

## Minuta N°2

### Comité de Mercados Nacionales (Modo Remoto Vía Webex)

Santiago, viernes 26 de junio de 2020

El viernes 26 de junio se celebró por vía teleconferencia el 2º Comité de Mercados, reuniendo a ejecutivos de distintas instituciones y asociaciones financieras del mercado local. En esta oportunidad, el Comité abordó dos temas de interés general. El primero fue la posibilidad de obtener acceso a operar en plataformas OTC por parte de agentes no bancarios. La presentación introductoria fue realizada por Carolina Mery, de AFP Habitat. El segundo tema correspondió al desarrollo de Mercados Repo, que fue introducido por Juan Pablo Araujo, de Itaú AGF. Ambos temas suscitaron debate, que se resume en la siguiente Minuta<sup>1</sup>.

#### Tema 1: Acceso de agentes no bancarios a Plataformas OTC

##### **I. Presentación expuesta por Carolina Mery, Gerente de Inversiones de AFP Habitat.**

La presentación se refirió a la incorporación de agentes no bancarios en las plataformas de negociación fuera de Bolsa (OTC, *over the counter*) para el mercado local. Actualmente, los Fondos de Pensiones se rigen por el DL 3500, el cual especifica que todas las transacciones deben realizarse por medio del mercado secundario formal, y es el Banco Central (BCCh) quien define qué plataformas de negociación califican bajo este concepto.

Dentro de las principales ventajas presentadas, se destacó la de eliminar rigideces operativas en las transacciones. Esto haría que el mercado chileno fuera más atractivo para agentes extranjeros, ya que actualmente se requieren varios intermediarios para completar una transacción. Del mismo modo, se destacó que se requería flexibilidad en los horarios y tipos de liquidación, para así facilitar las operaciones con agentes no residentes que operan con estándares distintos, permitiendo, de este modo, planificar mejor los flujos ante cambios masivos de fondo. La homologación a los estándares internacionales podría implicar mayor liquidez en el mercado local.

Las desventajas presentadas se relacionaron con la pérdida de transparencia en los precios, pero éstos se podrían obtener de igual manera si se toma la fuente de precios del DCV.

En otros países comparables, se permite a Fondos de Pensiones transar OTC, lo cual sería posible en Chile mediante la validación por parte del BCCh de los mercados OTC como mercados secundarios formales.

---

<sup>1</sup> Esta minuta resume las opiniones recogidas por los miembros representantes de los principales participantes locales e internacionales que operan en los mercados financieros nacionales. La visión contenida en este informe en ningún caso fija la posición del BCCh sobre los temas abordados.

## **II. Debate de los miembros del comité**

Varios miembros concordaron que las plataformas OTC son el estándar internacional para las negociaciones del mercado de renta fija global.

Un punto de consenso fue la baja liquidez y profundidad de mercado local, debido a que su manera de operar difiere de las prácticas del resto de los mercados. Algunos señalaron que, más que un tema de plataformas de negociación, para mejorar la liquidez hay que actualizar la infraestructura del mercado de tasas en su totalidad. Para ello, se debería analizar la incorporación de los mercados de REPO, préstamos de valores y creadores de mercados, siempre buscando alinearse a los estándares internacionales.

Algunos miembros mencionaron que parte de la poca evolución del mercado local de renta fija estaría asociada a las normativas aplicadas a los fondos de pensiones, particularmente a la obligación de transar en plataformas del mercado secundario formal, lo que hace que hoy realicen operaciones únicamente en la Bolsa. Añadieron que estas normativas, formuladas en los años 80, no son representativas de las dinámicas y estándares de negociación actuales, especialmente luego de la incorporación de la participación de los agentes no residentes como inversionistas de instrumentos financieros locales.

Muchos miembros indicaron que las actuales plataformas de negociación provistas por la Bolsa son limitadas en cuanto a horarios de negociación, además de presentar restringidas opciones de fechas y horarios de liquidación. Lo anterior limita la operación continua e impide formular estrategias de transacciones ante grandes volúmenes.

Algunos miembros señalaron que al incorporar las plataformas OTC como mercado secundario formal se solucionarían varias limitantes en cuanto a horarios de negociación, fechas de liquidación (valutas) y mecanismo de pago.

Varios miembros argumentaron a favor de lo anterior, afirmando que la validación de las plataformas OTC permitiría negociaciones de grandes volúmenes, lo que ayudaría a reducir el impacto en los precios. Actualmente, al involucrar intermediarios, aumentan los costos y fricciones operativas que desincentivan la incorporación de nuevos agentes, especialmente internacionales, limitando grandes transacciones o generando distorsiones en la correcta formación de precios.

Algunos miembros mencionaron la posibilidad de incorporar a los agentes extranjeros a la Bolsa con el fin de resguardar la liquidez en el mercado local. A lo anterior, otros miembros señalaron que era muy difícil que inversionistas internacionales cambiasen su manera de operar a nivel global con el propósito de comprar instrumentos locales.

Varios miembros mencionan que para hacer viable una propuesta como esta, los proveedores locales de estas plataformas OTC deberían ser regulados y cumplir con los requisitos impuestos por las normas, especialmente en cuanto a transparencia de precios y volúmenes transados. Para dichos miembros, esto debería ser una condición previa para una propuesta de esta naturaleza dada la importancia de contar con altos estándares de información y transparencia. Otros miembros

señalaron que ya hay plataformas en el mercado internacional que cumplen con los requisitos de transparencia, en donde la mayoría de los agentes locales tiene acceso.

Varios miembros señalaron que parte de la solución para mejorar la liquidez local del mercado de renta fija es incorporar más participantes, especialmente extranjeros. Por consiguiente, estimaron que alinearse al estándar internacional en cuanto a formalizar las plataformas OTC puede ser determinante en la actual coyuntura de bajas rentabilidades en inversiones de renta fija a nivel mundial.

### Próximos pasos

La mayoría de los miembros coincidieron con que hay muchos y distintos diagnósticos para un mismo problema. Para seguir avanzando, el Comité acuerda que se forme un grupo de trabajo con miembros representantes de los diferentes sectores e industrias con el fin de unificar los distintos puntos de vista y proponer una solución consensuada a exponer frente al comité en una fecha futura.

## **Tema 2: Desarrollo del Mercado de REPO**

### **I. Presentación expuesta por Juan Pablo Araujo, Gerente General de Itaú AGF**

La presentación se centró en el desarrollo de un mercado de financiamiento de valores. Como antecedente, se mencionó que en episodios de estrés financiero usualmente aumentan los riesgos de mercado y de crédito, lo cual impacta los precios de los activos, gatillando necesidades de liquidez. En los mercados poco desarrollados, este riesgo de liquidez se transmite a los precios de los instrumentos financieros, cuando debiese reflejarse en las tasas de financiamiento colateralizado (REPO, *overnight*) como ocurre en mercados financieros más desarrollados.

En situaciones en que los FF.MM. enfrentan rescates, tienen la obligación de vender activos por la inexistencia de un mercado de financiamiento de valores. Cuando estos retiros ocurren en escenarios de estrés del mercado financiero, se ven obligados a validar las sobrerreacciones en los precios. Adicionalmente, la existencia de un mercado REPO permitiría gestionar de mejor manera los requerimientos regulares de fin de mes/año por parte de sus clientes.

Para su desarrollo, se debe tomar en cuenta la consolidación de otros dos mercados, que en conjunto forman la “trinidad virtuosa” del mercado de financiamiento: (1) el mercado de préstamo de valores y (2) los creadores de mercado/*primary dealers*. La simbiosis entre los tres permitiría contar con mayor resiliencia en el mercado de liquidez e impulsar la estabilidad financiera, desvinculando el riesgo de liquidez del precio de los activos.

Los desafíos en la implementación de esta propuesta incluyen la regulación y la gestión de riesgos entre intermediarios financieros e inversionistas, así como el establecimiento de mecanismos de transparencia en el mercado de valores, siendo necesario un seguimiento de líneas de crédito y posiciones de los agentes. Asimismo, se requeriría la existencia de una cámara de compensación.

Por último, enfatiza la importancia de permitir la recolateralización de los instrumentos, lo cual presenta un desafío en términos de estructura legal. Sin esa posibilidad de reutilización del instrumento como colateral en operaciones REPO, se podría desincentivar el desarrollo del mercado en cuestión.

## **II. Debate de los miembros del comité**

El consenso de los miembros señaló que el desarrollo del mercado de REPO es fundamental para ampliar los mecanismos de financiamiento ante requerimientos de liquidez en situaciones normales y estacionales, pero además que sería un potente mecanismo de contención en episodios de tensiones y volatilidad de tasas en el mercado de renta fija.

Algunos miembros señalaron que para que el mercado de REPO se desarrolle es necesario que se actualicen y estandaricen las actuales regulaciones de estas operaciones en base a las mejores prácticas internacionales de los mercados de referencia. Según estos mismos miembros, estas prácticas incentivarían el uso de estas operaciones debido a que cubrirían las actuales dinámicas y necesidades de los distintos agentes y sectores. Es vital para el desarrollo de este mercado la generación de las plataformas necesarias para negociar y transferir las posiciones de forma automática.

La falta de estandarización de los contratos genera incertidumbre en cuanto a la interpretación del consumo de capital o líneas de crédito entre las partes. Se destacó que, para algunos agentes, la operación REPO es un préstamo garantizado, por lo que requiere una asignación de capital o el uso de línea de crédito con las contrapartes, independiente del instrumento como garantía. Para otros, una operación REPO es una compra tradicional del instrumento con un pacto de retroventa, lo cual no requiere el uso de líneas de crédito con las contrapartes.

Varios miembros del comité comentan que lo anterior se mitigaría con una contraparte central, o un agente tripartito, que ofreciera un servicio centralizado de custodia y de carácter estándar para todos los diferentes agentes del mercado local, que además incluya gestión de riesgo de contrapartes, flexibilidad en la gestión de colaterales y las plataformas de negociación para realizar las operaciones de REPO y préstamos de valores.

Algunos comentan que el DCV tiene ventajas por sobre otras alternativas para otorgar los servicios requeridos por el mercado.

Unos miembros señalaron que, ante situaciones de estrés financiero de los mercados de renta fija local, la participación del BCCh es primordial para destrabar los mercados. Una propuesta es que, para que los bancos puedan otorgar liquidez a agentes no bancarios, el BCCh pueda aceptar títulos ya prendados en sus operaciones de inyección de liquidez. Ésta sería una medida indirecta de financiamiento a los no bancos ya que aliviaría la volatilidad de las tasas y los posibles *sell off*, aunque aumentando el riesgo sistémico.

Un ejemplo de lo anterior, es la situación registrada en marzo en el mercado de financiamiento en Estados Unidos, donde, a pesar de poseer un mercado de REPO desarrollado, el mercado de bonos

corporativos vivió tensiones que desencadenaron que la FED saliera a comprar bonos corporativos a través de BlackRock.

#### Próximos pasos

El consenso de los miembros del Comité manifestó que para fomentar el desarrollo del mercado de REPO se establezcan grupos de trabajo, con miembros representantes de los diferentes sectores e industrias, con el fin de unificar los distintos puntos de vista y proponer una solución consensuada a exponer en el comité en una fecha futura.

**Lista de participantes:****Organización**

Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión  
Asociación de Bancos e Instituciones Financieras  
Asociación de Fondos Mutuos  
Asociación de Fondos Mutuos  
AFP Capital  
AFP Cuprum  
AFP Habitat  
AFP Modelo  
AFP Provida  
Banco Bice  
Banco Chile  
Banco Consorcio  
Banco de Crédito e Inversiones  
Banco de Crédito e Inversiones  
Banco de Crédito e Inversiones  
Banco Estado  
Banco Estado  
Banco Itaú-Corpbanca  
Banco JP Morgan  
Banco JP Morgan  
Banco Santander  
Banco Scotiabank  
Banco Security  
Cía. Seguros Chilena Consolidada  
Cía. Seguros Chilena Consolidada  
Cía. Seguros Consorcio  
Itaú AGF  
Itaú AGF  
Larraín Vial AGF  
Moneda Asset Management  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile  
Banco Central de Chile

**Participante**

Pilar Concha  
Matías Bernier  
Macarena Ossa  
Mónica Cavallini  
Francisco Guzmán  
Sergio Rodriguez  
Carolina Mery  
Andrés Flisfisch  
Jorge Luis Eliodoro Urzúa  
Rodrigo Álvarez  
Francisco Cisternas  
Mara Forer  
Alexis Vega  
Javier Moraga  
Juan Pablo Riesco  
Andrea Silva  
Gonzalo Kiessling  
Alejandro Teuber  
Jorge Hayler  
Nicolás Valderrama  
Danilo Castañeda  
Aitor Aldunate  
Sergio Rodrigo Bonilla  
Eduardo Bustos  
Roger Mogrovejo  
Andrea Godoy  
Juan Pablo Araujo  
Raúl Muñoz  
Javier Marshall  
Ezequiel Camus  
Felipe Musa  
Beltrán de Ramón  
Diego Gianelli  
Leonardo Avendaño  
Rodrigo Lozano  
Catalina Estefó  
Isidora Barros  
Andrés Söchting  
Felipe Lozano  
Jaime Troncoso  
Mauricio Álvarez

