

# Libor: ¿Existe un momento adecuado para efectuar el cambio? ¿Y cuáles son los riesgos de un retraso?

Shushanik Papanyan

31 de agosto de 2017

**Las entidades financieras y los operadores pueden afrontar riesgos operativos si se retrasa el cambio a una tasa de referencia alternativa. Se va a presentar un plan de transición gradual para las entidades en los Estados Unidos. La Fed probablemente velará por que las entidades sigan el plan y dejen de usar el Libor como referencia**

## Hechos

La Autoridad de Conducta Financiera (FCA, Financial Conduct Authority) ha llegado a un acuerdo con los veinte bancos de referencia, de modo que estos deberán comunicar las tasas de referencia Libor de aquí a finales de 2021. La FCA es el órgano regulador en materia de conducta financiera en el Reino Unido que ha regulado el Libor desde abril de 2013 a través de su trabajo con el administrador del Libor, la InterContinental Exchange (ICE) Benchmark Administration junto con la labor de los bancos de referencia que presentan contribuciones a la tasa de referencia. El Director Ejecutivo de la FCA, Andrew Bailey, ha informado<sup>1</sup> de que la FCA ha convencido a los veinte bancos de referencia para que continúen comunicando las tasas Libor a fin de evitar distorsiones en los mercados financieros, ya que la salida de uno o más bancos de referencia del grupo podría hacer que se desmoronara la solidez actual de la tasa de referencia. Con todo, los bancos de referencia continúan sintiéndose incómodos al tener que comunicar una tasa cuyo mercado subyacente está ausente y que los expertos tienen dificultades para verificar con la actual actividad crediticia. Si bien la FCA está facultada para obligar a los bancos de referencia a continuar comunicando las tasas Libor, en virtud del acuerdo actual dejarán de ejercer ese poder en 2021. La FCA ofrece un período de transición más largo para abandonar la tasa de referencia Libor en comparación con el período de dos años estipulado en la normativa de la Unión Europea.

“En nuestra opinión, no sólo es potencialmente insostenible, sino también indeseable, que los participantes del mercado dependan indefinidamente de tasas de referencia que no tienen mercados activos subyacentes que los sustenten.”  
Andrew Bailey, Director Ejecutivo de la FCA, Bloomberg London, 27 de julio de 2017

**Estados Unidos:** El 22 de junio, el grupo patrocinado por el Sistema de la Reserva Federal (SRF), conocido como Comité de Tasas de Referencia Alternativas (ARRC, Alternative Reference Rates Committee), votó a favor de reemplazar el Libor en dólares estadounidenses por la tasa general para acuerdos de recompra del Tesoro (Broad Treasuries Financing Repo rate o BTFR), que está vinculado al costo de los préstamos de efectivo garantizados por deuda estadounidense.

En un artículo publicado el 11 de agosto de 2017 en el *Wall Street Journal*, Jerome Powell, de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, y Christopher Giancarlo, presidente de la US Commodity Futures Trading Commission, argumentaron que "naturalmente, el Libor podría seguir siendo viable en alguna forma después de 2021, pero los participantes del mercado no pueden asumir con seguridad que vaya a ser así. Ha llegado el momento de abandonarlo."

---

1: Discurso de Andrew Bailey, Director Ejecutivo de la FCA, en Bloomberg London, 27 de julio de 2017  
<https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor>

El ARRC pulirá los planes de transición propuestos y seguirá trabajando en las opciones de aplicación de la tasa recomendada. La intención del Comité es publicar un informe final a finales de este año. El Comité tiene previsto alinear la nueva tasa con las otras partes del sistema financiero y crear futuros y derivados del mercado monetario junto con *swaps* indexados a un día, que dependerán de la tasa alternativa sugerida.

El Banco de la Reserva Federal de Nueva York (FRBNY) prevé comenzar a publicar el BTFR a diario en el primer semestre de 2018 en colaboración con la Oficina de Investigación Financiera del Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Antes de su publicación, el BTFR deberá someterse a una ronda de comentarios públicos.

El SRF y la US Commodity Futures Trading Commission están promoviendo un plan que contribuirá a la adopción del BTFR y, para ello:

- se encargará de los contratos basados en el Libor en dólares estadounidenses que vencen después de 2021
- ampliará la adopción del BTFR a una gama más amplia de productos que se basan en una tasa de referencia
- concederá suficiente tiempo para que la transición se produzca "de manera cooperativa y sin problemas"

**Reino Unido:** En abril, el Grupo de Trabajo de Tasas Libres de Riesgo propuso reemplazar el Libor por el índice promedio a un día en libras esterlinas reformado (Sterling Overnight Index Average, Sonia). Sonia está administrado por el Banco de Inglaterra y se basa en transacciones de mercado efectivas de préstamos recibidos y otorgados no garantizados a un día, lo que refleja las tasas de financiamiento de un día para los bancos y las cajas de ahorro en el mercado no garantizado en libras. El gobernador del Banco de Inglaterra, Mark Carney, manifestó a principios de julio que el Libor ya no resulta adecuado.

**Suiza:** Del mismo modo, en noviembre de 2016, ACI Suisse, la Asociación de Mercados Financieros de Suiza, anunció el cierre de la tasa de referencia de los *swaps* indexados a un día Tomorrow-Next (Tomorrow/Next Overnight Indexed Swaps o TOIS) para diciembre de 2017. De manera similar a los esfuerzos de la FCA con el Libor, el Grupo de Trabajo Nacional sobre las tasas de interés de referencia (NWG) hizo esfuerzos para incrementar la solidez del TOIS. Sin embargo, dado que el grupo de bancos de referencia no para de perder miembros y cada vez hay menos transacciones que sustenten la tasa de referencia, el NWG consideró que resulta insostenible. El NWG ha recomendado reemplazar el TOIS con la tasa media de referencia suiza a un día (Swiss Average Rate Overnight o SARON), un promedio de las tasas de interés a un día que referencia el mercado de repos interbancario en francos suizos lanzado por el Banco Nacional Suizo.<sup>2</sup>

## Acerca del nuevo tipo –BTFR

Las características clave que el ARRC ha buscado en la tasa alternativa al Libor en dólares estadounidenses fueron: 1) la nueva tasa debería cumplir con los nuevos estándares del mercado financiero internacional promovidos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores – términos normalizados, rendición de cuentas, transparencia de los datos y disponibilidad de datos históricos; 2) la tasa debería tener una calidad de referencia que garantice la solidez a largo plazo, la integridad y la continuidad de la tasa a través de la profundidad sustancial del mercado subyacente – liquidez, volumen de transacciones y resiliencia; y 3) facilidad de transición a la tasa en términos de la demanda anticipada del mismo, la relevancia para la cobertura y la negociación, y el potencial para un mercado a plazo.

El BTFR cumple con estas normas y reflejará 660 mil millones de dólares en transacciones reales diarias, en lugar de las hipotéticas transacciones reflejadas en el Libor. Gracias a su diseño, será prácticamente imposible manipularlo. La FRBNY establecerá la tasa alternativa que excluirá las transacciones de la Reserva Federal e incluirá tres fuentes: datos tripartitos clarificados, datos bilaterales y transacciones entre operadores, como sigue:

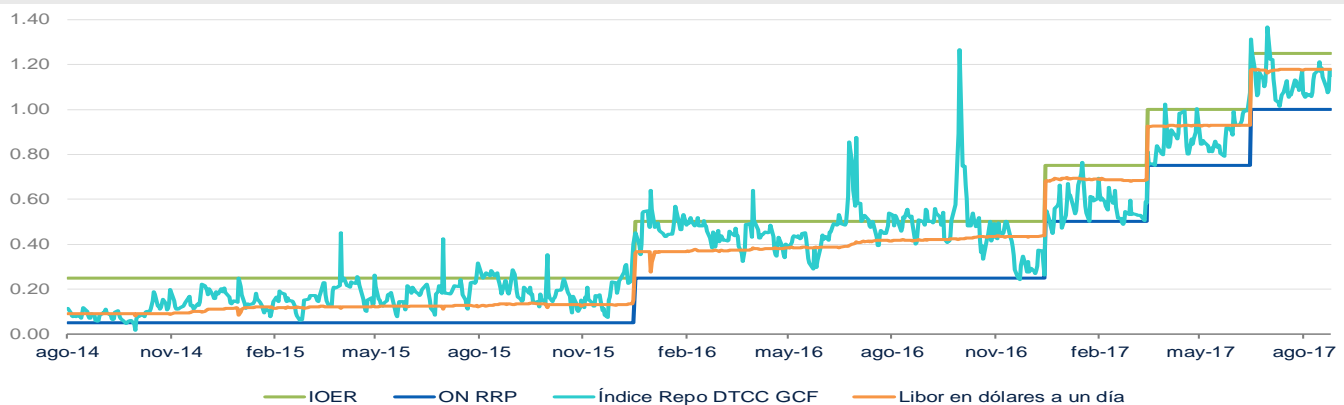
2: National Working Group on CHF Reference Interest Rates. "Discontinuation of TOIS fixing and replacement with SARON – impact and recommendations." 22 de febrero de 2017

[https://www.snb.ch/n/mmr/reference/discontinuation\\_20170126/source/discontinuation\\_20170126.n.pdf](https://www.snb.ch/n/mmr/reference/discontinuation_20170126/source/discontinuation_20170126.n.pdf)

- Se incluirán los datos de las transacciones reales en todo el mercado de repos
- Se incluirán los datos del mercado tripartito, en los que un tercero (el Bank of New York Mellon) compensará las transacciones entre otras dos partes
- Se incluirán los datos de transacciones entre operadores compensadas por la Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC)
- También se incorporarán algunas transacciones bilaterales
- Quedarán excluidas las transacciones de repos propias de la Fed

Se espera que la FRBNY aplique una metodología de recorte conservadora a los datos bilaterales para tener en cuenta las operaciones "especiales". El filtro excluirá al 25 por ciento inferior de las operaciones bilaterales diarias a la hora de calcular la media ponderada por volumen. Como resultado del filtro, el BTFR se ubicará más cerca de la mitad de la distancia que separa a las tasas de los excedentes de reserva (IOER) y las tasas de repo inverso a un día (ON RRP). La metodología del BTFR introducirá volatilidad, pero el BTFR será mucho menos volátil que la tasa general de financiamiento colateral (GCF).

**Gráfica 1.** Comparación con otras tasas de repos (%)



Fuente: FRB, FRBNY, WSJ, ICE y BBVA Research

**Cuadro 1.** Comparación de la tasa general de financiamiento del Tesoro con otras tasas de repos

	Volumen promedio diario \$, miles de millones	Promedio diario del spread VWM con IOER Puntos básicos	Desviación estándar de la variación diaria en el spread VWM con IOER Puntos básicos
Tasa repo Narrow General Collateral (GC)	254	-19	2
Tasa repo Broad General Collateral (GC)	306	-19	2
Índice Repo DTCC GCF	95	-9	6
<b>Tasa general para acuerdos de recompra del Tesoro (BTFR)</b>	<b>660</b>	<b>-15</b>	<b>3</b>

Fuente: ARRC, FRBNY, JP Morgan, DTCC, cálculos de FRBNY y BBVA Research

El BTFR tiene que someterse a una ronda de comentarios públicos, tras la cual será publicado. La fecha de publicación prevista del BTFR es entre finales de 2017 y principios de 2018.

## La aplicación de la transición a la referencia alternativa

Estados Unidos se encuentra inmerso en la segunda etapa de la transición a la tasa de referencia alternativa–, la fase de "configuración", en la que el ARRC, las bolsas y las contrapartes centrales de compensación (CCC) realizan preparativos operativos y de infraestructuras.

### Fases del plan de transición

**Paso 1:** Designación de la nueva tasa 

**Paso 2:** Configuración

- ❖ **Requisito:** Comienzo de la producción regular y publicación de la nueva tasa

**Paso 3:** Negociación en futuros con la nueva tasa

**Paso 4:** *Swaps* referenciados a un día (OIS) compensados con la nueva tasa

- ❖ **Requisito:** Historial de la nueva tasa y actividad de mercado adecuados para que las CCC establezcan niveles de garantías para OIS con la nueva tasa

**Paso 5:** PAI con la nueva tasa y descuento

❖ **Requisitos:**

- Aceptación general de la nueva tasa como medida alternativa del costo de financiamiento de la variación de liquidación
- Flujos de negociación suficientes en futuros/OIS con la nueva tasa para garantizar cotizaciones diarias válidas
- Amplia aceptación de la estructura de plazos de OIS con la nueva tasa como base alternativa a efectos de valoración y garantías

**Paso 6:** Las CCC dejan de aceptar nuevos *swaps* con interés de alineación de precios de la tasa efectiva de los fondos federales y descuento

❖ **Requisitos:**

- Amplio consenso de que la nueva tasa representa el costo de financiamiento de la variación de liquidación
- Amplio consenso de que la estructura de plazos de la nueva tasa es adecuada a efectos de valoración y garantías

Fuente: ARRC y BBVA Research.

## Aplicación y riesgos

Los reguladores financieros estadounidenses y europeos han dado los primeros pasos para ofrecer a los mercados una alternativa al Libor. Han manifestado serias dudas sobre la sostenibilidad del Libor como medida de referencia en ausencia de mercados de activos subyacentes. Los reguladores también han señalado que sería "indeseable" continuar usando el Libor.

Algunos estrategas financieros dudan de que el nuevo índice de referencia será capaz de reemplazar al Libor por completo y de que vaya a servir como respaldo en caso de que se produzcan distorsiones en el mercado del Libor, dado que las tasas del Libor están muy extendidas y se utilizan en muchas jurisdicciones diferentes. En su forma actual, las nuevas tasas de referencia todavía no se alinean con los vencimientos más populares de uno y tres meses. Los participantes del mercado que se resisten al cambio pueden encontrar un aliado en los administradores de referencia del ICE, que consideran el BTFR

y el Sonia como sustitutos inadecuados para el Libor debido a la falta de índices de rango entre las distintas monedas y vencimientos. Los administradores del ICE tienen la intención de continuar comunicando las tasas del Libor a pesar del riesgo que plantea la gran disminución en el número de bancos que presentará esta información a partir de 2021. Por lo tanto, no está garantizado que más allá de 2021 el Libor permanecerá en su forma actual—: una referencia dinámica basada en contribuciones y actualizaciones diarias.

Las medidas actuales indican que la Reserva Federal, en cooperación con otros reguladores financieros de Estados Unidos y el ARRC, liderará una transición gradual que concluirá con el abandono del Libor en dólares estadounidenses como referencia. Una de las posibilidades es que la Fed exija a las entidades financieras que presenten planes viables y rigurosos para la transición de los contratos nuevos y existentes, y que tengan en cuenta el supuesto de que el Libor deje de existir. La otra posibilidad sería reforzar el cambio mediante la modificación del protocolo de reemplazo del Libor en dólares estadounidenses, ofreciendo a los participantes un plan de transición programado.

Si bien el trabajo del ARRC sobre la transición se encuentra en su segunda fase, a medida que avanza, surgirán riesgos sustanciales para las entidades financieras con respecto a la transición temprana y tardía. En caso de que se produzca un cambio temprano al nuevo índice de referencia, las entidades correrán el riesgo de que el Libor continúe existiendo en su forma actual como una tasa de referencia ampliamente aceptada después de 2021. De producirse una transición tardía, se podría dejar que las entidades corrieran riesgos operativos importantes, especialmente si la orientación es lo suficientemente detallada y exige que los servicios jurídicos de estas entidades reformulen sus contratos heredados. Aunque las autoridades ayudarán en la transición, los participantes del mercado tendrían que asumir la responsabilidad sobre sus respectivos planes de transición. Asimismo, una transición con poca orientación puede generar incertidumbre en las tasas de los *swaps* basados en el Libor, mercados de *swaps* más limitados y tasas más bajas, mientras que el tamaño de las exposiciones a derivados puede crear riesgos sistémicos para los mercados financieros si se produjera una caída adicional en la liquidez en relación con el Libor.

En conjunto, la transición se encuentra en sus primeras etapas y es probable que la Fed se asegure de que el cambio al nuevo índice de referencia se produzca paulatinamente dentro del plazo planteado de 4 años y que los participantes del mercado estadounidense sigan el plan de transición gradual. Estos participantes deberían esperar que la naturaleza de las facultades varíe una vez que los reguladores financieros designen las referencias alternativas como puntos de referencia críticos.

## Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.