

La *Libor*: posible retiro Y TASAS ALTERNATIVAS

OSCAR LEÓN*

Después de una vida larga, el uso de la *Libor* podría quedar en el pasado, debido a los eventos que generaron la pérdida de confianza en este indicador. En este contexto, el autor describe otras tasas de referencia alternativas.



* Especialista, Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias
oscar.leon@bcrp.gob.pe

¿QUÉ ES LA LIBOR?

La tasa interbancaria de oferta de Londres (ICE LIBOR¹, a menudo referida coloquialmente como *Libor*) es una tasa de interés usada por muchas de las grandes instituciones financieras del mundo como referencia para determinar el costo de diversas transacciones, las cuales pueden ser préstamos estudiantiles e hipotecas hasta derivados complejos. En un ámbito más financiero, esta es usada también como un indicador de la trayectoria futura de las tasas de política de los bancos centrales, como indicador de la prima de liquidez en los mercados monetarios y, durante los períodos de *stress*, como indicador de la salud del sistema bancario.

Actualmente, la *Libor* se deriva de una encuesta diaria a bancos grandes que indican cuánto costaría pedir prestado el uno al otro sin la necesidad de colateral. Esta encuesta se realiza para varias monedas (USD, GBP, EUR, CHF, JPY) (ver Cuadro 1) y para diferentes plazos (1 día, 1 semana, 1 mes, 2 meses, 3 meses, 6 meses y 12 meses). Los cálculos para la *Libor* inician a partir de las 11:00 a.m. con base en las tasas provistas por un panel de entre 11 y 16 bancos referentes para cada moneda, y se publica normalmente² a las 11:55 a.m., hora de Londres. Finalmente, el proceso desemboca en la publicación de 35 tasas cada día hábil en Londres.

UN POCO DE HISTORIA

El origen de la *Libor* ha sido acreditado a Minos Zombanakis, un banquero griego que trabajaba en *Manufacturers Hanover*³ en Londres, quien en 1969 realizó un préstamo de \$ 80 millones a Mohammad Reza Pahlevi, Shah de Irán de ese entonces. Dadas las características financieras de dicho país, como, por ejemplo, las insuficientes reservas en divisas para cubrir la deuda, se decidió que el préstamo lo daría un grupo de bancos (préstamo sindicado⁴). Ellos se cobrarían una tasa de interés variable basado en los costos de financiamiento reportados por un conjunto de bancos de referencia que reflejaba las cambiantes condiciones del mercado. Este préstamo marcó el nacimiento de la *Libor*.

El crecimiento en el uso de la *Libor* está específicamente relacionado con la explosión del mercado de eurodólares⁵. Dada la gran oferta de

“ La *Libor* se encuentra en un proceso de evolución en términos de cómo se calcula y ahora otras tasas de referencia están disponibles. ”

dólares de países como Rusia, China y muchos países árabes que querían mantener sus dólares fuera de los Estados Unidos de América -por razones políticas o por miedo a que sean confiscados-, y de los bancos estadounidenses, estos recurrieron a los mercados de eurodólares (principalmente en Londres) para evitar los controles de capital restrictivos existentes en EE.UU. La demanda por una fuente alternativa de financiamiento diferente al mercado de bonos fue que el mercado de préstamos sindicados llegó en 1982 a 46 mil millones de dólares. Aproximadamente todos estos préstamos usaban la *Libor* para calcular el monto del interés cobrado.

Debido a la gran importancia que tomaba la *Libor*, la Asociación de Banqueros Británicos⁶ (BBA, por sus siglas en inglés) formalizó el indicador en 1986, el cual se publicó como “BBA LIBOR” desde enero de 1986 hasta enero de 2014, en un intento de formalizar la recolección de tasas interbancarias e incrementar su eficiencia y transparencia.

El uso de la *Libor* creció exponencialmente con el *boom* de los *swap* de tasas de interés a fines de los 80s e inicios de los 90s. No obstante, su uso se consolidó en 1997, cuando la *Chicago Mercantile Exchange*⁷ (CME) comenzó a utilizar la *Libor* como la tasa de referencia de los contratos de futuros en eurodólares⁸.

¹ El ICE *Benchmark Administration Limited* (IBA), una subsidiaria independiente de *Intercontinental Exchange, Inc.* (ICE), asumió formalmente su posición como administrador de la *Libor* en febrero de 2014.

² En circunstancias excepcionales, el IBA puede retrasar la publicación.

³ El 20 de junio de 1992, *Manufacturers Hanover Trust Company* fue adquirida por *JP Morgan Chase Bank*.

⁴ Un préstamo sindicado, también conocido como una facilidad bancaria sindicada, es un préstamo ofrecido por un grupo de prestamistas, conocido como un sindicato, que trabaja en conjunto para proporcionar fondos para un solo prestatario.

⁵ Pasivos bancarios denominados en dólares estadounidenses mantenidos en bancos extranjeros o sucursales extranjeras de bancos estadounidenses.

⁶ Era una asociación comercial para el sector de servicios bancarios y financieros del Reino Unido. A partir del 1 de julio de 2017, está integrado a *UK Finance*.

⁷ CME Group es el mercado de instrumentos derivados más grande y más diverso del mundo. Este realiza más de 3 mil millones de contratos por año, los que abarcan la más amplia variedad de productos de referencia disponibles.

⁸ Los futuros de eurodólares son derivados estandarizados y negociados en bolsa que permiten a los *traders* apostar en la dirección de las tasas de interés a corto plazo.

CONTROVERSIA

A partir de 2012, una investigación internacional sobre la *Libor* reveló un complot generalizado por múltiples bancos, especialmente *Deutsche Bank*, *Barclays*, *UBS*, *Rabobank* y *el Royal Bank of Scotland*, para manipular estas tasas de interés con fines de lucro desde, al menos, el 2003. Entre las consecuencias legales y financieras, está la pérdida de confianza en este indicador, a pesar de la medidas tomadas por el IBA para robustecer la *Libor*⁹.

Por otro lado, los préstamos interbancarios no garantizados también decrecieron notablemente después de la crisis financiera pues los bancos han preferido repos, bonos y otras formas de financiación, por lo cual la *Libor* se está volviendo más teórica que real.

La Autoridad de Conducta Financiera (FCA, por sus siglas en inglés) del Reino Unido comenzó a regular la *Libor* desde abril de 2013. Esta entidad coordinó con los bancos la presentación de las tasas interbancarias para formar la *Libor*. Sin embargo, en julio de 2017 Andrew Bailey, director ejecutivo de la FCA, indicó que la FCA dejaría de obligar a las empresas a proporcionar estimaciones para fines de 2021.

El desafío para reguladores, banqueros e inversionistas a nivel mundial es encontrar una tasa de referencia de uso general, sin riesgo, para una variedad de préstamos y contratos relacionados a la *Libor*. Asimismo, esta tasa debe cubrir vencimientos que se pudieran prolongar desde un día hasta muchos años después.

ALTERNATIVAS

Hasta el momento, la mayoría de los países ya han escogido una tasa alternativa a usar como sucesor de la *Libor*.

Estados Unidos de América

La Reserva Federal de dicho país convocó al Comité de Tasas de Referencia Alternativas (ARRC, por sus siglas en inglés) en noviembre de 2014. Los objetivos de este comité eran identificar tasas de interés de referencia alternativas que estén basadas en transacciones firmes de un mercado subyacente robusto y que cumplan con los Principios para los *Benchmark* Financieros de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), y para formular un plan para facilitar la aceptación y el uso de la tasa alternativa elegida.

El 22 de junio de 2017, el ARRC nombró a la *Secured Overnight Financing Rate* o *SOFR* como su tasa de referencia alternativa preferida. Esta

CUADRO 1 ■ Composición del panel de la LIBOR

BANCO / DIVISA	USD	GBP	EUR	CHF	JPY
Bank of America, N.A. (Filial Londres)	•				
Barclays Bank plc	•	•	•	•	•
BNP Paribas SA (Filial Londres)		•			
Citibank, N.A. (Filial Londres)	•	•	•	•	
Coöperatieve Rabobank U.A.	•	•	•		
Crédit Agricole Corporate & Investment Bank	•	•			
Credit Suisse AG (Filial Londres)	•		•	•	
Deutsche Bank AG (Filial Londres)	•	•	•	•	•
HSBC Bank plc	•	•	•	•	•
JPMorgan Chase Bank, N.A. (Filial Londres)	•	•	•	•	•
Lloyds Bank plc	•	•	•	•	•
Mizuho Bank, Ltd.		•	•		•
MUFG Bank, Ltd.	•	•	•	•	•
Royal Bank of Canada	•	•	•		
Santander UK plc		•	•		
Société Générale (Filial Londres)		•	•	•	•
Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe Limited	•				•
The Norinchukin Bank	•				•
The Royal Bank of Scotland plc	•	•	•	•	•
UBS AG	•	•	•	•	•

FUENTE: REPORTE SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LA ICE LIBOR, ABRIL 2018.

tasa se basa en el costo de los préstamos a un día, llamados acuerdos de recompra, o repos, que usan la deuda del gobierno de Estados Unidos de América como garantía. El valor de la *SOFR* para cualquier día hábil en el mercado de valores es publicado por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York aproximadamente a las 8:00 a.m., hora de Nueva York, del siguiente día hábil. La publicación periódica comenzó el martes 3 de abril de 2018, con base en las transacciones del día anterior.

La *SOFR* está pensada para trabajar junto con la *LIBOR* USD. Los reguladores esperan que la tasa respalde más derivados y préstamos, lo que disminuirá la importancia del *LIBOR* USD. La publicación de la tasa por la FED de Nueva York es la primera de una serie de pasos para permitir una transición. Si bien tomará tiempo desarrollar e incrementar la liquidez en los mercados que tendrán como referencia esta tasa se observa una evolución constante. Las operaciones de futuros basados en la *SOFR* están disponibles en la CME desde mayo, los *swaps* vinculados la tasa naciente se han comenzado a liquidar en LCH¹⁰ desde julio y en la CME desde octubre, y las emisiones de deuda a tasa flotante (*floating rate notes* o FRN) usando como referencia la *SOFR* han llegado a \$ 11 mil millones de notional a octubre. Por lo tanto, como tasa de referencia alternativa, la *SOFR* podría aumentar la transparencia en los

⁹ Para más información consultar ICE, Abril 2018, "ICE LIBOR Evolution".

¹⁰ LCH es una cámara de compensación registrada en el Reino Unido, que ofrece servicios de compensación para una amplia gama de clases de activos, incluyendo tasas, FX, repos y renta fija, materias primas, renta variable en efectivo y derivados de renta variable.

mercados financieros, ya que se basa en datos transaccionales.

Reino Unido

El Banco de Inglaterra convocó un grupo de trabajo en marzo de 2015 con el objetivo principal de identificar e implementar una tasa de referencia libre de riesgo alternativa a la LIBOR GBP. El grupo eligió la *Sterling Overnight Index Average* o *Sonia*, la cual ha sido administrada por el Banco de Inglaterra (BOE) desde abril de 2016. La *Sonia* refleja las tasas de préstamos a un día no garantizadas de los bancos y las sociedades de crédito. Sin embargo, se busca reformar esta tasa para que no solo incluya las transacciones no garantizadas negociadas bilateralmente, sino también los préstamos intermediados por *brokers*. Algunas de las ventajas de *Sonia* son que ha existido desde 1997, que ya existe un mercado para los swaps de tasas de interés vinculados a ella, y que está basada en transacciones (con una *Sonia* reformada aumentará significativamente el volumen de transacciones subyacentes).

Una “*Sonia* reformada” se comenzó a publicar en abril por el Banco de Inglaterra aproximadamente a las 9:00 a.m., hora de Londres, del siguiente día hábil. Asimismo, las operaciones de futuros basados en la *Sonia* están disponibles en la CME desde octubre.

Actualmente, el nuevo mandato de dicho grupo es impulsar una transición más amplia a la *Sonia* durante los próximos años en los mercados de bonos, préstamos y derivados de la libra esterlina, para que este índice se establezca como la tasa de referencia principal de la libra esterlina a fines de 2021.

Suiza

Los suizos se han inclinado por la *Swiss Average Rate Overnight* o *Saron*, originalmente introducida en 2009 por el Banco Nacional de Suiza en cooperación con *SIX Swiss Exchange*¹¹. Esta fue adoptada oficialmente como reemplazo de la LIBOR CHF en diciembre de 2017. El grupo de trabajo nacional de Suiza sobre las tasas de referencia del CHF (NWG, por sus siglas en inglés), establecido el 2013, seleccionó la *Saron* debido a que cumple con los principios de IOSCO y tiene una amplia base de contribuidores de datos. Refleja las tasas de préstamos garantizados a un día, transados y cotizados, y también los datos del mercado de repos de CHF. Además, la *Saron* tiene una baja probabilidad de ser manipulada y un bajo potencial de conflicto de intereses gracias al alto nivel de transparencia.

Japón

En este país, un grupo de estudio fue convocado en abril de 2015 por el Banco de Japón para liderar la reforma de las tasas de referencia financieras. Después, en diciembre de 2016, dicho equipo seleccionó la *Tokyo Overnight Average Rate* o *Tonar* como su tasa de referencia alternativa libre de riesgo preferida. La *Tonar* refleja las tasas de préstamos no garantizados a un día. La razón para elegir esta tasa fue la profundidad del mercado no garantizado a un día dado el considerable volumen de transacciones, la diversidad de participantes y la naturaleza libre de riesgo de la tasa (componente de riesgo crediticio limitado).

Europa

El mercado del euro se ha guiado durante años tanto por la LIBOR EUR como de la EURIBOR¹² (la tasa más popular de oferta interbancaria del euro). Sin embargo, en septiembre de 2017, los organismos reguladores de la Unión Europea, la Autoridad de Servicios y Mercados Financieros, la Autoridad Europea de Valores y Mercados, el Banco Central Europeo y la Comisión Europea crearon un grupo de trabajo con la intención de desarrollar una nueva tasa de interés de referencia a un día para el 2020.

El grupo de trabajo, luego de una consulta pública en agosto, decidió que la *Euro Short Term Rate* o *Ester* sería la tasa libre de riesgo europea. *Ester* reflejaría las tasas de préstamos mayoristas no garantizados a un día en euros de los bancos de la zona del euro. Esta tasa comenzará a ser publicada antes de octubre del 2019 y mientras tanto el BCE publicará una tasa preliminar, utilizando la misma metodología de cálculo, pero con un desfase temporal en los datos empleados, denominada *pre-Ester*, con el fin de que los participantes del mercado puedan evaluar la nueva referencia.

CONCLUSIONES

La transición de la *Libor* a otras tasas alternativas muestra la migración de una tasa que resultaba de una encuesta a otras más confiables, robustas y que cumplan con determinados principios.

Estas nuevas tasas representan operaciones transadas que principalmente son operaciones a un día, dado que son el segmento más líquido y que reflejan la política monetaria. Así, con este cambio y otros adicionales, se podría observar las condiciones de liquidez del mercado monetario con mejor sesgo.

Nuevas emisiones de deuda y participantes del mercado de derivados incrementarán la uti-

¹¹ El *SIX Swiss Exchange* es la principal bolsa de valores de Suiza (la otra es Berne *eXchange*). *SIX Swiss Exchange* también negocia otros valores como bonos del gobierno suizo y derivados como opciones sobre acciones.

¹² Acrónimo de *Euro Interbank Offered Rate*, es decir, tipo europeo de oferta interbancaria. A diferencia de la LIBOR, la EURIBOR es calculada para una sola moneda, el euro.

lización de las tasas de referencia alternativas y reducirán la dependencia de la *Libor*, dadas las preocupaciones con respecto a la frecuencia de las transacciones en su mercado subyacente y a su posible discontinuidad en el 2021.

PUNTO CLAVE

En Latinoamérica también se está trabajando en el desarrollo de tasas más robustas que reflejen de manera adecuada las condiciones del mercado monetario. Algunos ejemplos son: Colombia, que utiliza el Indicador Bancario de Referencia (IBR), que es una tasa de interés de referencia de corto plazo denominada en pesos colombianos que refleja el precio al que los bancos están dispuestos a ofrecer o a captar recursos en el mercado monetario; Chile, que emplea el Índice de Cámara Promedio (ICP), que es un instrumento determinado cada día hábil bancario que busca representar el costo de fondos resultante de financiar una posición a la tasa a un día; y

Perú, que usa la Tasa Interbancaria *Overnight* (TIBO), que es igual a la tasa de interés promedio ponderada de los préstamos en moneda nacional entre los bancos privados al plazo de un día hábil, sin colateral, con fondos mantenidos en sus cuentas corrientes en el Banco Central de Reserva del Perú.

BIBLIOGRAFÍA:

- **Gavin Finch y Liam Vaughan, Noviembre 2016**, "El hombre que inventó el número más importante del mundo", Artículo de Bloomberg.
- **ICE, Abril 2018**. "ICE LIBOR Evolution".
- **ISDA, Febrero 2018**. "IBOR Global Benchmark Survey, 2018 Roadmap".
- **RBC Capital Markets, Marzo 2018**. "Preparing for Transition - Update on LIBOR and a Possible Shift to Alternative Reference Rates".
- **IOSCO, Julio 2013**. "Final Report: Principles for Financial Benchmarks".

CUADRO 2 ■ Tasas de referencia alternativas						
JURISDICCIÓN	GRUPO DE TRABAJO	TASA DE REFERENCIA ALTERNATIVA	ADMINISTRADOR DE LA TASA	REGULADOR	CARACTERÍSTICAS	
					GARANTÍA	DESCRIPCIÓN
	Comité de tasas de referencia alternativas	<i>SORF</i>	Banco de la Reserva Federal de Nueva York	Banco de la Reserva Federal de Nueva York	Con garantía	<ul style="list-style-type: none"> • Publicada desde el 3 de abril del 2018. • Abarca un mercado subyacente robusto. • Tasa de referencia <i>overnight</i>, casi sin riesgo. • Totalmente basada en transacciones.
	Grupo de trabajo de tasas de referencia libres de riesgo	<i>Sonia</i> reformada	Banco de Inglaterra	Banco de Inglaterra	Sin garantía	<ul style="list-style-type: none"> • Publicado desde el 23 de abril del 2018. • Abarca un mercado subyacente robusto. • Tasa de referencia <i>overnight</i>, casi sin riesgo, que se correlaciona estrechamente con otras tasas del mercado monetario. • Totalmente basada en transacciones.
	Grupo de trabajo sobre las tasas libre de riesgo	<i>Ester</i>	Banco Central Europeo	El Banco Central Europeo, la Autoridad de Servicios y Mercados Financieros, la Autoridad Europea de Valores y Mercados y la Comisión Europea	Sin garantía	<ul style="list-style-type: none"> • A publicarse antes de octubre del 2019. • Se basa en datos de transacciones del mercado monetario de los 52 bancos más grandes de la zona euro. • El volumen promedio diario de transacciones incluidas ha sido alrededor de € 30 mil millones.
	Grupo de trabajo nacional sobre las tasas de interés de referencia	<i>Saron</i>	<i>SIX Swiss Exchange</i>	Banco Nacional de Suiza	Con garantía	<ul style="list-style-type: none"> • Se convirtió en la tasa interbancaria de repos <i>overnight</i> el 25 de agosto de 2009. • Está basada en los datos de transacciones de repos, así como en las cotizaciones publicadas por operadores.
	Grupo de estudio sobre tasas de referencia libres de riesgo	<i>Tonar</i>	Banco de Japón	Banco de Japón	Sin garantía	<ul style="list-style-type: none"> • El Banco de Japón calcula y publica la tasa diariamente con base en la información proporcionada por agentes del mercado monetario conocidos como <i>Tanshi</i>. • Es calculada como un promedio ponderado por volumen, utilizando datos presentados por instituciones de referencia.

FUENTE: REPORTE DE RBC CAPITAL MARKETS: PREPARING FOR TRANSITION - UPDATE ON LIBOR AND A POSSIBLE SHIFT TO ALTERNATIVE REFERENCE RATES, MARCH 2018.