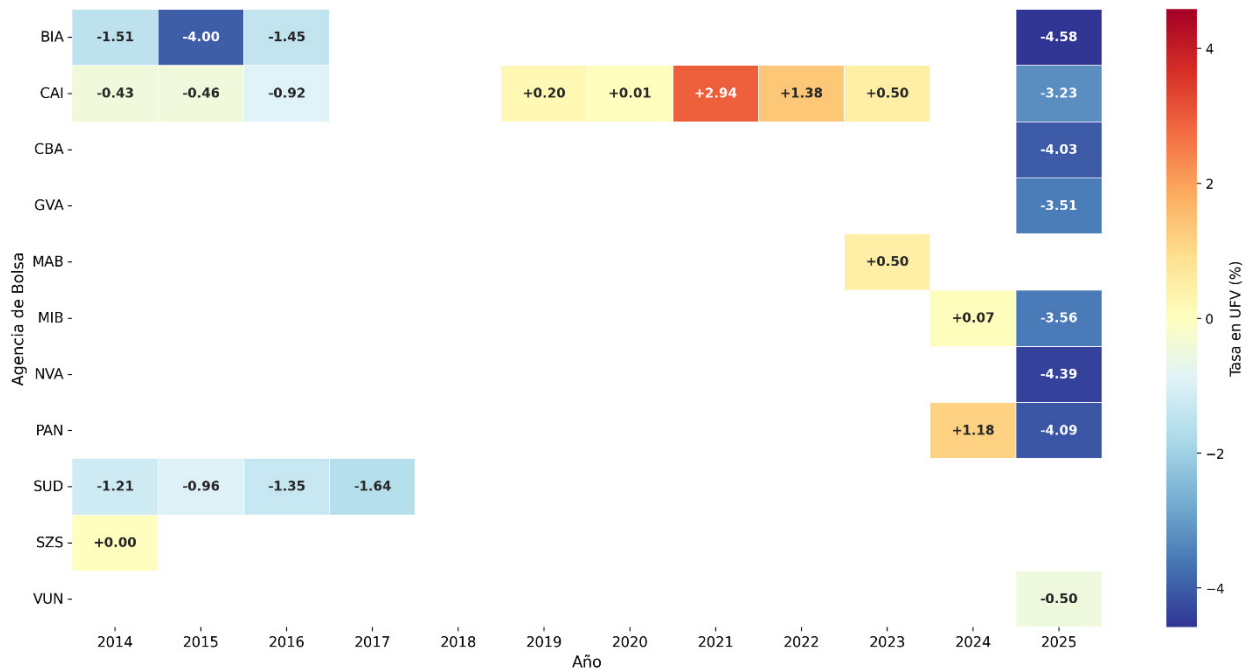


Figura 13: Tasas de Repos negociadas por las Agencias Vendedoras (solo para operaciones en UFV)
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV)