

Hacia un Mercado de Renta Fija más Moderno

Propuesta preliminar para un Programa de Formadores de Mercado en Chile



MINISTERIO DE HACIENDA



Hacia un Mercado de Renta Fija más Moderno

Propuesta preliminar para un Programa de Formadores de Mercado en Chile



Ministerio de Hacienda
Coordinación de Finanzas y Asuntos Internacionales
Oficina de Deuda Pública

Fecha de publicación: 26 de enero de 2026

Diseño: Luis Silva

Contenido

| | |
|---|-----------|
| Prefacio | 4 |
| Resumen ejecutivo | 5 |
| ■ Antecedentes y Objetivos | 8 |
| I Antecedentes y motivación para la instalación del Programa de Formadores de Mercado | 9 |
| II Objetivos y alcance del documento | 12 |
| ■ Diagnóstico y Fundamentos | 13 |
| III Diagnóstico del mercado de deuda soberana local | 14 |
| IV Experiencia Internacional | 17 |
| V Mejores prácticas en los programas de formadores de mercado | 19 |
| ■ Impactos esperados y Diseño del programa | 21 |
| VI Impacto esperado para el mercado chileno e implicancias fiscales y macroeconómicas | 22 |
| VII Propuesta de Programa de Formadores de Mercado para Chile | 25 |
| VIII Inclusión de operaciones en mercado OTC | 34 |
| IX Rol de las cámaras de compensación y posturas ciegas | 36 |
| ■ Implementación y Hoja de Ruta | 37 |
| X Decisiones pendientes y Hoja de Ruta para la implementación del Programa | 38 |

Prefacio

Este documento contiene una propuesta técnica preliminar destinada a orientar el proceso de diseño, consulta y posterior validación de un Programa de Formadores de Mercado (PFM) para los instrumentos de deuda soberana del país. Su contenido podrá ser complementado o ajustado en función de análisis técnicos adicionales y de los comentarios que se reciban por parte de actores del mercado y otras instituciones relevantes.

La propuesta se origina a partir de una iniciativa del Ministerio de Hacienda, el cual promovió la creación del Comité para la Implementación del Programa de Formadores de Mercado. Dicho Comité ha contado con la participación del Ministerio de Hacienda, el Banco Central de Chile, la Comisión para el Mercado Financiero y la Superintendencia de Pensiones, y ha tenido como objetivos definir un modelo para la instalación del programa, analizar los aspectos normativos necesarios y proponer una agenda de implementación. En este marco, el Comité constituye una instancia de coordinación y validación interinstitucional que acompañará el proceso hasta el inicio de la fase piloto del programa.

La propuesta contenida en este documento fue desarrollada bajo la coordinación técnica del Ministerio de Hacienda, sobre la base del trabajo realizado en el marco del Comité, incorporando los análisis, discusiones y comentarios formulados por sus integrantes. En este sentido, el documento constituye un insumo técnico orientado a promover una discusión informada y participativa con los actores del mercado, con miras al fortalecimiento del mercado de renta fija en Chile.

Resumen ejecutivo

El Ministerio de Hacienda presenta en este documento una propuesta técnica preliminar para la instalación de un Programa de Formadores de Mercado (PFM) para los instrumentos de deuda soberana en moneda local. La iniciativa es liderada por el Ministerio de Hacienda y ha sido consensuada en el marco del Comité para la Implementación del Programa de Formadores de Mercado (el Comité), instancia en la que participan representantes del Banco Central de Chile, la Comisión para el Mercado Financiero y la Superintendencia de Pensiones. El documento tiene por finalidad servir como insumo técnico para la discusión y validación del modelo propuesto, previo a cualquier definición normativa u operativa.

El PFM tiene como objetivo fortalecer el mercado de renta fija local, aumentando su liquidez, profundidad y transparencia, y contribuyendo a reducir el costo de financiamiento soberano. A través de una provisión continua y verificable de liquidez, el Programa busca mejorar la formación de precios de referencia a lo largo de la curva soberana, fortaleciendo la eficiencia, competitividad y resiliencia del mercado.

Chile ha avanzado de manera significativa en la modernización de su mercado de deuda pública desde comienzos de la década de 2000, con un nuevo impulso a partir de 2017. Entre los principales avances destacan la incorporación de mecanismos de colocación *vía book-building*, mejoras normativas y operativas que permitieron la liquidación de instrumentos de Tesorería en plataformas internacionales como Euroclear, una mayor presencia de emisiones de corto plazo y el posicionamiento del país como referente internacional en financiamiento sostenible.

No obstante, en los últimos años el mercado secundario de deuda soberana ha enfrentado desafíos persistentes de liquidez y profundidad, influido tanto por factores estructurales como por shocks excepcionales, entre ellos los retiros de fondos previsionales y las disrupciones asociadas a la pandemia de COVID-19. Análisis del Ministerio de Hacienda, apoyados en una asistencia técnica del Banco Mundial solicitada en 2021, han identificado debilidades relevantes, tales como la concentración de la liquidez en pocos instrumentos, la ausencia de una fuente consolidada de precios de referencia que incluya al mercado *Over the Counter* (OTC) y una participación limitada de agentes privados en la provisión de precios a firme.

En este contexto, la incorporación de operaciones OTC resulta clave, dado que este tipo de plataformas constituye el estándar operativo internacional en los mercados de renta fija, especialmente para transacciones de gran volumen entre intermediarios e inversionistas institucionales. En el caso chileno, la relevancia del sistema previsional implica que las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) son actores centrales para la profundización del mercado; sin embargo, el marco legal vigente restringe su participación a los mecanismos actualmente definidos como Mercado Secundario Formal. Por ello, el Comité ha considerado necesario evaluar ajustes al marco normativo que permitan incorporar determinadas plataformas OTC al perímetro regulatorio y al Programa. La inclusión de operaciones OTC se evaluará bajo principios de simultaneidad en la formación de precios, trazabilidad y reporte de las operaciones, y supervisión adecuada, resguardando la transparencia y el buen funcionamiento del mercado.

Estas condiciones refuerzan la necesidad de avanzar hacia un Programa de Formadores de Mercado, esquema que constituye una práctica estándar en la mayoría de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). La evidencia internacional muestra que un PFM bien diseñado puede contribuir a una mayor liquidez, mayor profundidad, una formación de precios más transparente —en particular en el mercado OTC— y una mayor participación de inversionistas internacionales, al ofrecer un entorno regulado y predecible.

El PFM propuesto se basa en la designación de un conjunto acotado de intermediarios financieros —los Formadores de Mercado (FM)—, quienes asumirán obligaciones formales de provisión de liquidez en el mercado secundario de bonos de Tesorería en moneda local. Estas obligaciones incluyen la cotización continua de precios de compra y venta bajo estándares mínimos predefinidos de montos, spreads y trazabilidad, así como compromisos de participación activa en el mercado primario y secundario. A cambio, los participantes accederán a beneficios específicos orientados a fortalecer su capacidad operativa y a alinear incentivos con los objetivos del Programa. El desempeño de los Formadores de Mercado será monitoreado de manera periódica mediante un Índice de Actividad, que permitirá evaluar objetivamente su grado de cumplimiento y su contribución efectiva al funcionamiento del mercado. Asimismo, las operaciones realizadas en el marco del Programa alimentarán un Registro Consolidado de Transacciones, a partir del cual se difundirá al mercado información agregada de precios y volúmenes, reforzando la transparencia y la formación de precios de referencia. Para estos efectos, el Banco Central de Chile actuaría como Agente Fiscal, apoyando el monitoreo del Programa y la elaboración del Índice de Actividad, en coordinación con el Ministerio de Hacienda.

Desde un punto de vista operativo, el Programa se estructura sobre la base de dos niveles complementarios de negociación, los cuales serán considerados para la construcción del Índice de Actividad. El Sistema Transaccional Exclusivo para Formadores de Mercado (STFM) constituirá una plataforma cerrada en la cual los FM asumirán obligaciones de cotización a firme, cuyos precios servirán como referencia para el mercado. Por su parte, los Sistemas Transaccionales Abiertos (STA) corresponderán

a todos aquellos sistemas transaccionales donde se realicen las operaciones del mercado secundario abierto entre los FM y el resto de los agentes de mercado, incluyendo aquellas plataformas OTC que cumplan con los requisitos establecidos por el Ministerio de Hacienda para efectos del Programa.

Desde una perspectiva de política pública, el Programa de Formadores de Mercado podría fortalecer la liquidez y la formación de precios en el mercado secundario, permitiendo una reducción de las primas por liquidez, un menor costo de financiamiento soberano y efectos positivos sobre las condiciones financieras del sector privado.

Desde la perspectiva de impactos, la implementación de un PFM podría reducir de manera estructural las primas por liquidez en el mercado de deuda soberana. Bajo un escenario prudente y de acuerdo a estimaciones del Ministerio de Hacienda, se considera una disminución del orden de 20 puntos base en los *swap spreads* en pesos y UF, lo que se traduciría en un menor costo de financiamiento soberano. Este efecto implicaría ahorros fiscales directos de corto plazo asociados al flujo anual de emisiones, estimados entre US\$ 27 y US\$ 33 millones, y un ahorro fiscal en régimen del orden de US\$ 200 millones anuales, si se decidiera refinanciar el total del stock de deuda en moneda local.

Adicionalmente, una curva soberana más líquida y representativa mejoraría las condiciones financieras del sector privado, reduciendo el costo de uso del capital y favoreciendo un aumento gradual de la inversión privada empresarial, estimada entre 0,6% y 1,3% en el mediano plazo, en función de las elasticidades inversión–costo de capital reportadas por la literatura internacional. Asimismo, el PFM contribuiría a una mayor resiliencia del mercado de deuda local, reduciendo la volatilidad de tasas asociada a episodios de estrés de liquidez y mejorando la absorción de shocks transitorios.

Finalmente, el PFM se concibe como un potencial catalizador para el desarrollo de mercados complementarios, en particular el mercado de repos y el mercado de préstamo de valores. A partir de la publicación de esta propuesta preliminar, el Ministerio de Hacienda, con el apoyo del Comité, iniciará un proceso de diálogo técnico con los actores del mercado, orientado a validar el diseño propuesto y ajustar los aspectos operativos necesarios, con miras a la elaboración de un modelo final que será sometido a consulta pública durante 2026.



Antecedentes y Objetivos

I Antecedentes y motivación para la instalación del Programa de Formadores de Mercado

El PFM se enmarca en un proceso de larga trayectoria orientado a fortalecer y modernizar el mercado local de deuda pública en Chile.

Chile ha avanzado de manera significativa en la modernización de su mercado de deuda pública desde comienzos de la década de 2000, con el desarrollo de las curvas de referencia en moneda local. En lo que respecta específicamente a las colocaciones de deuda, desde comienzos de la década de 2010 el Ministerio de Hacienda ha promovido una estrategia de financiamiento basada en la previsibilidad, diversificación y transparencia. Esta estrategia ha permitido consolidar a Chile como un emisor confiable a nivel internacional y avanzar hacia el desarrollo de puntos de referencia claros y consistentes para las tasas de interés en pesos y UF. Estos puntos de referencia —que estructuran lo que se conoce como la “curva de rendimientos”— permiten a inversionistas y entidades financieras valorar instrumentos, comparar precios y orientar sus decisiones de financiamiento e inversión con mayor precisión.

Las reformas implementadas durante los últimos años incluyen diversas mejoras en la gestión de la deuda, entre las que destacan:

- La incorporación de procesos de *book-building* en emisiones denominadas en moneda local, ampliando la participación de inversionistas institucionales extranjeros.
- Un programa intensivo de recompras de aquellos bonos que no son utilizados como referencia, así como reaperturas continuas en bonos que sí lo son, lo cual ha contribuido a la consolidación de la curva de rendimientos de deuda soberana en moneda local.
- Adecuaciones legales y administrativas que permitieron la inclusión de papeles locales en plataformas internacionales como Euroclear.

- El incremento gradual de la oferta de letras de Tesorería de corto plazo, estimulando la liquidez y cubriendo la demanda insatisfecha en los plazos cortos de la curva; y
- La consolidación de un programa activo de manejo de pasivos para bonos próximos a su vencimiento, mediante canjes y recompras, lo que ha permitido extender la duración promedio y suavizar el perfil de amortizaciones.

En paralelo, Chile ha avanzado de manera pionera en financiamiento sostenible —o ESG¹—, publicando marcos para la emisión de bonos verdes, sociales, sostenibles y vinculados a la sostenibilidad que han sido activamente incluidos en su plan de emisiones. Así, Chile se ha convertido en el primer país del mundo en emitir bonos soberanos ligados a indicadores de desarrollo sostenible, con metas de reducción de emisiones, aumento del uso de energías renovables, protección de la biodiversidad y la promoción de la igualdad de género. Estas iniciativas han permitido aumentar la base de inversionistas, así como posicionar a Chile en un lugar destacado para un grupo importante de inversionistas con mandato ESG.

No obstante, persisten limitaciones estructurales en la liquidez y profundidad del mercado secundario, especialmente en los tramos medios y largos de la curva, donde, en comparación a mercados desarrollados y otros países de la región, los montos transados en el mercado de renta fija son bajos, y los instrumentos carecen de liquidez. Estas restricciones afectan la eficiencia en la formación de precios, dificultan la provisión de cotizaciones competitivas por parte de los intermediarios y limitan la adecuación plena del mercado chileno a estándares internacionales.

Dado lo anterior, desde 2020 el Ministerio de Hacienda ha trabajado en medidas adicionales para mejorar la liquidez y profundidad del mercado de renta fija local. El Ministerio de Hacienda concluyó en la importancia de contar con un PFM, lo cual constituye el estándar en mercados desarrollados, y que Chile no ha implementado hasta la fecha.

De esta forma, en 2021 se iniciaron acciones concretas, las cuales incluyeron conversaciones con el mercado, una asistencia técnica del Banco Mundial y adecuaciones legales necesarias para un futuro programa (incluidas en la Ley N° 21.683, que modifica la Ley N° 20.128, sobre Responsabilidad Fiscal). Finalmente, en julio de 2025, el Ministerio de Hacienda convocó a otras instituciones públicas para constituir el Comité para la Implementación del Programa de Formadores de Mercado, instancia interinstitucional destinada a acompañar al Ministerio en la definición del modelo de FM, analizar aspectos regulatorios y normativos, y proponer una agenda de instalación.

En el Comité han participado representantes del Ministerio de Hacienda —incluyendo la Oficina de Deuda Pública y la Coordinación de Mercado de Capitales—, del Banco Central de Chile (BCCCh), de la

— 1 Financiamiento relacionado a consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza (Environmental, Social and Governance, en inglés).

Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y de la Superintendencia de Pensiones (SP). Esta estructura refleja un enfoque colaborativo que combina experiencia regulatoria, operativa y de mercado, asegurando que el diseño del PFM responda tanto a estándares internacionales como a las particularidades del mercado chileno, constituyendo un paso natural en la consolidación del mercado local.

Desde su creación, el Comité ha sesionado periódicamente para analizar el diagnóstico del mercado, revisar experiencias internacionales y consensuar los elementos normativos, técnicos y operativos del PFM, con el fin de establecer una primera propuesta de modelo a ser discutida con el mercado. Asimismo, ha sostenido reuniones preliminares con actores relevantes del mercado financiero —bancos, administradoras de fondos de pensiones, intermediarios, plataformas electrónicas y participantes internacionales— para recoger insumos y orientar las líneas centrales del diseño.

De este modo, este documento técnico tiene como fin sentar las bases para una discusión del PFM, presentando una propuesta preliminar para su implementación operativa.

Al mismo tiempo, el Ministerio de Hacienda, en coordinación con el Comité, ha identificado ámbitos complementarios cuya mejora resulta relevante para el adecuado funcionamiento del PFM. En este contexto, resulta pertinente considerar el marco de la Reforma Previsional aprobada en marzo de 2025, que contempla un aumento gradual de las cotizaciones de cargo del empleador. Este proceso podría incrementar, en el mediano plazo, los flujos de ahorro institucional y su potencial participación en el mercado de renta fija local, sin perjuicio de que el impacto efectivo dependerá de la definición y puesta en marcha de los respectivos regímenes de inversión. En paralelo, entre los ámbitos identificados destaca el mercado de repo, cuyo fortalecimiento el Comité considera necesario para el adecuado funcionamiento de un PFM, así como el fomento del mercado de préstamos de valores para la mejora de la liquidez y profundidad del mercado secundario. De este modo se fomenta un desarrollo integral y sostenido de la liquidez de los instrumentos de Tesorería y del mercado de renta fija en general.

II

Objetivos y alcance del documento

Este documento contiene una propuesta técnica preliminar para la instalación de un PFM, elaborada por el Ministerio de Hacienda y consensuada en el marco del Comité. El documento tiene por finalidad servir como insumo técnico para la discusión y validación del modelo propuesto, previo a cualquier definición normativa u operativa.

Desde el punto de vista de su contenido, el documento se estructura en cuatro bloques.

El primer bloque, compuesto por las secciones I y II, presenta los antecedentes y los objetivos del Programa de Formadores de Mercado, así como el alcance y propósito de la propuesta técnica preliminar.

El segundo bloque, integrado por las secciones III, IV y V, desarrolla el diagnóstico del mercado de deuda soberana en moneda local y revisa la experiencia internacional y las mejores prácticas que fundamentan la iniciativa.

El tercer bloque, compuesto por las secciones VI, VII, VIII y IX, aborda los impactos esperados del Programa de Formadores de Mercado, el diseño propuesto para el mercado chileno y una serie de elementos complementarios orientados al desarrollo futuro del mercado, tales como la eventual incorporación de operaciones OTC, posibles adecuaciones al marco normativo y la evaluación gradual de mecanismos como cámaras de compensación y posturas ciegas.

Finalmente, la sección X establece la hoja de ruta para la implementación del Programa, incluyendo el proceso de validación con los actores del mercado, la consulta pública y el inicio de una fase piloto.



Diagnóstico y Fundamentos

III Diagnóstico del mercado de deuda soberana local

Desde principios de la década de los 2000, Chile ha avanzado significativamente en la modernización de su mercado de deuda pública local. A partir de 2017, esta tendencia adquirió nuevo impulso, con medidas como la colocación de bonos vía *book-building*, ajustes normativos y operativos que hicieron posible la liquidación de instrumentos de Tesorería en Euroclear, una mayor emisión de letras de corto plazo por parte del fisco y la consolidación del liderazgo en bonos con categoría sostenible. Estos avances han fortalecido la infraestructura de mercado y ampliado el acceso de participantes, consolidando un mercado primario con altos estándares de eficiencia operativa.

En los últimos años, sin embargo, el mercado secundario ha enfrentado desafíos relevantes de liquidez y profundidad, influido tanto por factores estructurales como por shocks excepcionales. En particular, tras los retiros de fondos previsionales, los volúmenes transados en renta fija disminuyeron de manera significativa, y aunque en lo más reciente se observa una recuperación desde los mínimos posteriores a 2020, los montos transados aún se mantienen por debajo de los niveles previos.

Mientras que las licitaciones primarias —ejecutadas a través del Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA) del Banco Central— mantienen altos niveles de eficiencia operativa, el mercado secundario presenta baja rotación, concentración de liquidez en pocos instrumentos, limitada visibilidad de precios y bajos volúmenes transados en términos históricos (ver Gráficos 2 y 3). En términos agregados, a junio de 2025 las transacciones del mercado secundario se ubican en torno a cuatro quintos del volumen observado en 2019, lo que da cuenta de una recuperación parcial, pero todavía incompleta, respecto del período prepandemia².

El deterioro en la liquidez del mercado secundario también se refleja en la evolución del *swap spread* soberano, indicador que captura la prima por iliquidez y riesgo asociada a los bonos en efectivo. Tal como se aprecia en el Gráfico 3, el *swap spread* a 10 años ha permanecido en niveles elevados y volátiles desde 2020, con episodios de ampliación significativos tras los retiros de fondos previsionales.

— 2 Banco Central de Chile (2025). Informe de Estabilidad Financiera, Segundo Semestre 2025. Santiago, Chile.

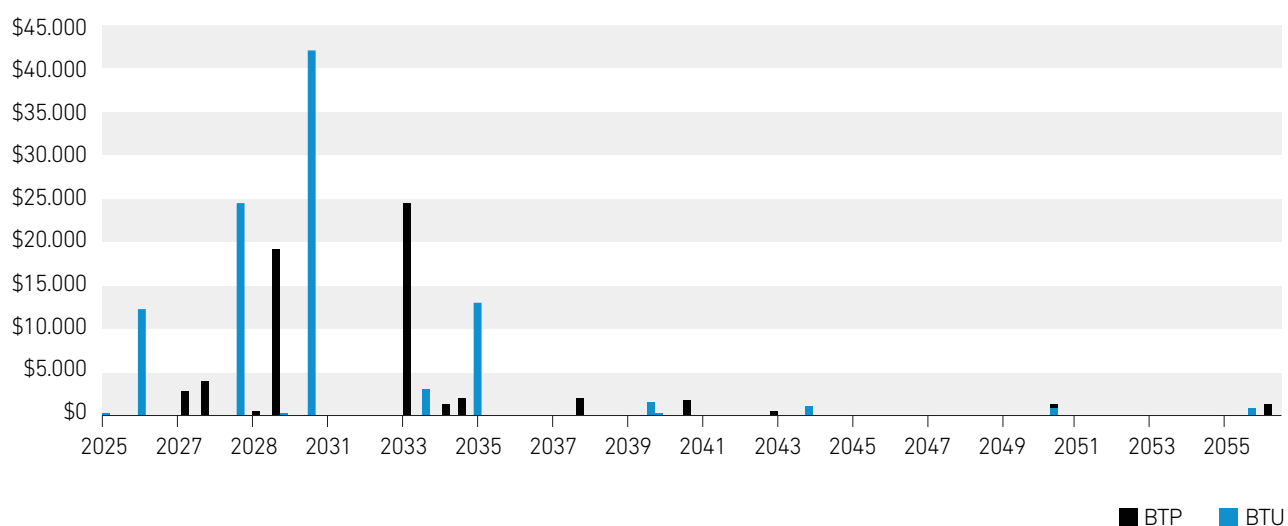
Esta dinámica da cuenta de que las restricciones de liquidez no solo afectan los volúmenes transados, sino que también dificultan la formación de precios y elevan el costo de financiamiento soberano, reforzando la necesidad de avanzar hacia un esquema formal de FM.

En 2021, el Ministerio de Hacienda solicitó apoyo técnico del Banco Mundial³ para avanzar en el diseño e implementación de un marco de FM. Esta asistencia desarrolló un diagnóstico técnico donde se identificaron los principales obstáculos para establecer un sistema de *Primary Dealers* o FM. A partir de una misión realizada en agosto de 2021 y entrevistas con autoridades y actores del mercado, el informe final de esta asistencia incluyó recomendaciones preliminares y el análisis de experiencias comparadas, las cuales han servido como insumo para el trabajo que actualmente lleva adelante el Comité.

El diagnóstico realizado por el Ministerio de Hacienda y el Banco Mundial en su asistencia técnica identifica debilidades clave dentro del mercado de papeles soberanos locales:

- Concentración excesiva de la liquidez en pocos instrumentos y plataformas.
- Ausencia de un registro consolidado de precios para el mercado OTC.
- Limitada participación de agentes privados en formación de precios a firme y en operaciones bilaterales.

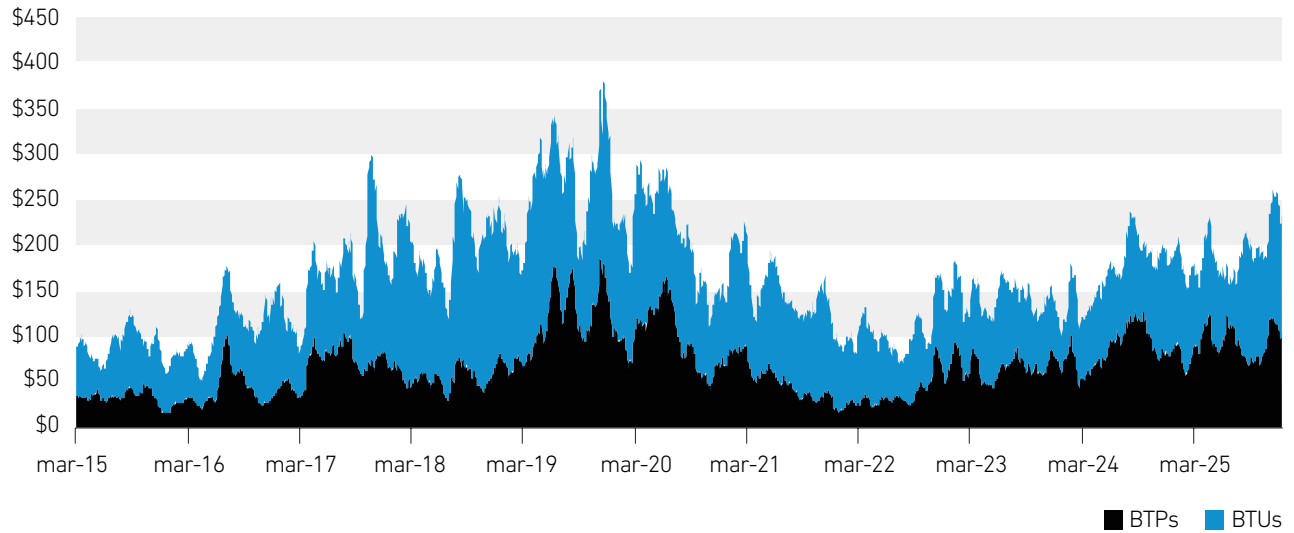
GRÁFICO 1 Transacciones diarias promedio en Bolsa de Santiago en 2025, por vencimiento (BTP & BTU), en millones de pesos



Fuente: Bolsa de Santiago.

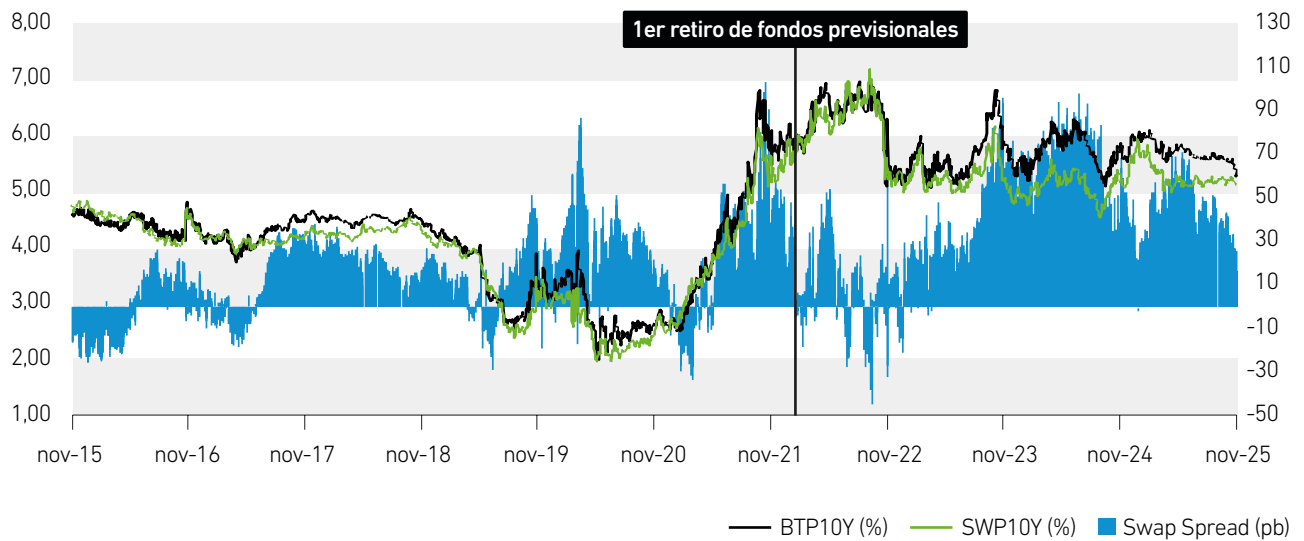
³ Banco Mundial (2021). Developing a Market Makers Framework: Technical Note. Finance, Competitiveness and Innovation Global Practice. Washington, DC.

GRÁFICO 2 Transacciones de BTPs & BTUs en Bolsa de Santiago (2015 a noviembre de 2025), en miles de millones de pesos



Fuente: Bolsa de Santiago.

GRÁFICO 3 Swap Spread a 10 años Bono de Tesorería en CLP (%)



Fuente: Bloomberg.

IV Experiencia Internacional

Para la elaboración de la propuesta se analizaron las mejores prácticas internacionales observadas tanto en economías desarrolladas de los países OCDE⁴, así como en otros países de la región, tales como México⁵, Colombia⁶ y Perú⁷, los cuales han implementado esquemas con participación de intermediarios financieros bajo compromisos formales de provisión de liquidez. Si bien existen diferencias en el grado de sofisticación y estructura institucional, estos programas comparten ciertos componentes ampliamente reconocidos como estándar en este tipo de sistemas, tales como:

- Plataformas de cotización con monitoreo en tiempo real.
- Incentivos claros por desempeño (*ranking* público, acceso a operaciones preferentes, préstamo de valores).
- Marcos de evaluación periódica, con posibilidad de ajustes graduales y consultas públicas.

La Tabla 1 resume los principales programas existentes en el mundo. La mayoría de estos contiene elementos comunes, los cuales se detallan en la sección siguiente.

— 4 Preunkert, J. (2023). Primary Dealer Systems in the European Union. *European Journal of Sociology*, 64(1), 97–121. <https://doi.org/10.1017/S0003975623000024>

5 Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2020). Programa de Creadores de Mercado. Dirección General de Crédito Público. Gobierno de México.

6 Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia. Programa de Creadores de Mercado. Bogotá, Colombia. Disponible en: <https://www.irc.gov.co/en/public-debt/internal-debt-cng/market-maker-program>

7 Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. Reglamento del Programa de Creadores de Mercado. Edición actualizada. Lima, Perú. Disponible en: https://www.mef.gob.pe/contenidos/deuda_publ/bonos/internos/prog_creadores_mcdo/Reglamento_Programa_Creadores_Mercado.pdf

TABLA 1 Programas de Formadores de Mercado / *Primary Dealers* para países Latam y OCDE

| PAÍS | NOMBRE DEL PROGRAMA / FIGURA | AÑO DE IMPLEMENTACIÓN* | INSTITUCIÓN RESPONSABLE PRINCIPAL |
|----------------------|---|------------------------|---|
| Estados Unidos | Primary Dealers in U.S. Government Securities | 1960 | Federal Reserve Bank of New York / U.S. Treasury |
| Reino Unido | Gilt-edged Market Makers (GEMMs) | 1986 | UK Debt Management Office (desde 1998) / antes Bank of England |
| Francia | <i>Spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)</i> | 1987 | Agence France Trésor / Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle |
| España | Creadores de Mercado de Deuda del Estado | 1987 | Tesoro Público / Banco de España |
| Alemania | <i>Bietergruppe Bundesemissionen</i> (grupo de postores de emisiones federales) | 1990s | Finanzagentur / Bundesministerium der Finanzen |
| Noruega | Primary dealers en bonos del gobierno noruego | 1990s | Finansdepartementet/ Norges Bank |
| Italia | <i>Specialisti in titoli di Stato</i> | 1994 | Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro |
| Colombia | Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública | 1997 | Ministerio de Hacienda y Crédito Público |
| Canadá | Primary dealers (subgrupo de Government Securities Distributors) | 1998 | Bank of Canada / Department of Finance |
| Corea del Sur | Korea Treasury Bond Primary Dealer System | 1999 | Ministry of Economy and Finance / Korea Exchange (KRX) |
| México | Programa de Formadores de Mercado de Bonos y Udibonos | 2000 | Secretaría de Hacienda y Crédito Público / Banco de México |
| República Checa | Sistema de Primary Dealers y <i>recognized dealers</i> en bonos del Estado | 2000 | Ministerstvo financí České republiky (MFČR) / Czech National Bank |
| Brasil | Sistema de dealers de títulos públicos federales (primary & specialist dealers) | 2003 | Tesouro Nacional / Banco Central do Brasil |
| Perú | Programa de Creadores de Mercado de Bonos Soberanos | 2003 | Ministerio de Economía y Finanzas / Banco Central de Reserva del Perú |
| Polonia | System of Treasury Securities Dealers (TSDs – Primary Dealers) | 2003 | Ministerio de Finanzas de Polonia |
| Japón | JGB Market Special Participants Scheme (sistema tipo PD para JGBs) | 2004 | Ministry of Finance (MOF) |
| República Dominicana | Programa de Creadores de Mercado de Títulos Valores de Deuda Pública | 2012 | Ministerio de Hacienda / Dirección de Crédito Público |
| Panamá | Programa de Creadores de Mercado de Deuda Pública Interna | 2012 | Ministerio de Economía y Finanzas |
| Argentina | Programa de Creadores de Mercado | 2019 | Secretaría de Finanzas / Ministerio de Economía |
| Costa Rica | Programa de Creadores de Mercado para la Deuda Interna del MH | 2024 | Ministerio de Hacienda |

Nota: * "Año de implementación" se refiere al **inicio del esquema como tal** (o del esquema actual) según normas o documentos oficiales; no recoge reformas posteriores.

Fuente: Ministerio de Hacienda, elaboración propia en base a información oficial de los Ministerios de Finanzas, Tesorerías y Bancos Centrales de cada país.

El modelo preliminar propuesto recoge estos elementos, adaptándolos a la experiencia local e incorporando las lecciones de otros países que han implementado esquemas exitosos de Formadores de Mercado.

V

Mejores Prácticas en los Programas de Formadores de Mercado

Acorde a las mejores prácticas de los distintos PFM en el mundo, los FM son intermediarios financieros (bancos y/o corredoras de bolsa) que asumen compromisos de liquidez en los mercados secundarios de deuda pública. Entre sus obligaciones y funciones principales, se encuentran:

- Cotizar de forma continua y a firme precios de compra y venta (*bid/ask*) para bonos soberanos en una plataforma reconocida, por montos mínimos previamente definidos.
- Participar activamente en licitaciones primarias con posturas mínimas competitivas, según condiciones previamente definidas.
- Mantener un Índice de Actividad (IA) mínimo, que refleja el volumen y calidad de sus transacciones en mercado primario como secundario.
- Cumplir estándares de integridad y transparencia establecidos en el marco normativo del Programa.

A cambio de estos compromisos, los FM acceden a una serie de beneficios, tales como:

- El derecho a adquirir bonos adicionales al precio de la subasta primaria dentro de una ventana de días predefinida (*green-shoe option*).
- La posibilidad de participar en subastas exclusivas para FM.
- Acceso a operaciones de préstamo de valores ofrecidas por el Ministerio de Hacienda.
- Reconocimiento público mediante *rankings* y visibilidad ante inversionistas.

En la práctica, un programa de FM bien diseñado e implementado entrega mejoras estructurales al mercado de deuda:

- Menores *spreads* de compra y venta, producto de la mayor liquidez.
- Mayor profundidad de mercado, es decir, capacidad de absorber operaciones de gran tamaño sin generar variaciones significativas de los precios.

- Más transparencia en la formación de precios, especialmente en el mercado OTC.
- Mayor participación de inversionistas internacionales, al ofrecer un ecosistema regulado, líquido y predecible.

Estos beneficios contribuyen directamente a mejorar el costo de financiamiento soberano, facilitando asimismo la gestión de portafolios institucionales, y haciendo más atractivo el mercado local para inversionistas extranjeros que, cuando existe incertidumbre de liquidez y, en consecuencia, dudas respecto a la capacidad de ajuste de sus carteras, son reacios a participar. Estos efectos se desarrollan y profundizan en la sección siguiente.



Impactos esperados y Diseño del programa

VI Impactos esperados para el mercado chileno e implicancias fiscales y macroeconómicas

La instalación de un PFM debidamente estructurado genera beneficios fiscales y macroeconómicos cuantificables, asociados a una mejora sostenida en la liquidez, la transparencia y la eficiencia del mercado secundario de instrumentos de Tesorería. Estos beneficios se materializan principalmente a través de una reducción persistente de las primas por liquidez, una mejor formación de precios a lo largo de la curva soberana y una transmisión más eficiente de dichas condiciones hacia el resto del sistema financiero.

Uno de los indicadores más utilizados internacionalmente para medir el impacto de este tipo de programas es el *swap spread* —la diferencia entre la tasa de los bonos en efectivo (*cash bonds*) y la tasa implícita en contratos de *interest rate swaps* de similar plazo—, el cual refleja la prima por riesgo de liquidez que enfrentan los instrumentos soberanos en los mercados secundarios. En este sentido, una disminución de dicha prima inducida por un PFM se traduce directamente en un menor *swap spread* y, por lo tanto, en un menor costo de financiamiento soberano.

La evidencia internacional⁸ muestra que la implementación de esquemas formales de *Primary Dealers* o Formadores de Mercado ha contribuido a reducciones relevantes en los *swap spreads* durante los primeros meses de operación, como resultado del aumento en la profundidad del mercado, la mayor competencia entre agentes y la mejora en la calidad y disponibilidad de información de precios.

— 8 Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial (2021). *Handbook on Government Securities Markets Development*. Washington, DC. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (2023). *Best Practices for Developing Government Securities Markets*. Working Party on Debt Management. París.

No obstante, dichas experiencias corresponden, en general, a economías que partían desde mercados de deuda menos profundos y líquidos que el caso chileno. En contraste, Chile cuenta actualmente con una curva soberana relativamente desarrollada, una base amplia de inversionistas institucionales y un marco regulatorio consolidado, lo que sugiere la presencia de ganancias marginales decrecientes en términos de liquidez adicional.

En este contexto, se adopta como escenario referencial una reducción estructural del orden de 20 puntos base en el swap spread a lo largo de la curva en pesos y en UF. Este supuesto corresponde a un escenario referencial y prudente, consistente con la evidencia internacional y el grado de desarrollo del mercado chileno, y no agota posibles escenarios alternativos. Asimismo, la reducción del swap spread atribuible a la implementación de un PFM debe entenderse como un proceso gradual, condicionado por factores como el tamaño del mercado, la composición de los participantes, la frecuencia de emisión y refinanciamiento de deuda y el entorno macrofinanciero global.

Desde una perspectiva de flujo fiscal, una reducción estructural de 20 puntos base en las tasas soberanas se traduce en menores pagos de intereses a medida que la deuda vigente es refinanciada. Considerando que las emisiones brutas anuales de Bonos de Tesorería ascienden, considerando el promedio de los últimos 5 años, a aproximadamente US\$ 16.000 millones, el ahorro fiscal directo asociado a este efecto se estima en un rango de entre US\$ 27 y US\$ 33 millones por año, de acuerdo con la estructura actual del portafolio, en términos de plazo y composición de emisiones.

A nivel de stock, una reducción equivalente aplicada sobre la deuda en moneda local vigente —del orden de US\$ 100 mil millones al cierre de 2025— genera un efecto significativo en términos de valor presente. En la práctica, una reducción de 20 puntos base en las tasas de interés implica que el Estado pagaría menos intereses por su deuda en moneda local a lo largo del tiempo, lo que equivale a un ahorro total del orden de US\$ 1.450 millones en valor presente.

En términos de ahorro fiscal permanente, este efecto de stock sería equivalente a una reducción del gasto por intereses del orden de US\$ 200 millones anuales, una vez que el total del stock de deuda en moneda local haya sido refinanciado bajo las nuevas condiciones de mercado. Este ahorro en régimen se materializaría de forma gradual, en la medida en que el stock de deuda vigente sea refinanciado bajo menores tasas, y no implica un impacto fiscal inmediato.

Más allá del impacto fiscal directo, el fortalecimiento de la liquidez del mercado soberano genera efectos multiplicadores sobre el sistema financiero y la economía real, principalmente a través de una mejor formación de precios de referencia en la curva de renta fija en pesos y UF. Estos efectos se transmiten al sector privado, en particular a corporativos locales, cuyos esquemas de financiamiento se encuentran mayoritariamente referenciados a tasas domésticas. Adicionalmente, la reducción de tasas locales mejora las condiciones financieras de los hogares —especialmente en créditos hipoteca-

rios y de consumo— aunque estos efectos no se encuentran capturados en la estimación cuantitativa presentada. En contraste, las empresas con acceso a financiamiento externo presentan una menor exposición directa a este canal.

Desde una perspectiva macroeconómica, una reducción de 20 puntos base en las tasas soberanas y privadas se traduce en una disminución del orden de 2% en el costo de uso del capital. Utilizando elasticidades estándar de la literatura internacional⁹ referidas a inversión privada empresarial, esta caída del costo de capital implicaría, como efecto máximo, un aumento porcentual de la inversión privada empresarial nacional del orden de 0,6% a 1,3%. Este efecto se concentra principalmente en corporativos locales y constituye el principal canal de transmisión desde mejores condiciones financieras hacia la actividad económica real. En la práctica, la magnitud efectiva de este efecto sería parcial y gradual, dado que persisten restricciones no financieras —como procesos de aprobación y ejecución de proyectos— que moderan el traspaso desde menores tasas hacia una mayor acumulación efectiva de capital, reforzando el carácter estructural y prudente de las estimaciones presentadas.

Adicionalmente, la implementación de un Programa de Formadores de Mercado contribuiría a reducir la volatilidad de las tasas de interés asociada a episodios de estrés de liquidez, al mejorar la profundidad del mercado secundario y asegurar una provisión más continua de precios. Si bien el Programa no elimina la exposición de la curva soberana a shocks macroeconómicos o financieros externos, sí permite mitigar la amplificación de dichos shocks vía iliquidez, favoreciendo una absorción más ordenada de flujos y reduciendo movimientos abruptos de tasas ante operaciones de gran volumen o eventos idiosincráticos. Este efecto se traduciría en una mayor resiliencia del mercado de deuda local, con beneficios para la estabilidad financiera y la transmisión de condiciones financieras al resto de la economía.

9 Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (2023). How Does Corporate Taxation Affect Business Investment? Evidence from OECD Economies. París, donde $\epsilon_{I,uc}$ es la elasticidad de la inversión respecto del costo de capital (con un rango de $-0,3$ a $-0,6$).

VII Propuesta de Programa de Formadores de Mercado para Chile

Este capítulo presenta el diseño formal del PFM para los Bonos de Tesorería de Chile, resultado del trabajo del Comité, las consultas con bancos, corredoras, AFPs y plataformas locales e internacionales. Además, y con el fin de aprovechar las sinergias existentes, así como por la importancia que reviste para su buen funcionamiento, se consideran aspectos relativos al mercado de repos y el de préstamo de valores (*securities lending*), en tanto mecanismos complementarios que apoyan la provisión de liquidez y la movilidad eficiente de instrumentos en el mercado secundario soberano. En el caso de repos, se establece como objetivo el definir estándares contractuales, operativos y de trazabilidad en las operaciones que se realicen entre FM (a través del sistema transaccional abajo descrito-STFM). Estos estándares —contratos marco, márgenes, *haircuts*, registro y reporte— podrían servir a futuro como referencia para el resto del mercado, reduciendo la heterogeneidad actual y fomentando un mercado más profundo, líquido y competitivo. De forma análoga, el fortalecimiento del préstamo de valores se concibe como un habilitador particularmente relevante en un mercado con alta tenencia institucional de largo plazo, al facilitar la disponibilidad de instrumentos para negociación sin requerir la desinversión de posiciones.

Asimismo, una posible incorporación de mecanismos de compensación centralizada podría reforzar estos avances.

1 Marco Legal

Con posterioridad a la asistencia técnica del Banco Mundial realizada en 2021, el análisis del Ministerio de Hacienda —basado en conversaciones con actores del mercado y autoridades pertinentes— concluyó que el marco jurídico vigente no permitía la entrega de incentivos suficientes para el desarrollo de un PFM. En particular, uno de los incentivos fundamentales en programas de este tipo es el acceso a préstamo de valores soberanos, lo que no era factible bajo el marco legal anterior, pues cualquier

emisión de deuda, incluso con fines de préstamo temporal, se imputaba al límite de endeudamiento contenido en la Ley de Presupuestos.

Considerando lo anterior, en agosto de 2024 se promulgó la Ley N° 21.683, que modificó la Ley N° 20.128 sobre Responsabilidad Fiscal y autorizó al Presidente de la República —a través del Ministerio de Hacienda— a emitir y colocar bonos u otros valores representativos de deuda pública destinados a intercambios temporales en el contexto de un esquema de FM. Esta reforma legal constituye el marco habilitante necesario para desarrollar reglamentariamente el PFM, al facultar expresamente el uso de instrumentos de deuda para operaciones de préstamo de valores y otras modalidades complementarias requeridas para su funcionamiento.

Respecto a esto último, la Ley mencionada establece también que los requisitos, mecanismos de control, criterios de selección de las entidades participantes, la forma de designación de éstos, así como los procedimientos necesarios para implementar los intercambios temporales de valores y toda otra norma necesaria para su funcionamiento, serán establecidos mediante decreto supremo del Ministerio de Hacienda, expedido bajo la fórmula “Por orden del Presidente de la República”. Asimismo, la normativa deberá considerar la clasificación de riesgo, nacional o internacional, de las entidades participantes como parte de los criterios de elegibilidad. Por lo tanto, dicho decreto será el documento oficial que establezca las directrices del PFM.

2 Estructura del modelo propuesto

A partir de las conclusiones del proceso de consulta y los acuerdos del Comité, se propone un modelo operativo de dos niveles (según se detalla abajo) el cual permita combinar liquidez, trazabilidad y compatibilidad con las prácticas actuales del mercado. La propuesta considera que los FM serán bancos o corredoras de bolsa establecidos en Chile, sujetos a la regulación y supervisión local, que deberán acogerse a los requisitos que defina la normativa del Programa. Se establecerán beneficios y obligaciones específicas para los FM, destinados a asegurar una provisión continua y verificable de liquidez.

Entre las obligaciones se incluirán:

- Requisitos mínimos de cotización firme (*bid/ask*) en los instrumentos definidos como referencia, los cuales serán publicados de manera agregada en distintos momentos del día.
- Mantención de presencia activa durante los horarios operativos del Programa.
- Participación en licitaciones primarias conforme a parámetros preestablecidos.

- Cumplimiento de estándares de reporte y registro para todas las operaciones relevantes realizadas en mercados bursátiles u OTC reconocidos por el Programa.

En contraparte, los FM accederán a un conjunto de beneficios. Entre ellos destacan:

- Acceso exclusivo al programa de préstamos de valores del Tesoro Público: Permitiendo a los FM cubrir posiciones de mercado y sostener cotizaciones a firmes. Este beneficio estará condicionado al cumplimiento de estándares mínimos, medidos mediante el Índice de Actividad (IA), según se explica más abajo.
- Asignación adicional de instrumentos tras una licitación (*green shoe option*): Consistente con prácticas internacionales, permitirá asignar un margen adicional de bonos a FM con desempeño satisfactorio. Su implementación estará vinculada al desempeño, medido a través del IA y a criterios operativos definidos por el Ministerio (instrumentos, tasas y ventanas).
- Acceso exclusivo a procesos de colocación o ventanas específicas de emisión: Los FM podrán acceder con preferencia a ofertas suplementarias o subastas adicionales del calendario de colocaciones periódico realizado a través del SOMA.
- Reconocimiento público como FM: La publicación periódica del desempeño fortalecerá la visibilidad y reputación de los FM ante inversionistas locales y no residentes. El posicionamiento en este reconocimiento dependerá directamente del resultado del IA.

En conjunto, estos incentivos buscan alinear los intereses de los intermediarios con los objetivos públicos de liquidez, transparencia y eficiencia, asegurando que los beneficios sean proporcionales a la contribución efectiva de cada FM al funcionamiento del PFM.

Con el fin de cumplir los objetivos del PFM, se propone una estructura operativa basada en dos niveles complementarios de negociación, cada uno con distintos participantes y obligaciones exigibles para los FM que participen en ellos.

Este diseño busca concentrar la provisión de liquidez en un núcleo controlado, asegurando la generación de precios de referencia representativos y trazables, sin afectar el funcionamiento del mercado secundario abierto ni restringir la participación del resto de los agentes. De este modo, el PFM busca reflejar la realidad operativa del mercado local, caracterizada por una participación relevante de operaciones fuera de bolsa (OTC).

Bajo este enfoque, el PFM se estructura en dos niveles claramente diferenciados pero interrelacionados. El primer nivel corresponde a un sistema transaccional exclusivo para los Formadores de Mercado, que constituye el núcleo operativo del Programa y concentra las obligaciones formales de provisión de liquidez y las operaciones de referencia para la formación de precios. El segundo nivel agrupa los Sistemas Transaccionales Abiertos, en los cuales se desarrollan las operaciones del mer-

cado secundario abierto y OTC, permitiendo capturar la actividad efectiva del mercado sin imponer exigencias que puedan afectar su funcionamiento.

La coexistencia de ambos niveles permite fortalecer la formación de precios, mejorar la disponibilidad de información transaccional estandarizada y facilitar el monitoreo objetivo del desempeño de los Formadores de Mercado, alineando incentivos y obligaciones en el marco del PFM.

A Primer nivel: Sistema Transaccional Exclusivo para FM (STFM) – Plataforma cerrada de FM

Corresponde al núcleo operativo del PFM. En lo práctico, este nivel corresponderá a un sistema transaccional cerrado exclusivo para FM, el cual será una plataforma a ser definida por el Ministerio de Hacienda, donde los FM interactuarán exclusivamente entre sí, asegurando estándares de transparencia, trazabilidad y control, acordes a las mejores prácticas.

Asimismo, será dentro de este sistema donde los FM accederán al préstamo de valores del Ministerio de Hacienda, y donde deberán hacer entrega de los colaterales asociados. Al respecto, es importante mencionar que los colaterales sólo podrán ser otros papeles emitidos por Tesorería. En este sistema transaccional se concentrarán las operaciones de referencia, contribuyendo así a la formación de precios representativos del mercado.

De este modo, el STFM incluiría:

- Cotizaciones firmes (*bid/ask*) obligatorias de los FM, por montos mínimos predefinidos y con un spread máximo permitido (medido como diferencia entre tasas/rendimientos *bid* y *ask*).
- Difusión pública de precios y cotizaciones de las cotizaciones a firme (*bid/ask*) de referencia del STFM, en distintos momentos de la jornada y los precios de transacción registrados en dicha plataforma, con un rezago temporal a definir. De este modo, los participantes de los Sistemas Transaccionales Abiertos (el resto del mercado secundario, o STA, según se explica en la letra siguiente) dispondrán de información de referencia para anclar la formación de precios en el mercado secundario.
- Préstamo de valores con Tesorería, considerando las operaciones anexas que ello implique, como el posteo del colateral inicial y los llamados a márgenes.
- Módulo de repos entre FM, con un contrato marco a ser definido por el Ministerio de Hacienda. En este sentido, es importante señalar que el Ministerio de Hacienda procurará ocupar un contrato marco conocido y estándar, que también opere bajo criterios internacionales. Para ello se tomará en cuenta la opinión de los potenciales FM, así como la compatibilidad con las infraestructuras de

mercado locales (Depósito Central de Valores (DCV), por ejemplo). Una vez definido el contrato, este operará bajo una fórmula de adhesión, sin posibilidad de modificaciones ad hoc.

B Segundo nivel: Sistemas Transaccionales Abiertos (STA) – Registro del Mercado Secundario Abierto y OTC

Corresponde a los sistemas transaccionales en que se realizarán todas las operaciones del mercado secundario abierto en las que participen FM con otros agentes, los que deberán cumplir con los requisitos establecidos en el Decreto Supremo del Ministerio de Hacienda. En principio, las exigencias mínimas requeridas tendrán relación con: i) estar establecidos y regulados en jurisdicciones que permitan una adecuada supervisión de las operaciones, y ii) que dichos sistemas acepten compartir con el Ministerio de Hacienda y el BCCCh, en su calidad de Agente Fiscal, la información desagregada de las operaciones realizadas por los FM con bonos de Tesorería en moneda local. Por otro lado, la información agregada de las operaciones con bonos en dichos sistemas deberá ser puesta a disposición pública de manera innominada.

De este modo, el registro de los STA incorporaría datos de operaciones provenientes de bolsas y otros sistemas transaccionales locales e internacionales que cumplan las condiciones mencionadas.

Es importante mencionar que, en el caso de las operaciones a ejecutar en los STA, no serán exigibles las posturas de *bid/ask*, como en el STFM.

Registro Consolidado de Transacciones y Cotizaciones e Índice de Actividad.

Las operaciones de ambos sistemas permitirán la construcción de:

- **Un Registro Consolidado de Transacciones (RCT):** Consistirá en un registro único de la información innominada de las operaciones realizadas tanto en el STFM como en los STA, permitiendo contar con una fuente única, estandarizada y verificable de información transaccional y de precios de referencia para el mercado. Esta información será puesta a disposición del mercado con un rezago temporal a definir en la normativa del Programa, asegurando un adecuado equilibrio entre transparencia y funcionamiento.

Su construcción estará a cargo de alguna firma especializada, seleccionada por el Ministerio de Hacienda o por el Banco Central de Chile, el cual ejercerá como Agente Fiscal dentro de este programa. Dicha construcción se realizará sobre la base de la información reportada por los sistemas transaccionales acogidos al programa, lo cual se establecerá al alero del reglamento que establezca el Ministerio de Hacienda, y seguirá criterios uniformes de validación, consistencia y control de calidad. Además de mejorar la visibilidad de precios en el mercado secundario, esta información será utilizada como insumo obligatorio para la valorización de los colaterales entregados por los

FM en sus operaciones de préstamo de valores con el Fisco, asegurando que dichos colaterales sean valorados con información objetiva, homogénea y representativa de las condiciones de mercado.

- **Un Índice de Actividad (IA):** Será el insumo principal para la evaluación de los FM. El IA tiene por objetivo evaluar de manera objetiva, transparente y periódica el grado de cumplimiento de las obligaciones y la contribución efectiva de cada FM al funcionamiento del PFM. Asimismo, y como se menciona en la sección 1 de este capítulo, el IA también determinará el monto de *green-shoe* correspondiente a cada FM en la respectiva subasta.

El índice busca reflejar el comportamiento integral de los participantes tanto en el mercado primario como secundario, incorporando variables cuantitativas y cualitativas que permitan medir:

- La frecuencia, volumen y calidad de las cotizaciones de precios firmes realizadas por cada FM en el STFM.
- La actividad transaccional efectiva en los mercados secundarios y OTC (STA).
- El grado de cumplimiento de los compromisos mínimos de participación en licitaciones primarias de bonos de Tesorería.
- La consistencia entre las cotizaciones y las operaciones ejecutadas, evidenciando la provisión genuina de liquidez.
- La calidad del reporte y trazabilidad de la información enviada a la Agencia Fiscal.

De esta forma, el IA actúa como una herramienta de monitoreo y rendición de cuentas, que permite promover competencia y transparencia, mediante la publicación periódica de rankings de FM, así como la realización de ajustes al diseño operativo del programa, identificando brechas de liquidez o comportamiento estratégico.

El IA sería calculado por el Banco Central de Chile en su rol de Agente Fiscal, con base en criterios objetivos, utilizando la misma información que será reportada al RCT y será revisado periódicamente por el Ministerio de Hacienda, siendo el principal instrumento para la asignación de incentivos.

3 Rol del PFM en el desarrollo del mercado de repos

El PFM busca también aprovechar las sinergias que permitan un mejor desarrollo del mercado de repos.

Actualmente, el mercado local de repos presenta una baja profundidad, heterogeneidad en las prácticas contractuales, uso limitado de colaterales soberanos y costos operativos elevados, lo cual se explica en parte por la ausencia de estándares comunes de negociación, compensación y gestión

de garantías. Esta situación ha sido identificada consistentemente por bancos locales, inversionistas institucionales y plataformas internacionales durante las consultas del Comité.

El diseño del PFM aborda directamente este desafío mediante dos líneas de acción:

I Estándares mínimos de operación de repo en STFM

Como se mencionó en la sección anterior, en el STFM operará un módulo de repo exclusivo para los FM, basado en:

- Contrato marco alineado con las prácticas internacionales.
- Estandarización de plazos, colaterales, márgenes y *haircuts*, con el objetivo de generar prácticas comunes que reduzcan costos de transacción.
- Registro obligatorio y trazabilidad completa de todas las operaciones de repos en el STFM, permitiendo observar características del colateral, tasas y plazos.

II Efecto demostrativo (“spillover”) hacia el resto del mercado

El PFM tiene la capacidad de fijar estándares de facto para el mercado chileno. Las prácticas de repos adoptadas por los FM en el STFM —en contratos, márgenes, plazos y gestión de garantías— funcionarán como un benchmark operativo que podrá ser replicado por:

- Bancos y Corredoras de bolsa no integrantes del Programa.
- Inversionistas institucionales.

La experiencia internacional (Reino Unido, España, Portugal, México) demuestra que la estandarización inicial entre Primary Dealers es el principal catalizador del crecimiento de un mercado de repos¹⁰, al reducir la dispersión de prácticas y generar precios más confiables.

4 Rol del PFM en el desarrollo del mercado de Préstamo de Valores (*Securities Lending*)

El PFM no solo busca mejorar la liquidez y trazabilidad de las transacciones de bonos de Tesorería, sino también apoyar el desarrollo de mecanismos complementarios que fortalezcan la liquidez del mercado secundario. En este contexto, el préstamo de valores (*securities lending*) se considera un habilitador particularmente relevante, dada la alta tenencia de instrumentos soberanos por parte de inversionistas institucionales con estrategias de largo plazo (*buy-and-hold*), lo que tiende a reducir el *turnover* de portafolios y limitar la disponibilidad efectiva de instrumentos para negociación.

Así, el diseño del PFM incorpora el desarrollo del préstamo de valores como un pilar complementario, a través de las siguientes líneas:

— 10 World Bank / GEMLOC Advisory Services (2010). *Primary Dealer Systems: Background Note*. Washington, DC.

I Estándares mínimos contractuales y operativos

El Comité propondrá las directrices para un marco de estándares mínimos en el préstamo de valores asociado a instrumentos soberanos, alineado con mejores prácticas internacionales y coordinado con las instituciones con competencias regulatorias.

II Participación de inversionistas institucionales y aumento del *turnover* sin pérdida de exposición

El desarrollo del préstamo de valores busca facilitar una mayor participación de inversionistas institucionales como oferentes de títulos, permitiendo movilizar carteras y aumentando la disponibilidad efectiva de instrumentos para negociación. Este mecanismo puede contribuir a mejorar la liquidez y profundidad del mercado secundario al habilitar rotación de inventarios y apoyar una formación de precios más representativa, especialmente en instrumentos de referencia.

III Interoperabilidad y complementariedad con el mercado de repos

Repos y préstamo de valores pueden coexistir y cumplir roles complementarios. El Comité procurará favorecer un entorno en que ambos mecanismos sean interoperables, permitiendo a los FM y otros participantes institucionales optar por la alternativa más eficiente según sus necesidades de liquidez, gestión de portafolios y administración de garantías, reforzando así la resiliencia y eficiencia del mercado.

En conjunto, este enfoque apunta a fortalecer la liquidez del mercado de deuda soberana, complementando el desarrollo del mercado de repos y contribuyendo a un mercado secundario de renta fija más profundo, competitivo y capaz de absorber flujos con menores fricciones.

Programa de Formadores de Mercado (PFM)

¿QUIÉNES PARTICIPAN?

FORMADORES DE MERCADO (FM)



Bancos y corredoras locales.

OTROS PARTICIPANTES DE MERCADO



Inversionistas institucionales y no residentes.

AUTORIDADES



Ministerio de Hacienda
Banco Central (Agente Fiscal).

STFM

PLATAFORMA EXCLUSIVA PARA FM

- ▶ Cotizaciones firmes bid/ask en instrumentos de referencia.
- ▶ Transacciones entre FM.
- ▶ Operaciones de repos entre FM bajo estándares comunes.
- ▶ Préstamo de valores con Tesorería, con colateral en bonos del Tesoro.

STA

MERCADOS ABIERTOS Y OTC

- ▶ Bolsas locales.
- ▶ Plataformas electrónicas.
- ▶ Plataformas OTC.
- ▶ Operaciones de FM con inversionistas institucionales y no residentes.

REGISTRO CONSOLIDADO DE TRANSACCIONES (RCT)

- ▶ Recibe la información de transacciones y cotizaciones tanto del STFM como de los STA.
- ▶ Consolida los datos de forma estandarizada e innominada.
- ▶ Publica información agregada con rezago. Montos y tasas.
- ▶ Sirve como referencia objetiva para valorización de colaterales.

ÍNDICE DE ACTIVIDAD (IA)

- ▶ Será calculado por el BCCh en su rol de Agente Fiscal.
- ▶ Mide el desempeño efectivo de cada Formador de Mercado.
- ▶ Considera cotizaciones, transacciones, participación en mercado primario y secundario y calidad de reporte.
- ▶ Permite generar *rankings* y monitorear el cumplimiento del programa.

OBLIGACIONES DE LOS FORMADORES DE MERCADO

(condición para acceder a incentivos)

Provisión de liquidez a firme

Cotización bid-ask continua en instrumentos elegibles, bajo parámetros definidos.

Participación activa en el mercado primario

Presencia regular y consistente en subastas de bonos soberanos.

Actividad sostenida en el mercado secundario

Negociación efectiva tanto en sistemas exclusivos de formadores como en mercados abiertos.

Reporte y trazabilidad de operaciones

Entrega oportuna y verificable de información de transacciones, incluyendo operaciones OTC elegibles.

Cumplimiento regulatorio y estándares operativos

Adhesión a contratos marco, reglas del programa y requerimientos de supervisión.

INCENTIVOS Y BENEFICIOS



Asignación adicional de bonos (green shoe).



Acceso al programa de préstamo de valores.



Reconocimiento público del desempeño.



Acceso preferente a procesos de emisión.

EFFECTOS ESPERADOS EN EL MERCADO

- ▶ Mayor liquidez en el mercado secundario.
- ▶ Mejor formación de precios.
- ▶ Mayor transparencia y trazabilidad.
- ▶ Desarrollo del mercado de repos.

VIII Inclusión de operaciones en mercado OTC

A nivel internacional, los mercados de renta fija utilizados por inversionistas institucionales funcionan mayoritariamente a través de modalidades OTC electrónicas. Este tipo de plataformas constituye el estándar operativo tanto en economías desarrolladas como emergentes, y es el principal mecanismo para transacciones de gran escala entre intermediarios locales e inversionistas no residentes.

La eventual incorporación de determinadas plataformas OTC al perímetro del Programa se concibe bajo principios estrictos de resguardo: formación de precios simultánea y competitiva, registro y reporte verificable de las operaciones a las autoridades, y sujeción a mecanismos de supervisión o reconocimiento regulatorio, de modo de fortalecer la transparencia y la formación de precios sin debilitar los estándares del mercado formal.

En el caso chileno, la magnitud y relevancia del sistema previsional implica que los inversionistas institucionales locales —en particular, las AFP— serían contrapartes naturales para inversionistas internacionales en operaciones de gran tamaño. Sin embargo, el marco legal actual establece criterios explícitos respecto de los mecanismos a través de los cuales pueden operar los Fondos de Pensiones. El artículo 48 del D.L. N° 3.500 dispone que todas las transacciones de títulos efectuadas con recursos de los Fondos deben realizarse en un Mercado Secundario Formal (MSF). Asimismo, el precepto legal citado define dicho mercado como aquel en que los compradores y vendedores están simultánea y públicamente participando en la determinación de los precios de los títulos que se transan en él, siempre que diariamente se publiciten el volumen y el precio de las transacciones efectuadas.

Por su parte, el Capítulo III.F.3 del Compendio de Normas del BCCh, según lo dispuesto por el marco legal, establece que el MSF nacional está constituido por: (i) las bolsas de valores y sus corredores; (ii) las bolsas de productos y sus corredores; y (iii) el Banco Central de Chile cuando actúe bajo su Ley Orgánica Constitucional en mecanismos que aseguren participación simultánea y transparencia.

Así, el marco vigente restringe la actividad de los Fondos de Pensiones al denominado Mercado Secundario Formal Nacional (MSFN).

Históricamente, esta definición ha llevado a que el MSFN se identifique prácticamente con el ámbito bursátil tradicional. Sin embargo, la evolución de los mercados internacionales y la creciente adopción de plataformas electrónicas —particularmente aquellas con mecanismos RFQ que permiten simultaneidad, registro automático y supervisión estandarizada— han motivado un análisis técnico en curso por parte del Banco Central de Chile respecto de la pertinencia de incorporar determinadas modalidades OTC dentro de la definición de MSF, para bonos emitidos por la TGR.

Cualquier eventual ampliación deberá cumplir estrictamente con los requisitos legales de simultaneidad, transparencia y divulgación diaria de información, así como con criterios técnicos adicionales destinados a garantizar buenas prácticas, trazabilidad y supervisión adecuada.

Por ello, el Comité ha considerado necesario evaluar solicitar la posible ampliación de la definición regulatoria de MSF, con el fin de permitir —bajo criterios estrictos de trazabilidad, simultaneidad, transparencia y reporte— la incorporación de determinadas plataformas OTC que cumplan con los requisitos establecidos por la normativa. Esta actualización permitiría alinear las reglas locales con los estándares internacionales, facilitar la interacción con inversionistas no residentes y promover una mayor profundidad, eficiencia y capacidad de formación de precios en el mercado secundario.

En consecuencia, y para efectos del PFM, una plataforma electrónica OTC debería cumplir, al menos, con los siguientes requisitos mínimos:

- I Simultaneidad en la formación de precios:** Las solicitudes de cotización y las respuestas deben involucrar simultáneamente a múltiples contrapartes, garantizando condiciones competitivas y evitando mecanismos puramente bilaterales.
- II Registro automático y verificable:** La plataforma debe registrar en forma automática, auditable e inalterable todas las cotizaciones y operaciones, incluyendo hora, instrumento, monto, contraparte y precio.
- III Reporte diario a autoridades:** Debe proporcionar al Banco Central de Chile y al Ministerio de Hacienda información estandarizada y diaria sobre volúmenes y precios transados.
- IV Trazabilidad completa:** Cada operación debe contar con identificadores que permitan su seguimiento integral, posibilitando series consolidadas de precios y supervisión efectiva.
- V Supervisión o reconocimiento regulatorio:** La plataforma debe estar sujeta a supervisión de la CMF o a un régimen de reconocimiento regulatorio equivalente que garantice estándares adecuados de operación y transparencia.

IX

Rol de las cámaras de compensación y posturas ciegas

El modelo propuesto podría considerar la eventual incorporación progresiva de esquemas de compensación centralizada (*clearing*), con el objetivo de reducir el riesgo de contraparte, promover condiciones de neutralidad entre los Formadores de Mercado y avanzar hacia una mayor estandarización de las posturas observadas entre FM.

En este contexto, la utilización de posturas ciegas, en las que los participantes no identifican a la contraparte, permitiría reforzar la transparencia, la profundidad y la eficiencia de la negociación entre los Formadores de Mercado. El eventual uso de cámaras de compensación contribuiría adicionalmente a reducir el riesgo de contraparte y a estandarizar las condiciones de negociación. El costo operativo asociado a la utilización de estos mecanismos sería asumido por los participantes, en línea con la práctica internacional.

La posible incorporación de cámaras de compensación en las operaciones de repos resulta especialmente relevante dentro del Sistema Transaccional Exclusivo para Formadores de Mercado (STFM), dado que un marco estandarizado de repos facilitaría la transición hacia posturas ciegas, la adopción de esquemas de financiamiento garantizado más eficientes y una reducción adicional del riesgo de contraparte. En conjunto, este proceso permitiría avanzar gradualmente hacia un mercado más profundo, con mejor formación de precios y mayor resiliencia frente a episodios de estrés de liquidez, en línea con los estándares internacionales de transparencia y seguridad.

No obstante, considerando los costos operativos asociados al uso de cámaras de compensación, los cuales serían asumidos por los participantes, la eventual incorporación de estos mecanismos será objeto de una evaluación posterior, tanto a nivel interno como en conjunto con los participantes del PFM, con el fin de ponderar adecuadamente sus beneficios relativos en términos de eficiencia y mitigación de riesgos frente a los costos de implementación.



Implementación y Hoja de Ruta

X

Decisiones pendientes y Hoja de Ruta para la Implementación del Programa

Si bien la arquitectura general del PFM está definida, diversas materias técnicas, operativas y regulatorias requieren validación adicional con los participantes del mercado y definición final por parte del Ministerio de Hacienda. Estos aspectos no alteran el diseño central del PFM, pero son fundamentales para asegurar su implementación efectiva.

Las principales materias pendientes son:

1 Instrumentos sujetos a obligación de cotización firme

Definir los bonos que constituirán el núcleo obligatorio de cotización en el STFM (plazos, series vigentes, instrumentos UF vs. CLP).

2 Parámetros operativos del préstamo de valores

Precisar los parámetros operativos que regirán las operaciones de préstamo de valores asociadas al PFM, incluyendo, entre otros aspectos: niveles de *haircuts*, ventanas operativas, condiciones y eventuales límites de tasas, procedimientos de margin calls y condiciones para la sustitución de colaterales.

Estas definiciones se abordarán considerando la experiencia y prácticas existentes en el mercado local—incluyendo esquemas ya utilizados por el Banco Central de Chile en la administración de activos— así como estándares internacionales, con el objetivo de asegurar una adecuada gestión de riesgos, eficiencia operativa y consistencia con el perfil de los participantes del mercado.

3 Fórmula definitiva del Índice de Actividad

Especificar ponderaciones entre cotizaciones, participación en primarias, volumen transado y calidad del reporte.

4 Rezago y granularidad del Registro Consolidado de Transacciones

Determinar el tiempo de rezago aceptable, el nivel de desagregación y la periodicidad de publicación.

5 Parámetros del mecanismo de “green shoe option”

Montos máximos por emisión, elegibilidad, fórmula de asignación y ventana operativa después de la subasta.

6 Estándares de elegibilidad de plataformas OTC para los STA

Con especial foco en simultaneidad, trazabilidad, reporte a autoridades y supervisión regulatoria.

7 Eventual incorporación de compensación centralizada (clearing)

Definir viabilidad operativa y costo-beneficio de su implementación gradual, así como su secuencia temporal.

8 Criterios definitivos exigibles a los FM y mecanismos de control del Programa

Requisitos mínimos de clasificación de riesgos, antecedentes regulatorios y capacidades operativas. En el proceso de definición final del Programa, se deberá precisar el marco de gobernanza aplicable a los Formadores de Mercado, incluyendo criterios claros y objetivos de elegibilidad, evaluación periódica del desempeño, y procedimientos para eventual exclusión en caso de incumplimiento de las obligaciones establecidas. Asimismo, se deberán definir los estándares de transparencia y publicación del Índice de Actividad y del Registro Consolidado de Transacciones, de manera de resguardar la rendición de cuentas, la competencia efectiva entre participantes y la integridad del Programa.

Estas definiciones serán trabajadas en la fase que se inicia con la publicación de este documento, durante la cual se realizarán reuniones con los participantes del mercado. El resultado servirá para elaborar un modelo final, que se pondrá en consulta pública durante 2026.

Posteriormente, el Ministerio de Hacienda iniciará la instalación del programa y el desarrollo de la fase piloto en 2027, contando con acompañamiento técnico del Comité hasta la conclusión de dicha etapa. Una vez iniciada la fase piloto, la conducción del PFM pasará íntegramente al Ministerio, incluyendo la calibración del Índice de Actividad, la evaluación de resultados y los ajustes propios del esquema. La evaluación de la fase piloto considerará criterios asociados a la evolución de spreads, niveles de actividad y rotación del mercado secundario, y la calidad de la formación de precios, con el objeto de informar eventuales ajustes al diseño del Programa.

| ETAPA | | PERÍODO ESTIMADO | PRINCIPALES HITOS |
|-------|--|---------------------------------|---|
| I | Validación del modelo Preliminar | Primer Trimestre 2026 | → Validación con el mercado del modelo propuesto. |
| | | | → Chequeo de factibilidad operativa. |
| II | Consulta Pública del modelo | Segundo y Tercer trimestre 2026 | → Elaboración del modelo final, en base a retroalimentación de mercado, y puesta en consulta pública. |
| III | Inicio de instalación y convenios con plataformas | Segundo semestre 2026 – 2027 | → Selección de sistema para servir como STFM |
| | | | → Definición de condiciones del programa, incluyendo el Índice de Actividad |
| | | | → Estructuración de convenios con Formadores de Mercado y plataformas. |
| IV | Fase piloto | 2027 en adelante | → Inicio del programa piloto. |

