

# El fin de la LIBOR: consecuencias y desafíos para Chile

Opinión

## ¿POR QUÉ SE PONE FIN A LA LIBOR?

La LIBOR es una tasa de interés interbancaria; es decir, una tasa que aplican los bancos que se prestan dinero entre sí. Esta ha servido como una aproximación razonable del costo de fondeo de la industria bancaria a nivel global. Sin embargo, su mayor importancia radica en que ha sido utilizada como tasa de referencia en trillones de préstamos, deudas a tasa variable y contratos financieros a nivel mundial. Uno de los más populares es el swap de tasas de interés. Para poner en contexto su importancia, a abril de 2022, existen más de USD 200 billones en contratos financieros, que hacen referencia a la LIBOR, lo que equivale a 2,5 veces el PIB mundial<sup>1</sup>. De hecho, la LIBOR se ha calculado en cinco monedas: la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yen japonés y el dólar estadounidense.

¿Cómo se fija su valor? La LIBOR se establece cada día, mediante la recopilación de estimaciones de hasta 18 bancos globales (usualmente 16), a los cuales se les consulta sobre las tasas de interés que cobrarían por préstamos con diferentes vencimientos, en el mercado de préstamos interbancarios de Londres. Es importante destacar que la tasa LIBOR no se determina por lo que los bancos realmente pagan para intercambiar fondos entre sí, sino más bien, se define en torno a lo que los bancos creen que pagarán. Esto hizo que la LIBOR fuese bastante susceptible a ser manipulada y continuamente cuestionada por los expertos a nivel mundial.

De hecho, durante la crisis financiera subprime del año 2008, la LIBOR fue uno de los muchos factores que desataron los desastres de la industria financiera, por su papel clave como catalizador

1 De acuerdo con Alp Eroglu de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), en la sesión informativa sobre la transición de la LIBOR realizada para la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en España el 05 de abril de 2022.

**Harold Contreras**  
Profesor Asistente,  
Facultad de Economía y Negocios,  
Universidad de Chile.  
Ph.D. in Finance, University of  
Warwick, Coventry, Reino Unido.



**Cristián González**  
Gerente de Negocios,  
NetGO Financial Risk Management.  
Magíster en Finanzas, Universidad  
de Chile.

de la crisis. Lo anterior, se debe a que todos los días los bancos que fijaban la tasa LIBOR, estimaban tasas de interés cada vez más altas. La LIBOR subió, encareciendo los préstamos, incluso cuando los bancos centrales mundiales se apresuraron a recortar las tasas de interés. Esto no hizo más que sumar detractores a esta tasa, pero lo más relevante vino un poco después.

En el año 2012, investigaciones exhaustivas sobre la forma en que se estableció la tasa LIBOR, descubrieron un esquema generalizado y duradero entre varios bancos, incluidos Barclays, Deutsche Bank, Rabobank, UBS y el Royal Bank of Scotland, para manipular las tasas LIBOR con fines de lucro.

Barclays, uno de los principales bancos del Reino Unido, fue un actor clave en esta complicada estafa, pues presentaba sus estimaciones de la LIBOR, con cifras inferiores a lo que los otros bancos realmente le cobraban. ¿Por qué hacía esto? Una tasa más baja indica un menor riesgo de incumplimiento, por lo que se considera una señal que un banco está en mejor forma que otro con una tasa más alta.

En resumen, al no ser representativa de los mercados globales (sólo un grupo de bancos en Londres la establecía), no estar basada en transacciones verificables (ni siquiera era representativa de su mercado subyacente), y estar sujeta a manipulación, se cuentan entre las principales razones por las cuales se pone fin al uso de la LIBOR a nivel global.

## LA TRANSICIÓN






En medio de la salida de la LIBOR, la gran pregunta que surgió fue qué referente de tasa reemplazaría a este importante indicador. La tarea fue encomendada a cada uno de los países que se verían afectados, los cuales decidieron crear comités que tenían como misión elegir a la sucesora entre las tasas existentes o crear una nueva tasa. El resultado de este ejercicio se puede ver a continuación en la Figura 1.

Es importante entender que la transición de la LIBOR no es algo que vaya a ocurrir en el futuro, pues está sucediendo actualmente. Inclusive, en diciembre del 2021 se dejaron de publicar todas las LIBOR asociadas al euro, libra esterlina, yen y franco suizo, junto con varias LIBOR asociadas al dólar, pero de plazos menos líquidos, siendo reemplazadas por las tasas del cuadro anterior.

¿Y qué pasó con las otras LIBOR-USD? El ente regulador consideró que el mercado aún no estaba preparado para dejarlas, dada la alta liquidez que tienen, aplazando su eliminación a junio del 2023. Se debe tener en cuenta que, aunque no existe una cifra oficial, se estima que entre créditos e instrumentos derivados asociados a las LIBOR-USD de 3 meses, 6 meses y 1 mes (por orden de profundidad y liquidez), el stock de transacciones vigentes llegó a más de USD 300 trillones. Esto no deja más que entrever lo enorme y complejo del desafío.

**FIGURA 1. Reemplazo de la LIBOR en los países más afectados por su finalización.**

Fuente: basado en gráfica ISDA.

Moneda	Administrador Libor	Tasa Reemplazo RFR	Administrador RFR	Working Group
	ICE Benchmark Administration (IBA)	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Federal Reserve Bank of New York	Alternative Reference Rates Committee (ARRC)
	ICE Benchmark Administration (IBA)	Euro Short-Term Rate (ESTR)	European Central Bank (ECB)	Euro Risk Free Rates
	ICE Benchmark Administration (IBA)	Sterling Overnight Index Average (SONIA)	Bank of England	Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates
	ICE Benchmark Administration (IBA)	Tokyo Overnight Average Rate (TONA)	Bank of Japan	Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rate Benchmarks
	ICE Benchmark Administration (IBA)	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	SIX Swiss Exchange	National Working Group (NWG) on Swiss Franc Reference Rates

## LA ERA SOFR

La tasa elegida en EE.UU. fue la *Secured Overnight Financing Rate* (SOFR). Esta tasa suple una de las principales debilidades de la LIBOR, ya que viene determinada por transacciones verificables en el mercado a un plazo *overnight*, con garantía en bonos del tesoro de EE.UU. Esto es muy importante, porque al ser transacciones reales y no "intenciones" de transacciones, refleja de mejor manera el riesgo sistémico de mercado y es menos susceptible de ser manipulada.

Adicionalmente, esta tasa presenta otras diferencias relevantes con la LIBOR. Una de las más llamativas es que se considera que SOFR no tiene riesgo de crédito implícito. Esto se debe a que está basada en tasas sobre transacciones que ocurren *overnight*, al contrario de los múltiples plazos de la LIBOR. A ello, se suma al hecho de que sus transacciones, al encontrarse garantizadas, hacen que el riesgo de crédito asociado a esta tasa sea mínimo o cero. Todo lo contrario a lo que reflejaba la LIBOR.

Otra diferencia es que la LIBOR es o "era", una tasa *forward looking*. ¿Qué significa esto? Imaginemos un crédito que paga intereses cada tres meses a LIBOR 3M + 200 puntos base (o un 2%). Al ser una tasa *forward looking*, se conocía con 3 meses de anticipación el monto del pago de intereses del próximo cupón, independiente que no se conociera cuánto serían los intereses de los pagos a futuro. En contraposición, con SOFR que solo se conoce el monto de interés a pagar el mismo día del pago, ya que es una tasa *overnight*, que se compone durante la vida del cupón, y considera la más relevante al momento del pago del interés. Este problema se traduce en una complicación contable, ya que ahora con SOFR las empresas no podrán registrar el monto de interés devengados en sus balances.

### ¿EN QUÉ PARTE DEL PROCESO ESTAMOS?

Aunque el *Alternative Reference Rates Committe* (ARRC) eligió a SOFR, el mercado debía validar esta tasa como la verdadera sucesora de la LIBOR, lo cual, finalmente, ocurrió. Este proceso de transición presenta dos desafíos: Que los productos nuevos estén referenciados a SOFR y no a la LIBOR, y cambiar a SOFR los productos existentes que estén indexados a la LIBOR y tengan un vencimiento anterior a junio de 2023.

Hoy por hoy, los grandes bancos de los principales mercados financieros a nivel mundial, como los ubicados en Nueva York

o Londres, han hecho frente al desafío y ya casi no realizan ni créditos ni derivados nuevos en la tasa LIBOR, quedando todos en SOFR. De hecho, uno de los instrumentos más transados en el mundo, el Interest Rate Swap (IRS), utilizado para cambiar la tasa variable por fija en dólares, se encuentra mayoritariamente referenciado a SOFR.

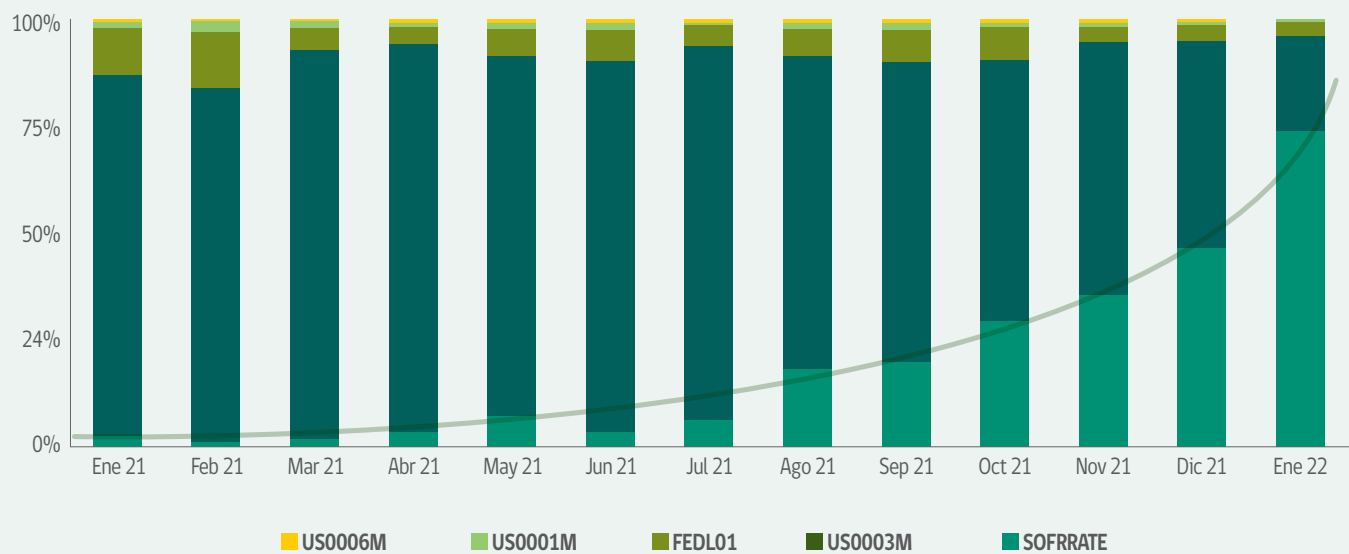
Para este instrumento, la tasa variable por excelencia era la LIBOR 3M, la cual abarcaba más del 70% de las transacciones que se hacían en el mercado. Hoy la realidad es otra. Como se puede observar en la Figura 2, al menos con datos hasta enero de este año, es SOFR la que comprende más del 70% de las transacciones del IRS.

Sin embargo, mientras los nuevos créditos y derivados ya están siendo referenciados a SOFR, el mayor problema se ha concentrado en ajustar aquellos instrumentos existentes con vencimientos superiores a junio de 2023, indexados a LIBOR. En esto, el mercado va más lento, pues el cambio podría implicar ajustes significativos en las condiciones de los contratos vigentes.

En línea con esto último, es importante comprender que el cambio de un instrumento desde LIBOR a SOFR, es un proceso operativo y no una oportunidad de transacción rentable en el mercado, y por lo tanto, no debería significar un cambio en el valor razonable, ya sea del crédito o del derivado.

**FIGURA 2. Porcentaje de transacciones realizadas en IRS, categorizado por tipo de tasa de interés.**

Fuente: Bloomberg.



Pero ¿y qué pasa si no me cambio a tiempo? Los entes reguladores generaron un *back-up plan*, conocido como los *Fallbacks*. Un *Fallback* es un acuerdo para reemplazar a la tasa LIBOR en el momento en que esta deje de publicarse, por una tasa con base en la tasa reemplazante. En términos simples, lo anterior significa el siguiente cálculo: **LIBOR X meses = SOFR + Fallback X Meses**. Estos indicadores son públicos. Sin embargo, se deben considerar como lo que son, un plan de contingencia, ya que de todas formas lo más recomendable es cambiar los instrumentos a SOFR, antes de junio de 2023.


### ¿QUÉ PASA EN CHILE?

Por ahora, se comenzó a recorrer el camino de la transición, pero aún es lento. El sistema financiero ha implementado plataformas para soportar el uso de SOFR, algo que hasta hace pocos meses se veía lejano. Incluso, se han emitido nuevos instrumentos en esta tasa, y en el mercado las tasas asociadas a derivados ya tienen implícito el colateral en SOFR. Además, los *Cross Basis Swaps*, utilizados para cambiar flujos de efectivo denominados en pesos chilenos por flujos en dólares estadounidenses, se están transando con una buena liquidez. Sin embargo, en relación al cambio de instrumentos vigentes, el avance ha sido muy menor. De hecho, el cambio de créditos o instrumentos derivados del

mundo corporativo se ha dificultado bastante, principalmente, por la definición de los nuevos spreads y de las condiciones o características que tendría SOFR en los contratos.

### CONCLUSIONES

SOFR es hoy una realidad, que representa de mejor manera el riesgo del mercado y que está preparada para asumir el rol que tuvo la LIBOR. Tal como se puede ver en la Figura 3, su comportamiento es muy similar a la histórica LIBOR, pero sigue mucho más de cerca la tasa de política monetaria de la FED, dada su condición de tasa overnight y garantía de bonos del tesoro.

El mercado se encuentra generando los nuevos instrumentos en SOFR. Sin embargo, el gran desafío de modificar los instrumentos actuales escritos en LIBOR, por esta nueva tasa, es un proceso que está avanzando mucho más lento. Las complicaciones vienen dadas, principalmente, por las características que debe tener SOFR, para adecuarse a cada instrumento. El sistema financiero es, sin duda, el principal responsable de llevar a cabo esta transición. Sin embargo, es también responsabilidad de los usuarios y reguladores hacer que este cambio sea de la manera más armoniosa y oportuna posible. 

**FIGURA 3. Cotizaciones recientes de SOFR y LIBOR.**

Fuente: NetGO.

