

Junio 2020

Mercado de Financiamiento de Valores

Comité de Mercados Nacionales

Juan Pablo Araujo, CQF
AAFM / CEO Itaú AGF



Agenda

1. Antecedentes
2. Contexto local
3. Mercado de financiamiento de valores
4. Beneficios y roles del mercado Repo y préstamo de valores
5. Desafío de la implementación
6. Conclusiones y pasos a seguir
7. Anexos



Agenda

1. **Antecedentes**
2. Contexto local
3. Mercado de financiamiento de valores
4. Beneficios y roles del mercado Repo y préstamo de valores
5. Desafío de la implementación
6. Conclusiones y pasos a seguir
7. Anexos



Un mercado de liquidez robusto es crítico para que precios reflejen riesgos e información disponible



Riesgo de Mercado

Precios de valores reflejan información respecto a incertidumbre en los flujos futuros.



Riesgo de Crédito

Incerteza respecto a la capacidad de pago de un emisor



Riesgo de Liquidez

Capacidad de convertir un valor financiero en efectivo en el menor tiempo posible

Ante escenarios de estrés

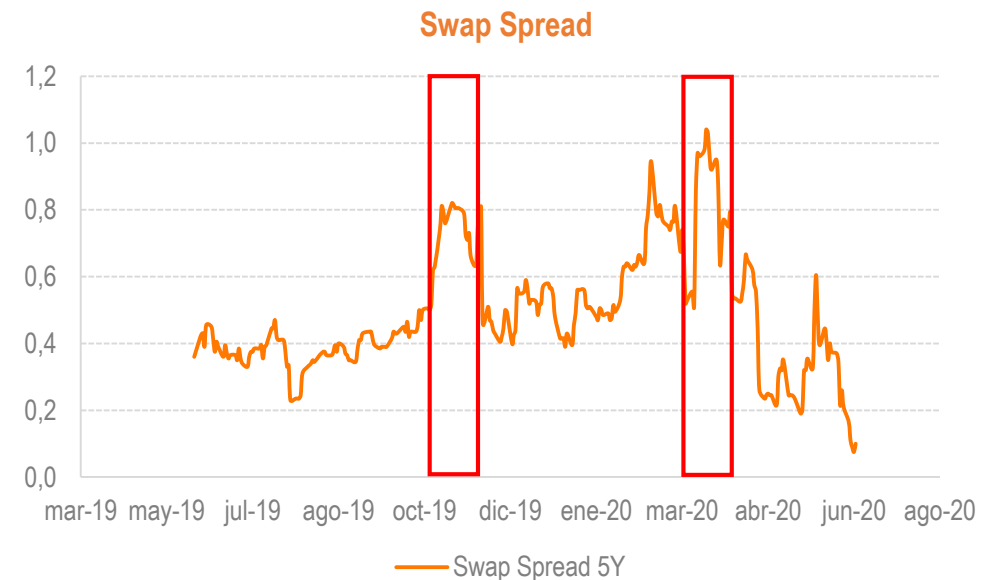
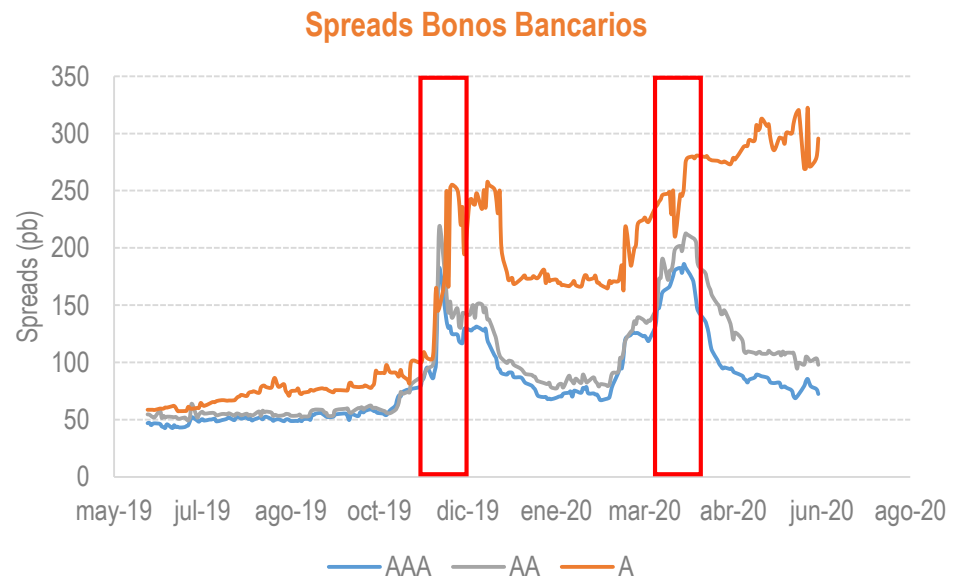
- Riesgos de mercado y crédito impactan en el precio de los activos.
- Caída en los precios incrementa la aversión al riesgo. Aumentan requerimientos de liquidez y se gatillan presiones de venta.
- Presiones de venta acentúan efectos sobre los precios, distorsionando los verdaderos efectos de mercado y crédito, gatillando efectos en cadena

A medida que se disipen shocks iniciales, precios revierten y reflejan información, sin embargo **estos episodios de turbulencia comprometen estabilidad del mercado financiero**

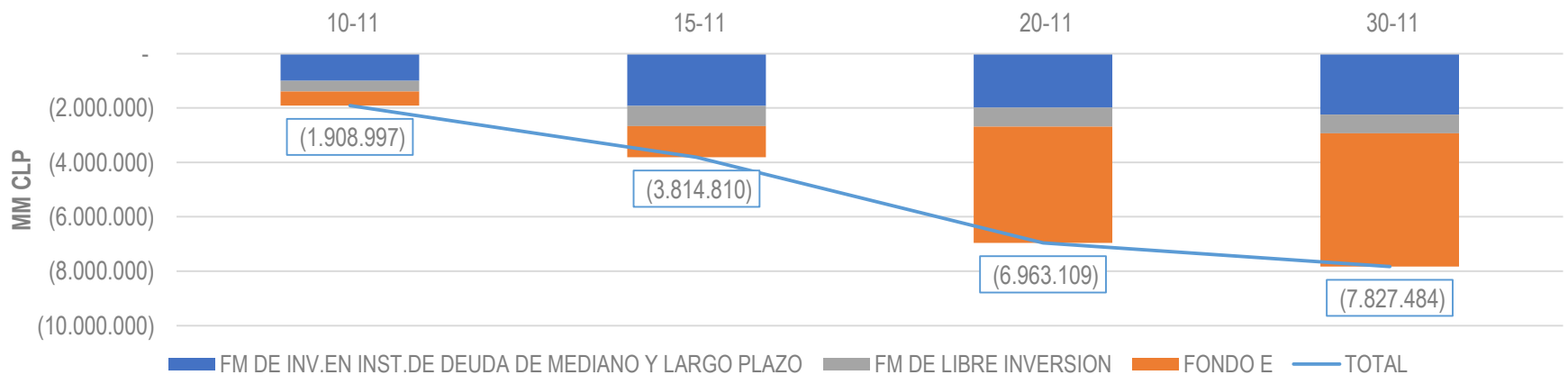
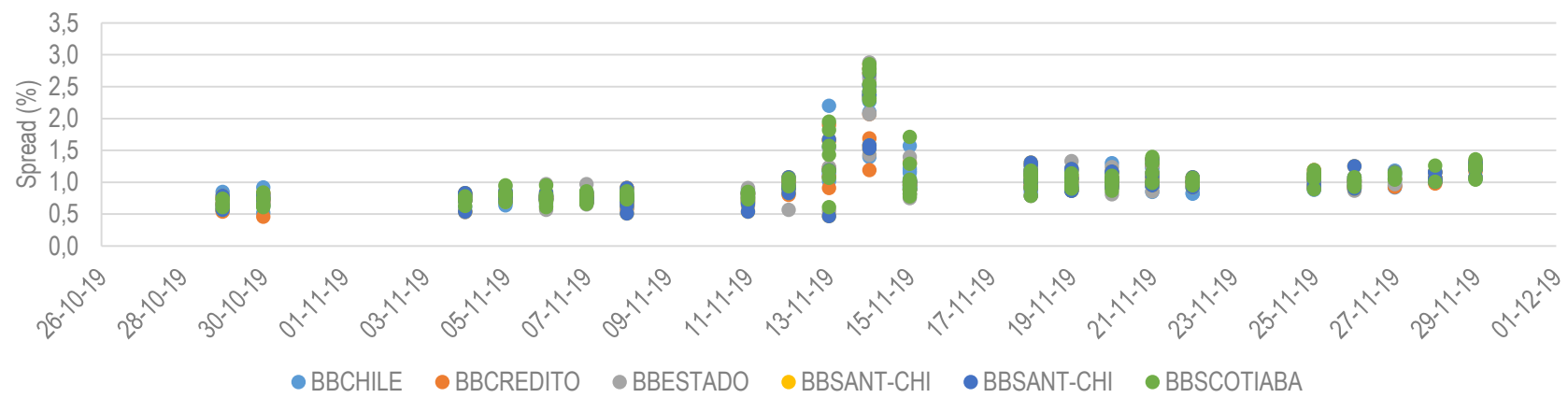
Un mercado de liquidez robusto es crítico para que precios reflejen riesgos e información disponible

Episodios de estrés en el mercado y efectos sobre los precios y flujos de mercado

En episodios de altas necesidades de liquidez, entidades administradoras de activos se ven forzadas a liquidar posiciones, pese a dislocaciones en los precios.



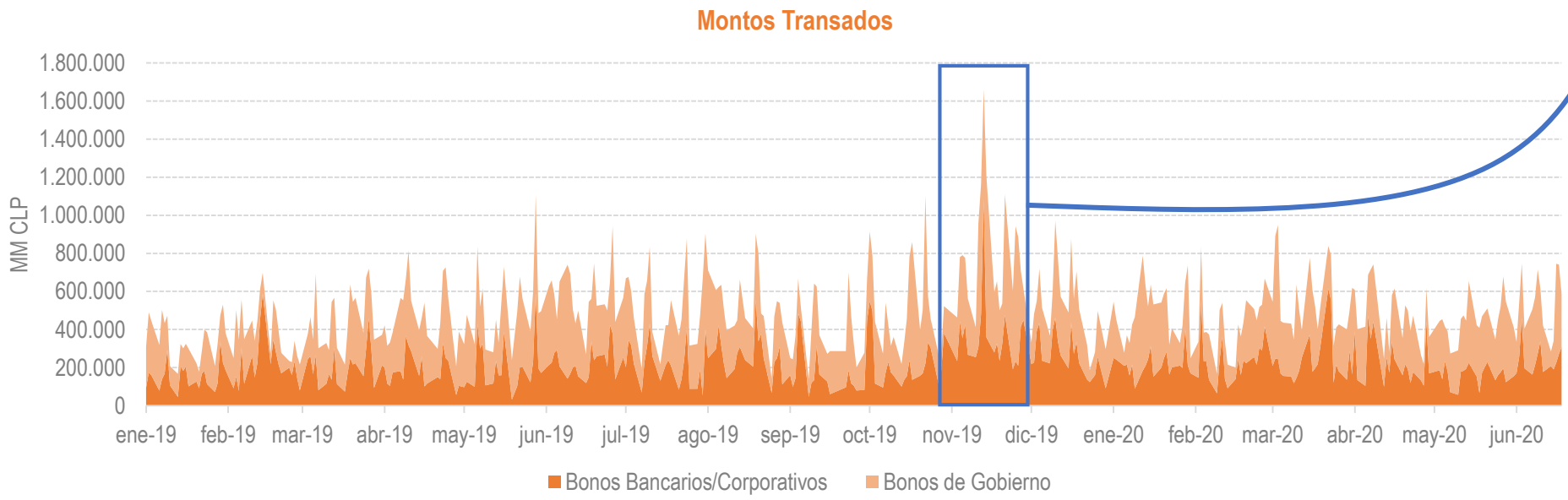
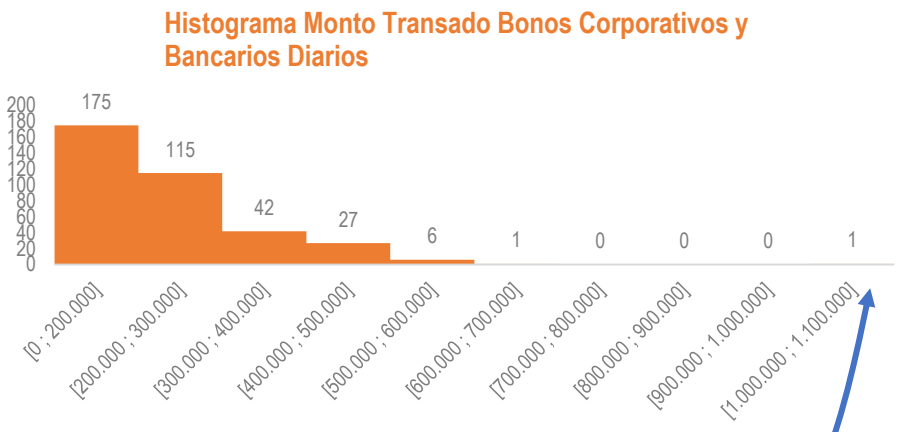
Un mercado de liquidez robusto es crítico para que precios reflejen riesgos e información disponible



Un mercado de liquidez robusto es crítico para que precios reflejen riesgos e información disponible

Episodios de estrés en el mercado y efectos sobre los precios y flujos de mercado

Se observa un significativo aumento temporal en los montos transados ante episodios de estrés, generando una alta turbulencia en los precios en escenarios de aversión a riesgos de liquidez.



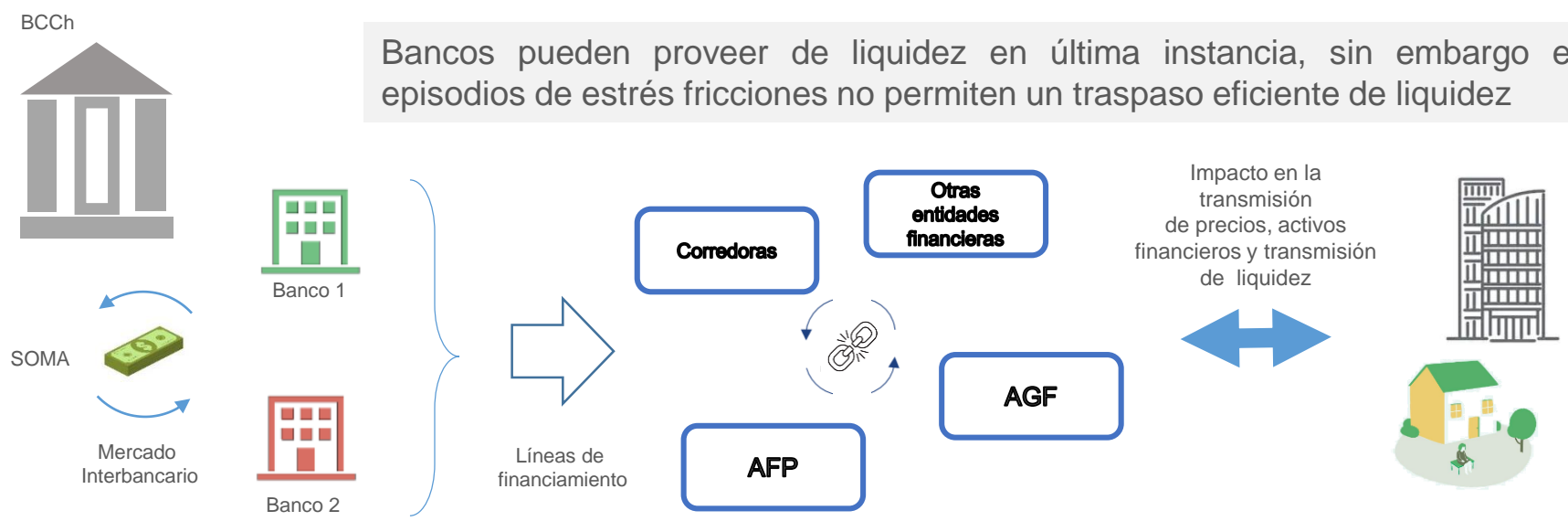
Agenda

1. Antecedentes
2. **Contexto local**
3. Mercado de financiamiento de valores
4. Beneficios y roles del mercado Repo y préstamo de valores
5. Desafío de la implementación
6. Conclusiones y pasos a seguir
7. Anexos



Facilitar flujo de financiamiento permite una adecuada transferencia de riesgos entre distintos actores de mercado

Actualmente **financiamientos en el mercado de valores** es cubierto a través de líneas directas con entidades bancarias. Sin embargo **está limitado por riesgos de contrapartes, ausencia de mercado de colaterales y fricciones de mercados**, que dificultan la entrada de más actores.



Bancos pueden proveer de liquidez en última instancia, sin embargo en episodios de estrés fricciones no permiten un traspaso eficiente de liquidez

Restricciones de crédito y de balance limitan estas funciones y no permiten drenar dislocaciones en los precios.

Facilitar flujo de financiamiento permite una adecuada transferencia de riesgos entre distintos actores de mercado

Ante presiones de venta y estrés en los precios, **entidades con accesos a liquidez son los únicos que pueden ayudar a drenar en parte estos eventos de estrés.**

- Es posible pedir actualmente **líneas repo a través de líneas bancarias**, sin embargo con **capacidad acotada en relación al mercado.**
- Fricción en las líneas de financiamiento bancario por riesgos de crédito y contraparte **limita la capacidad de bancos para hacer frente a episodios de liquidez de valores.**
- **Financiamiento con colaterales no permiten recolateralización**, lo que incorpora fricciones a los mecanismos de financiamiento y disponibilidad de valores.
- Mecanismos no están lo suficientemente desarrollados, y **ausencia de mercado de colaterales y de préstamo de valores no permite mayor presencia de otros actores del mercado de valores.**
- **Demanda por liquidez tienen comportamientos cíclicos**, que generan presiones sistémicas (e.g. mercado Money Market a fin de mes).

Agenda

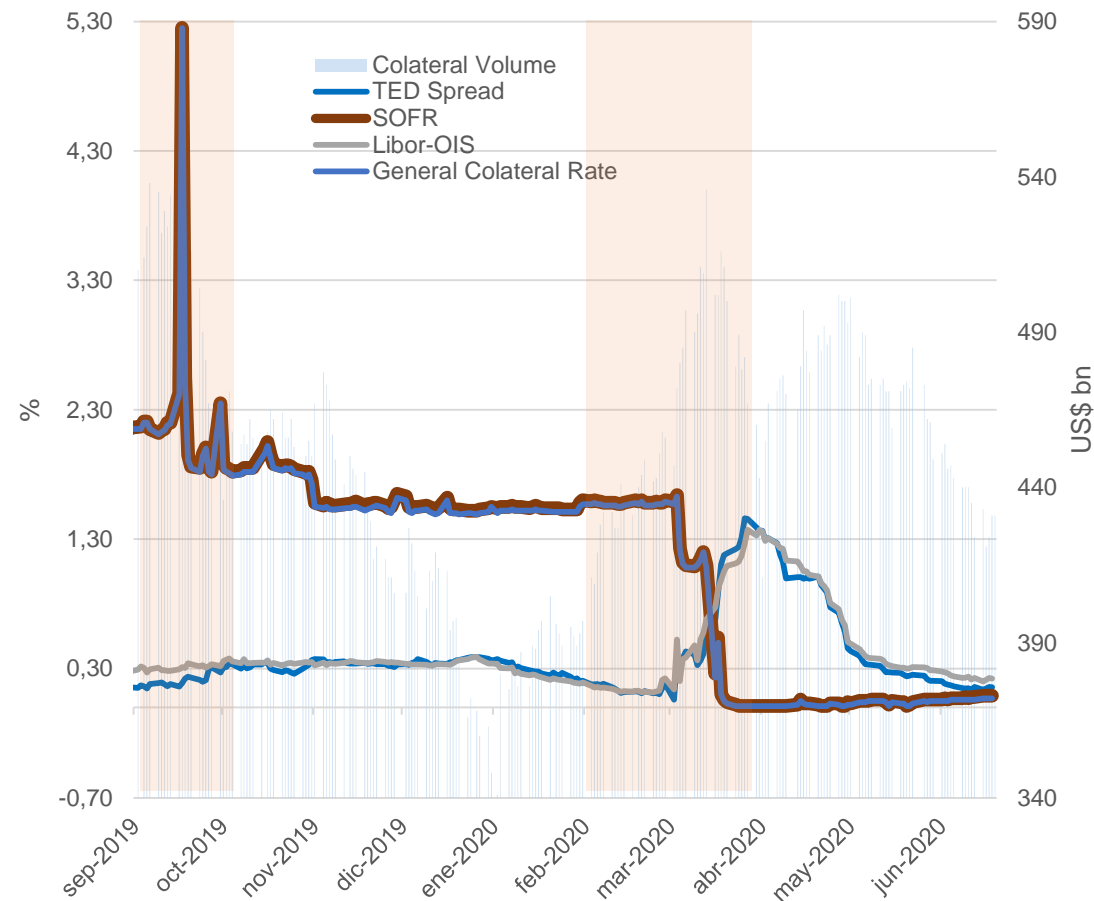
1. Antecedentes
2. Contexto local
3. **Mercado de financiamiento de valores**
4. Beneficios y roles del mercado Repo y préstamo de valores
5. Desafío de la implementación
6. Conclusiones y pasos a seguir
7. Anexos



Mecanismos de liquidez y financiamiento flexible permiten separar los riesgos asociados a la liquidez de los precios de mercado

En EE.UU. tasa repo y SOFR ha funcionado como válvula de escape, ayudando a reducir ruido sobre spreads y tasas de interés

- Ante episodios de estrés de mercado, mercado de liquidez y financiamiento ha ayudado a atenuar en parte presiones de venta.
- Requerimientos de liquidez son traspasados a un aumento en la tasa de financiamiento overnight.
- Ante eventos de squeeze de liquidez, se observa un incremento en los volúmenes Repo transados, estimados por la NY Fed.



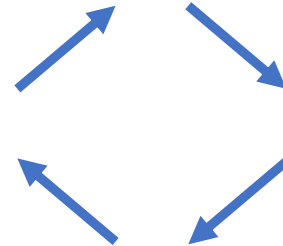
Segmentación participantes mercado de liquidez

Es posible categorizar el mercado de financiamiento de valores en cuatro principales segmentos interrelacionados

Préstamo de valores

Préstamo de valores por inversionistas institucionales (compañías de seguro, fondos de pensión, fondos mutuos, fondos de inversión) a bancos o corredoras como mecanismos de cobertura o colateral de financiamiento.

Solicitud de préstamos para financiar inversiones apalancadas o posicionamientos cortos, respaldados por colaterales.



Financiamiento Repo

Segmento de mercado repo inter-dealer, de bonos de gobierno entre bancos y creadores de mercado, típicamente con compensación a través de contrapartes centrales (CCP), con vencimiento *overnight*. Mecanismo de financiamiento o completitud de inventarios de instrumentos.

Segmento repo de financiamiento, usado por bancos o inversionistas institucionales para conseguir financiamiento de bancos centrales, bancos de retail y fondos de money market, entre otros, para satisfacer requerimientos de corto plazo.

Fuente: Financial Stability Board

Completitud de un mercado de liquidez requiere principalmente de tres mecanismos

Mercado Repo profundo y activo

- Facilitar liquidez a actores de mercado con activos financieros, de manera de contribuir con liquidez frente a escenarios de estrés.
- Potenciar funcionamiento de mercado de corto plazo, para entidades bancarias y no bancarias.
- Contribuir con la estabilidad financiera.

Mercado de préstamo de valores

- Facilita acceso a los distintos instrumentos financieros, reduciendo las cadenas de fallo ante riesgos operativos y de liquidación.
- Permite gestionar requerimientos de ALAC en el mercado Repo, y disponer inventarios al mercado.



Creadores de mercados / Primary Dealers

- Entidades que permitan distribuir stock de mercado primario y contribuyan con la adecuada transferencia de instrumentos financieros y liquidez.
- Contribuir con liquidez de mercado secundario, y capacidad de mantener instrumentos en inventario o facilitarlos a través de préstamo de valores.

Agenda

1. Antecedentes
2. Contexto local
3. Mercado de financiamiento de valores
4. **Beneficios y roles del mercado Repo y préstamo de valores**
5. Desafío de la implementación
6. Conclusiones y pasos a seguir
7. Anexos



Beneficios

1. Financiamiento

- Proveer una **fuentes eficiente de financiamiento a corto plazo**, permitiendo que la liquidez fluya hacia los intermediarios financieros a tasas de interés más eficientes.
- Facilitar una adecuada disponibilidad de valores que permitan **robustecer el flujo de mercado**.

2. Resiliencia de Mercado de Liquidez

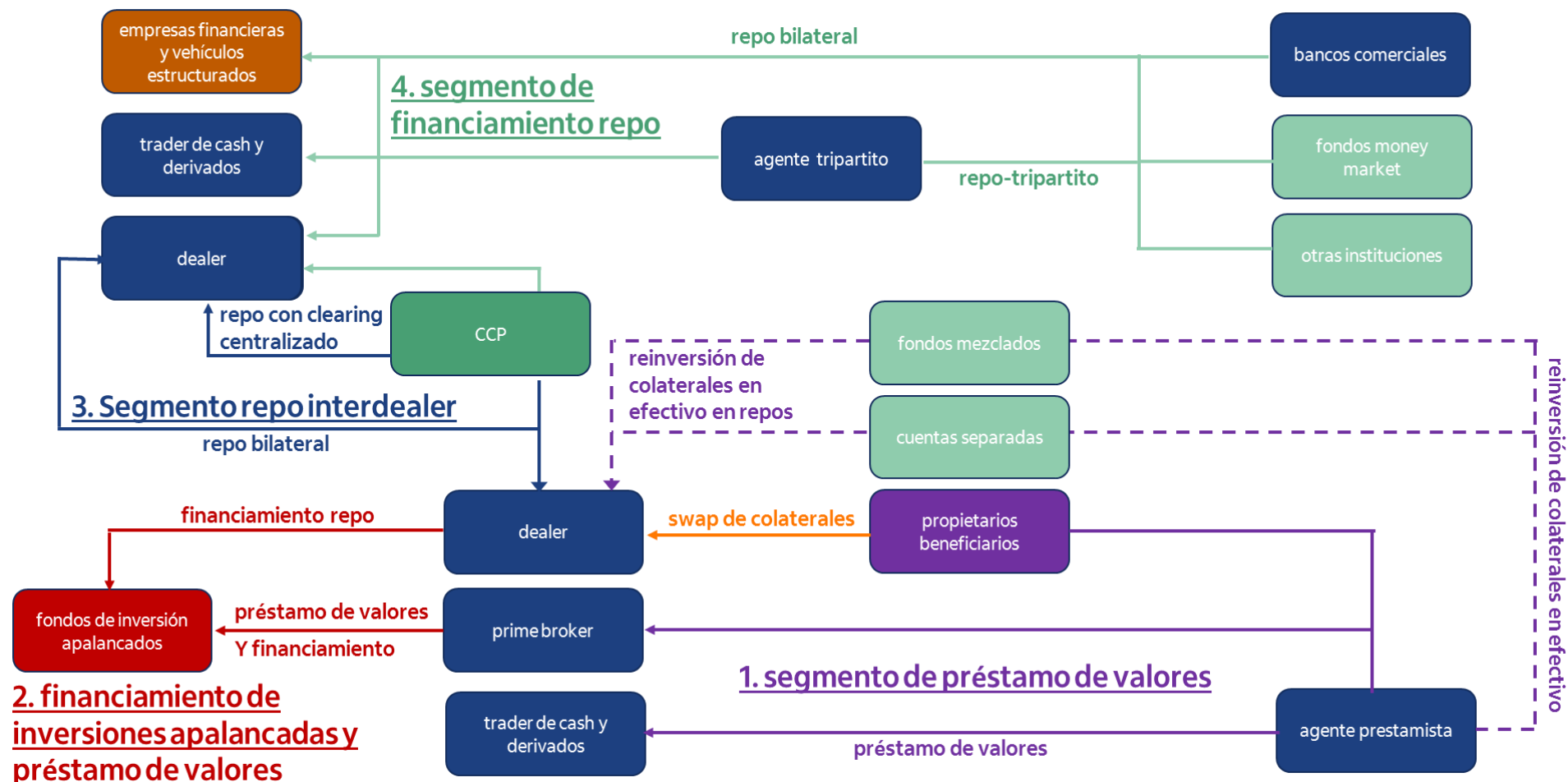
- **Provee un mercado money market más resiliente** mitigando el riesgo sistémico, al diversificar la base de fondeo.
- **Mayor disposición al prestamista** de ofrecer financiamiento a mayores plazos o hacer rollover de financiamiento de corto plazo.

3. Estabilidad Financiera

- **En caso de crisis contribuye a una menor dependencia de inyecciones de liquidez del BCCh** y disminuye la volatilidad del mercado de renta fija.
- **Permite a los actores de mercado el acceso a liquidez vía repo** en vez de ventas directas al mercado, generando menos presiones en los precios e incrementos de volatilidad.
- **Préstamo de valores robustece la gestión y disponibilidad de colaterales** en el financiamiento de valores.

Completitud de un mercado de liquidez permite una adecuada transferencia de financiamiento entre actores de mercado

4 segmentos de mercado en repos y préstamo de valores



Fuente: Financial Stability Board

Mercado de préstamo de valores

Rol de préstamo de valores en la convergencia a un mercado de renta fija completo

1. Los préstamos de valores **permiten a un inversionista obtener un rendimiento extra por sus posiciones en cartera.**
2. **Mejorar la liquidez en el mercado secundario**, contribuyendo en la gestión de inventarios de los market maker.
 - Cobertura de riesgos de mercado de posiciones del inventario.
 - Contribuye en la disponibilidad de valores para intermediar, reduciendo los eventos de fallos en las liquidaciones.
3. Préstamos de valor **permiten coberturas de posiciones largas en determinado instrumentos otorgando también cobertura de riesgos crediticios o simplemente riesgos en las bases:**
 - Underwriters o participantes en emisiones primarias pueden cubrir el riesgo de tasas mientras dura el proceso de distribución del IRF.
 - Gestión de riesgos de base, en inversionistas de bonos corporativos.
4. Valorización, cobertura de derivados, y capacidad de los actores de intervenir y arbitrar dislocaciones en los precios de mercado.

Agenda

1. Antecedentes
2. Contexto local
3. Mercado de financiamiento de valores
4. Beneficios y roles del mercado Repo y préstamo de valores
5. **Desafío de la implementación**
6. Conclusiones y pasos a seguir
7. Anexos



Desafíos en la implementación de un mercado Repo y préstamo de valores

Definición de requerimientos para intermediarios financieros e inversionistas

- Una adecuada gestión de riesgos de contraparte requiere regulación de capital para bancos e intermediarios.
- Inversionistas institucionales deben implementar mecanismos para regular riesgos de contraparte y valores elegibles.

Mecanismos de transparencia en los préstamos de valores y riesgos de contrapartes

- Relaciones bilaterales, generan riesgos y requieren seguimiento de líneas de crédito y posiciones.
- Se deben implementar requerimientos de registro y reportería regulatoria que permitan transparentar y gestionar los riesgos.
- Implementación de mecanismos de valorización de mercado de colaterales.

Clearing house

- Implementación de cámaras de compensación centrales incentivan el desarrollo y participación de intermediarios en mercado de financiamiento de valores.
- Mecanismos centralizados de clearing permiten atenuar riesgos de crédito, compartir y netear entre los distintos participantes.

Estructura legal y recolateralización

Mercado de acuerdos de recompra que permita reincorporar instrumentos al mercado Repo y préstamo de valores elimina fricciones y facilita la transferencia de liquidez y disponibilidad de valores. Mecanismo de recolateralización requiere definir una estructura legal adecuada que regule la transferencia de valores entre participantes.

Agenda

1. Antecedentes
2. Contexto local
3. Mercado de financiamiento de valores
4. Beneficios y roles del mercado Repo y préstamo de valores
5. Desafío de la implementación
6. Conclusiones y pasos a seguir
7. Anexos



Conclusiones

Se analizan las condiciones actuales de los mecanismos de financiamiento de valores en Chile, y potenciales efectos de implementar mercados Repo y préstamo de valores.



Ante eventos de **estrés de liquidez**, precios de mercado se ven fuertemente impactados, generando dislocación en los precios, mayor turbulencia financiera, y transferencias de riqueza entre actores de mercado con distintos accesos a liquidez.



Riesgo no es compartido de manera adecuada entre los distintos participantes de mercado.



Sector de financiamiento bancario no logra compensar **dislocación en los precios** en periodos de estrés. Se requieren de mecanismos de transmisión de liquidez que atenúen los riesgos de contrapartes y amplíen universo de participantes.

Conclusiones

La implementación de un mercado de liquidez y valores que contemple operaciones Repo, préstamo de valores y creadores de mercado contribuiría y potenciaría la participación de distintos actores.

- **Complejidad de mercado de liquidez** se fortalecería a través del desarrollo de mercados Repo que incluya un universo amplio de participantes, con mecanismos de préstamos de valores, y creadores de mercado que permitan distribuir inventarios en mercados primarios y secundarios.
- Una **cámara de compensación centralizada** (CCP) contribuiría con el rol de los Creadores de mercados, facilitando la transferencia de liquidez y de valores, diluyendo los riesgos de contraparte. A la vez potenciaría el desarrollo del mercado Repo y de préstamo de valores.
- Desafíos para el impulsar el desarrollo del mercado de liquidez requieren de una estructura legal que permita **recolateralizar valores**, mecanismos de transparencia y valorización.

Conclusiones

El desarrollo del mercado de Repo y préstamo de valores está sujeto a una serie de desafíos.

Pasos a seguir



Plataforma Transaccional

El desarrollo del mercado de Repos requiere de una **plataforma transaccional** centralizada, tal como a través de la Bolsa de Santiago o Electrónica, u otras.



Implementación de una Clearing

Es importante la implementación de un clearing a través de una **contraparte central** (e.g. CCLV), para incentivar la participación de los distintos actores de mercado y gestionar riesgos de contraparte.



Mercado de Préstamos

Desarrollo de mercado de **préstamos de valores y creadores de mercados** permitiría entregar completitud y fluidez, permitiendo la participación de inversionistas institucionales, mercado de cortos y fondos apalancados, segmento de mercado repo inter-dealer, y una transmisión de políticas de liquidez con menores fricciones.

Agenda

1. Antecedentes
2. Contexto local
3. Mercado de financiamiento de valores
4. Beneficios y roles del mercado Repo y préstamo de valores
5. Desafío de la implementación
6. Conclusiones y pasos a seguir
7. **Anexos**



Experiencia de otros países



Colombia

Mercado de financiamiento de valor funciona impulsado por organismos denominados Creadores de Mercado. Distintos actores de mercado operan a través de los mecanismos de **Simultáneas** y del **Mercado Repo**.

Creadores de Mercado

- Entidades similares a los Primary Dealers en EE.UU., participando en las emisiones del mercado primario y contribuyendo con liquidez en el mercado secundario.
- Banco Central actúa como garante frente a estas instituciones, y operan a través de un Sistema Electrónico de Negociación (SEN)
- Participantes tienen el rol de drenar liquidez hacia el mercado. Instituciones no están sujetos a mecanismos de prenda, lo que contribuyó a que este mercado pudiera surgir.
- Operan a través de la plataforma de la bolsa (Master Trader).

Simultáneas

- Venta de un valor con compromiso de recompra en un determinado plazo. Instrumento queda en prenda.

Mercado Repo

- Participante puede intermediar operaciones usando un valor como colateral, sin embargo instrumento se mantiene en su custodia.

Cámara centralizada de clearing

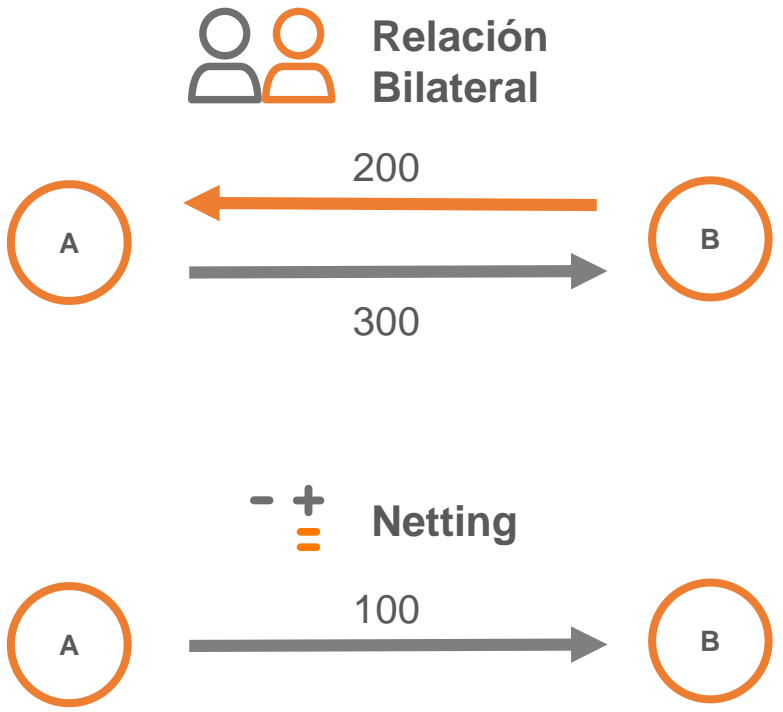
¿Cómo Funciona?

- Una vez que 2 partes hayan realizado una transacción y la lleven a la Cámara de Clearing (CC), ésta se involucra en la operación por medio de un proceso legal denominado novación, generando un contrato con cada una de las partes. **Si alguno de los miembros de la CC cae en default, la CC garantiza los pagos comprometidos entre sus miembros.**
- **Se genera la transferencia de riesgos desde la contraparte inicial hacia la CC,** quien por medio de llamadas, posturas y solicitud inicial de margen a sus integrantes reduce significativamente el riesgo de contraparte.

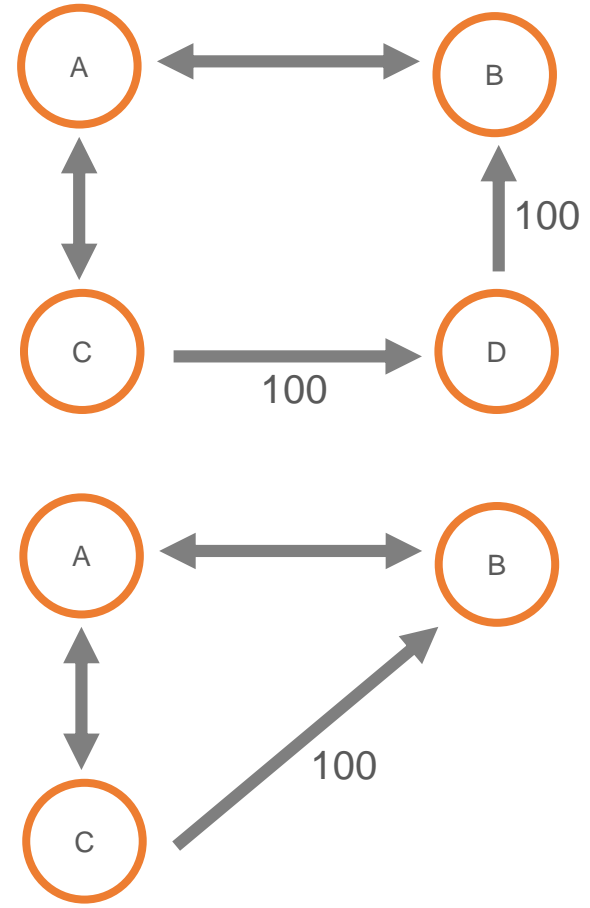
Beneficios

- 1** Reducción de riesgo por medio del neteo centralizado de las exposiciones de riesgo y mediante la variación de las llamadas a margen.
- 2** Reducción del tamaño de balances por medio del netting.
- 3** Mayor eficiencia operacional por medio del neteo de pagos y transferencias de activos.
- 4** Disminución del riesgo sistémico proveniente de una respuesta no coordinada del mercado financiero frente a un default.

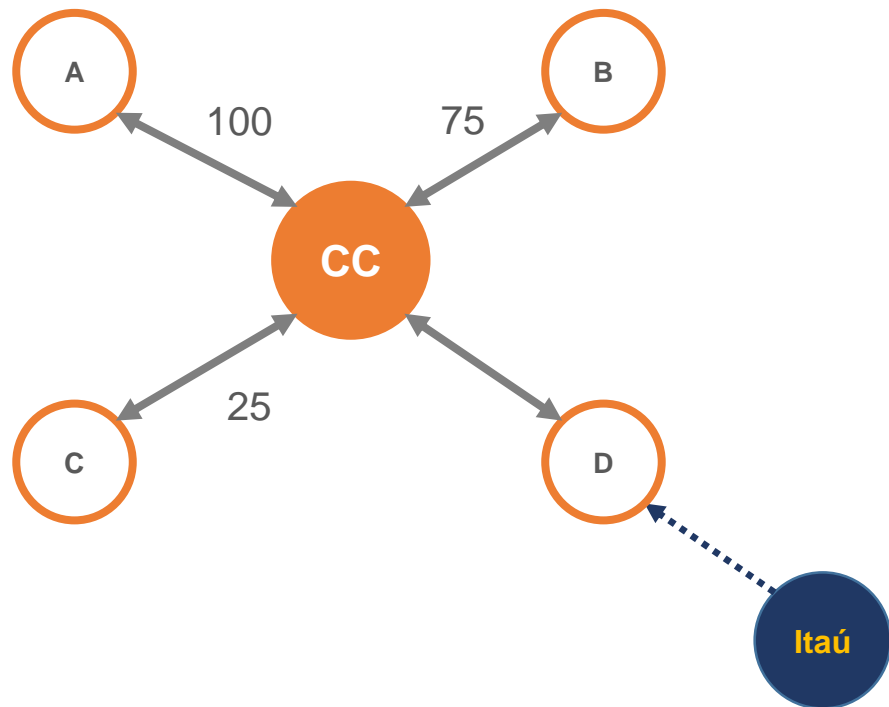
Cámara centralizada de clearing



Relaciones Bilaterales pueden acumular riesgo sistémico



Cámara centralizada de clearing

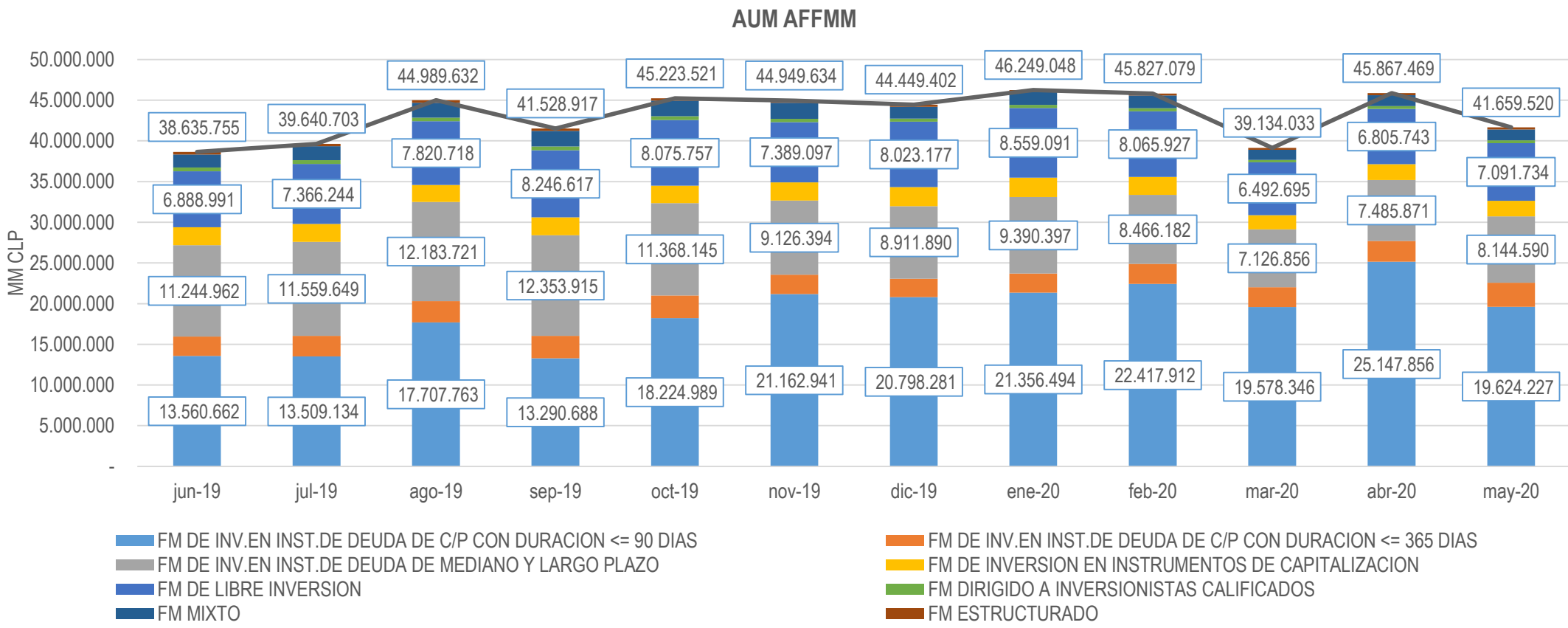


- En la práctica, **solo miembros pueden realizar operaciones**, y capitalizan la bolsa.
- La CC **garantiza los pagos comprometidos** entre sus miembros.
- La CC **se encarga de recolectar los márgenes**, neteando inicialmente posiciones.

Un mercado de liquidez robusto es crítico para que precios reflejen riesgos e información disponible

Episodios de estrés en el mercado y efectos sobre los precios y flujos de mercado

En episodios de altas necesidades de liquidez, entidades administradoras de activos se ven forzadas a liquidar posiciones, pese a dislocaciones en los precios.



Mercado de Repos y préstamo de valores

Rol en el de los repos y ventas cortas en la convergencia a un Mercado de Renta Fija completo

Provee una **fuentes eficiente de financiamiento a corto plazo**, permitiendo que la liquidez fluya hacia los intermediarios financieros a tasas de interés que reflejan el verdadero costo de liquidez.

Provee un mercado **money market más resiliente mitigando el riesgo sistémico**, al diversificar la base de fondeo (e.g. crisis 2008). Además, para el caso de los ALAC (activos líquidos de alta calidad) al ser reconocidos en el RCL (ratio de cobertura de liquidez), provee mayor disposición al prestamista de ofrecer financiamiento a mayores plazos, o hacer rollover de financiamiento de corto plazo.

En **caso de crisis contribuye a una menor dependencia de inyecciones de liquidez de los Bancos Centrales y disminuye la volatilidad del Mercado de renta fija**. Lo anterior pues permite a los actores de mercado el acceso a liquidez vía repo en momentos de ventas forzadas e incrementos en la volatilidad.

Mercado de Repos y préstamo de valores

Rol en el de los repos y ventas cortas en la convergencia a un Mercado de Renta Fija completo

- **Permite a inversionistas aversos al riesgo poner a trabajar su capital mitigando riesgo de crédito.** Para casos como por ejemplo: Fondos Money Market, fondos de pensiones, compañías de seguro, cámaras de clearing, depósito central de valores o fondos soberanos entre otros.
- **Permite un amplio rango de colaterales,** lo que atraería al mercado un rango amplio de participantes.
- **El financiamiento eficiente vía repo, junto al préstamo y venta corta de IRF's (instrumentos de renta fija) facilitan el proceso de formación de precios de los activos financieros y reducen sus distorsiones** por medio de operaciones de arbitraje o valor relativo, aumentando la liquidez del sistema y la construcción de perfiles de riesgo antes no disponibles, siendo un mecanismo de apoyo a la completitud de mercado.
- **Los préstamos de valores permiten obtener un rendimiento extra por sus inversiones “en bodega”,** o bien tomar coberturas de posiciones largas en determinado instrumento otorgando también cobertura de riesgos crediticios o simplemente riesgos en las bases.

Mercado de Repos y préstamo de valores

Rol en el de los repos y ventas cortas en la convergencia a un Mercado de Renta Fija completo

- **Permite a intermediarios financiar sus posturas de compra** o sus posiciones en underwriting en emisiones sindicadas de bonos a costos eficientes.
- El préstamo de valores **permite a underwriters o participantes en emisiones primarias cubrir el riesgo de tasas mientras dura el proceso de distribución del IRF**, tomando posiciones cortas en instrumentos similares.
- El **préstamo de valores permite a los inversionistas en bonos corporativos cubrir el riesgo de bases correctamente**, permitiendo así enfocarse solo en la evaluación crediticia y su valor justo, otorgando así perfiles de riesgo que no sería posible estructurar con los instrumentos hoy disponibles y por ende soporta el proceso de formación de valores justos.
- **Permite mejorar la liquidez en el mercado secundario.** Para ser capaz de tener precios ejecutables, el market maker requiere de la mantención de inventarios para “inmediatez”. El market maker necesita financiar y a su vez cubrir riesgos de tasas de interés no deseados, para lo cual los repos, préstamos y venta corta son herramientas fundamentales.

Mercado de Repos y préstamo de valores

Rol en el de los repos y ventas cortas en la convergencia a un Mercado de Renta Fija completo

- Asimismo, **si un market maker es solicitado para vender un papel que no tiene en inventarios, no necesita ir al mercado a comprarlo directamente a medida que alguien entregue en disposición sus inventarios y se pueda vender en corto.** Lo anterior también implica una mejora significativa en liquidez en el mercado secundario, y reduce la necesidad de mantención de inventarios permitiendo a los mercados financieros una alocación eficiente del capital.
- Respecto a la valorización y cobertura de derivados, **el uso de repos permite financiar posiciones compradas y cubrir posiciones cortas de forma eficiente,** junto con cubrir riesgos de base y crédito. Lo anterior es fundamental en la valorización del mercado de derivados, que requiere la posibilidad de operar directamente los activos subyacentes en posiciones cortas o largas.
- **Ayuda a prevenir fallas en el *settlement*.** El mercado de repos juega un rol fundamental en la mantención de la confianza de los inversionistas ayudando a asegurar que los IRF sean entregados a tiempo. Por ejemplo, si un intermediario compró a una parte para vender a otra y ésta retrasa la entrega material del instrumento, podría ir al mercado de préstamo de IRF.

Mercado de Repos y préstamo de valores

Rol en el de los repos y ventas cortas en la convergencia a un Mercado de Renta Fija completo

- **Previenen “market squeezes”**. El repo ayuda a prevenir ventas abruptas en instrumentos que tengan desbalances puntuales entre oferta y demanda, lo que genera incrementos en volatilidad e instrumentos transando fuera de su “valor justo”.
- **Mercado de repos permite una administración de colaterales más eficiente**, facilitando su movilización y alocación. Los participantes del mercado, en el caso de no poseer ALAC o colaterales elegibles para clearing, pueden cambiar el instrumento que mantienen por el que necesitan, por medio del préstamo del que tienen en cartera, y realizando el repo inverso tomando prestado el instrumento necesario (swap de colaterales).
- **Permite una alocación más eficiente de capital**. En un contexto de crecientes cargos de capital por riesgo regulatorio, se hace necesario un uso más eficiente de capital migrando desde un mercado de financiamiento *unsecured* hacia uno *secured* via mercado de repos.

Fuentes: BIS, ECB y ICMA working papers

La relevancia de una Cámara Centralizada de Clearing

Relevancia de la Cámara de Clearing en el Mercado de Repos y Préstamo de Valores

- **Función y definición operacional:** Una vez que 2 partes han cerrado una transacción y la llevan a la Cámara de Clearing (CC), la CC se involucra a sí misma en la transacción, generando 2 contratos, uno con cada contraparte por medio de un proceso legal denominado novación. Si alguno de los miembros de la CC cae en default, la CC garantiza los pagos comprometidos entre sus miembros. De éste modo se genera la transferencia de riesgos desde la contraparte inicial hacia la CC, quien por medio de llamadas, posturas y solicitud inicial de margen a sus integrantes reduce significativamente el riesgo de contraparte.
- **Buffers de capital:** La CC está respaldada por una serie de buffers de capital (márgenes iniciales y llamadas contingentes a los miembros en caso de default, reservas y patrimonio). En caso de default de algunos de los miembros, la CC remplazará o cubrirá el miembro que cayó en default mediante la utilización del margen inicial y contribuciones de este miembro. Si los recursos son insuficientes, la CC cubrirá con su propio capital o bien utilizará el fondo de contribuciones para default y de ser necesario hará llamadas adicionales de contribuciones a dicho fondo a los miembros que no se encuentran en default.

La relevancia de una Cámara Centralizada de Clearing

Beneficios de las CC

- 1** Reducción de riesgo por medio del neteo centralizado de las exposiciones de riesgo
- 2** Reducción de riesgo por medio de variación de las llamadas a margen
- 3** Reducción del tamaño de balances por medio del netting
- 4** Mayor eficiencia operacional por medio del neteo de pagos y transferencias de activos
- 5** Disminución del riesgo sistémico proveniente de una respuesta no coordinada del mercado financiero frente a un default

Se estima esencial que para soportar el desarrollo de un mercado de Repos y préstamo de valores completo con todas las ventajas ya descritas, estas operaciones deben estar amparadas bajo una Cámara de Clearing