

Informe de Coyuntura

11 de diciembre de 2017

El Cambio de la Libor en Dólares: ¿Por qué, Cómo y Cuándo?

Después de la crisis financiera de 2008 emergieron diferentes escándalos en los que se evidenció la manipulación de la tasa Libor por parte de varios de los bancos que hacían parte del esquema para la formación de la tasa. Dicha manipulación era favorecida por la forma en que se crea la tasa: la Libor se construye como el promedio de las tasas de interés a la que los bancos globales más importantes estarían dispuestos a ofrecer un crédito interbancario no colateralizado, es decir, sin ninguna garantía de respaldo. La Libor, en otras palabras, corresponde al promedio simple de las tasas que se reportan en una encuesta diaria¹.

La formación de la Libor tampoco implica el intercambio de recursos entre los agentes, por lo que era relativamente fácil para los bancos participantes cotizar niveles de tasa que no fueran en detrimento de sus posiciones propias en derivados y otros activos financieros y que estaban referenciados a Libor. En algunos casos, se presentaba la situación de que el *trader* que cotizaba la Libor y el *trader* que cotizaba los derivados tenían el mismo jefe y este conflicto de intereses al interior de algunos bancos terminó, incluso, en los estrados judiciales.

A esta pérdida de credibilidad de la Libor se sumó la estrechez cada vez mayor del mercado monetario no colateralizado, que después de la crisis se ha reducido casi a la extinción pues los agentes cambiaron sus preferencias de operaciones en el mercado monetario a operaciones colateralizadas, principalmente los repos². Según Jerome Powell, nuevo presidente de la FED, el monto diario promedio negociado en operaciones no colateralizadas a un mes de los treinta bancos sistémicamente importantes globalmente sumaron un poco más de mil millones de dólares al día desde el año pasado. En operaciones no colateralizadas de tres meses, que soporta el plazo más líquido de la Libor, Powell indica que incluso se observaron jornadas de menos de USD\$100 millones³.

¹ El colateral, que en la mayoría de los casos es un título valor, hace las veces de una “garantía” que se le solicita a la contraparte para reducir el riesgo de crédito de la operación. No es exactamente una garantía porque en varias legislaciones implica la enajenación efectiva de la propiedad del título o el dinero dado como colateral.

² Para más detalles consultar: Hou, David y Skeie, David. LIBOR: Origins, Economics, Crisis, Scandal and Reform. FRBNY Staff Reports No. 667, Marzo 2014.

³ Discurso de Jerome Powell en la Roundtable of the Alternative Reference Rates Committee, The Federal Reserve Bank of New York. Noviembre 2, 2017.

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20171102a.htm>.



El interés de los entes reguladores por revisar la conveniencia y oportunidad de la tasa Libor se basa en que es una referencia universal utilizada en los mercados internacionales para definir el costo de créditos, bonos, titularizaciones y derivados entre otros productos financieros. Recordemos que la Libor, además, se construye para los mercados de diferentes monedas, siendo las más representativas dólar americano, euros, libras esterlinas, francos suizos y yenes.

En 2014, el Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera⁴ de EEUU (FSOC por sus siglas en inglés) recomendó, en su reporte anual, un trabajo conjunto entre el mercado y los reguladores para encontrar tasas de interés alternativas ancladas en operaciones reales y apoyadas en estructuras de gobierno corporativo robustas que sustituyeran a la Libor en dólares.

En respuesta a esta sugerencia, la FED lideró la creación del Comité de Tasas de Referencia Alternativa (ARRC, por sus siglas en inglés) con el objetivo de identificar unas tasas de interés de referencia basadas en mercados con amplia liquidez y cuya formación siga lineamientos internacionales como los Principios de Tasas de Referencia Financieras del IOSCO y la creación de un plan para la implementación de dichas tasas en el mercado⁵.

¿Cómo cambiar la Libor en dólares?

Después de varias consultas, el ARRC propuso tres tasas de referencia que podrían sustituir a la Libor y que están basadas en operaciones realizadas en el mercado de *repos overnight colateralizados* con bonos del tesoro americano, lo que garantiza que los colaterales corresponden al mejor riesgo del mercado. Si bien el ARRC hizo una recomendación sobre la tasa que más amplitud de muestra tiene, la FED anunció que estaría dispuesto a publicar tres tasas alternativas de referencia a partir de mediados de 2018:

Tasas de Referencia Propuestas por la FED para Publicar a Partir de 2018

Nombre	Muestra	Comentarios
SOFR <i>Secured Overnight Financing Rate</i>	Incluye los repos tripartitos de Bank of New York Mellon (BNYM) y los de cumplimiento bilateral y GCF Repo del Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).	Recomendada por el ARRC
TGCR <i>Tri-party General Collateral Rate</i>	Basada solamente en los repor tripartitos del BNYM.	
BGCR <i>Broad General Collateral Rate</i>	Basado en los los repos tripartitos del BNYM y los Repos GCF de DTCC	

Fuente: Request for Information Relating to Production of Rates, Federal Reserve Bank System, Agosto 22, 2017.

⁴ El FSOC fue creado por la Ley Dodd-Frank con el mandato de identificar los riesgos y responder a las amenazas a la estabilidad financiera. El Comité está presidido por el Secretario del Tesoro y sus miembros son representantes de los entes reguladores federales y estatales y un experto en seguros designado por el Presidente. Para mayor información consultar <https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Pages/home.aspx>.

⁵ Los bancos centrales de las diferentes monedas en las que se cotizan tasas Libor han adoptado sus propias posturas frente al desmonte de la Libor. En este documento sólo se discute la Libor en dólares.



Todas las tasas están basadas en el mercado de repos y difieren en los segmentos que toman de este mercado. En los repos de cumplimiento bilateral, las dos contrapartes acuerdan las condiciones del repo y el cumplimiento se realiza en el DTCC. En los repos tripartitos, las operaciones se cumplen a través del BNYM que hace las veces de agente, asegurando el cumplimiento de las condiciones establecidas en el repo. El sistema GCF Repo (*General Collateral Financing*), por su parte, es un producto del *Fixed Income Clearing Corporation* que actúa como contraparte central de sus miembros, quienes tienen acceso exclusivo a este producto⁶.

Según la FED, la TGCR está enfocada en la actividad entre los bancos y sus clientes y es la de menor muestra de las tres. La BGCR recoge los precios tanto de las operaciones entre los bancos y sus clientes como del mercado interbancario y la muestra es más amplia que la anterior. La SOFR es la de muestra más amplia, por lo que se espera que sea la más sensible a la evolución del mercado.

¿Cuándo cambiar la Libor en dólares?

Esta es la pregunta más difícil de contestar pero es evidente que va a tomar varios años a partir del momento en que la FED empiece a publicar las nuevas tasas porque el mercado debe primero asegurar que estas referencias sean representativas y reflejen efectivamente las condiciones del mercado. Para algunos agentes, esperar un desmonte de la Libor para 2021, como lo sugirió Andrew Bailey, miembro del regulador inglés, es muy poco probable pues, en el caso de EEUU, aun no existe una tasa definida que vaya a reemplazar a la Libor y porque la Libor se utiliza en diferentes productos financieros.

En la tabla siguiente se observa que el cambio de la Libor afectará, principalmente, los créditos empresariales, los derivados, los bonos y las titularizaciones. Y la transición probablemente sea diferente para cada mercado. En el caso de los nuevos créditos empresariales, bonos y titularizaciones es probable que se pueda adoptar la nueva tasa de forma progresiva, pero en todo caso, no es claro que se vaya a contar con la Libor para continuar liquidando aquellos que estén vigentes después de 2021.

⁶ Para más detalles del mercado repo en EEUU consultar Baklanova, Viktoria, Adam Copeland y Rebecca McCaughrin. Reference Guide to US Repo and Securities Lending Markets, FRBNY No. 740, 2015.

Porcentaje de Productos Financieros en EEUU Referenciados a Libor

Mercado	Saldo (USD\$ mm)	Participación
Créditos		
Créditos Sindicados	3.400	97%
Créditos Corporativos	1.650	30%-50%
Créditos Empresariales	1.252	30%-50%
Hipotecas Comerciales	3.583	30%-50%
Hipotecas Banca Minorista	9.608	15%
Tarjetas de Crédito	846	Bajo
Créditos para Vehículo	810	Bajo
Créditos de Consumo	139	Bajo
Créditos Estudiantiles	1.131	7%
Bonos		
Bonos con Tasa Flotante/variable	1.470	84%
Titularizaciones		
Hipotecarias Residencial	7.500	24%
Hipotecarias Comercial	636	4%
Activos Diferentes de Hipotecas	1.400	37%
Créditos Colateralizados	300	71%
Derivados OTC		
Swaps de Tasas de Interés	106.681	65%
Forwards de Tasas de Interés	29.044	65%
Opciones de Tasa de Interés	12.950	65%
Cross Currency Swaps	22.471	65%
Derivados Estandarizados		
Opciones de Tasa de Interés	20.600	98%
Futuros de Tasa de Interés	12.297	82%

Fuente: Darrell Duffie and Jeremy C. Stein, Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks, Journal of Economic Perspectives—Volume 29, Number 2—Spring 2015 y tomado de Market Participants Group on Reforming Interest Rate Benchmarks, Final Report, March 2014.

Para los derivados la transición podría ser más complicada pues requiere primero, la construcción de curvas swap sobre las nuevas tasas y el desarrollo de derivados líquidos para las tasas sustitutas con el fin de poder hacer la transición entre las tasas. Por otra parte, el mercado se podría decantar por la curva OIS, que ya existe, y descartar las nuevas referencias, pero esto implicaría que los créditos empresariales también deberán adoptar la curva OIS, con el fin de poder hacer eficiente la cobertura que ofrece los swaps de tasas de interés.



Sin embargo, y de acuerdo con declaraciones de las autoridades británicas que regulan la Libor, si bien la tasa podría seguir existiendo después de 2021, el deterioro de su credibilidad llevará al mercado a moverse hacia otras alternativas, puesto que no existe seguridad que a partir de esa fecha haya cotización diaria de la Libor. Ellos indican que existe un inconformismo cada vez mayor de los bancos cotizantes pues se les está pidiendo que emitan un juicio de valor sobre algo que operan muy poco. Esto ha llevado a que las autoridades británicas hagan unos esfuerzos importantes por mantener a los bancos dentro del esquema de cotización y reconocen que existen límites legales para obligarlos a continuar en los esquemas de cotización. En el caso de la regulación de la Unión Europea, por ejemplo, las autoridades sólo pueden obligar el envío de cotizaciones en el plazo de dos años.

El ARRC continuará trabajando en los próximos años para permitir la transición voluntaria de las tasas, haciendo énfasis en la construcción de las curvas para liquidación de derivados, en el desarrollo legal de los textos que permitan la transición de los contratos financieros que aún se encuentren referenciados a Libor para 2021 y en todos los demás aspectos necesarios para el alistamiento hacia una nueva referencia en el mercado monetario de EEUU. Y nosotros continuaremos actualizándolos sobre los últimos desarrollos relevantes.



Informe elaborado por: Silvia Juliana Mera
Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos del Grupo Bolívar.

Los datos e información de este documento no deberán interpretarse como una asesoría, recomendación o sugerencia por parte del Banco Davivienda o de sus filiales para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios. Se pueden presentar errores sobre los cuales el Banco Davivienda no asume responsabilidad alguna, razón por la cual el uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad del usuario. Los valores, tasas de interés y demás datos que allí se encuentren, son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones.

En caso de tener alguna sugerencia o comentario, le agradecemos enviar un correo electrónico a: eseconomicosdavivienda@davivienda.com.

Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos Grupo Bolívar

Director:
 Andrés Langebaek
alangebaek@davivienda.com
 Ext: 59100

Análisis Sectorial:
 Nelson Fabián Villarreal
nfvillar@davivienda.com
 Ext: 59104

Jefe de Análisis de Mercados:
 Silvia Juliana Mera
sjmera@davivienda.com
 Ext: 59130

Análisis Sectorial:
 Jorge Enrique Perilla
jeperill@davivienda.com
 Ext: 59103

Análisis Fiscal y Externo:
 María Isabel García
migarciag@davivienda.com
 Ext: 59101

Análisis Financiero:
 Angela María Hurtado
aamhurtad@davivienda.com
 Ext: 59105

Análisis Inflación y Mercado Laboral:
 Hugo Andrés Carrillo
hacarrillo@davivienda.com
 Ext: 59120

Análisis Perspectivas de Largo plazo
 Vanessa Santrich Gómez
vasantri@davivienda.com
 Ext: 59004

Analista de Mercados
 Paola Andrea Cruz
pacurzri@davivienda.com
 Ext. 59130

Profesionales en Práctica:
 Laura Vanessa Peñaranda
 Nicolás Benavides
 Natalia Roa

Teléfono: (571) 3300000
Dirección: Avenida El Dorado No. 68C – 61 Piso 9
Bloomberg: DEEE<GO>/DAVI<GO>

