

Transición LIBOR

Consideraciones en torno a los contratos de crédito y derivados

01 **Visión General**

Marco General

- La LIBOR es una tasa ampliamente usada como **benchmark** de corto plazo, representativa del costo de las operaciones mediante las cuales los bancos se financian de manera no garantizada.
- Existen LIBOR para **cinco monedas**: USD, GBP, EUR, CHF y JPY, y para **siete plazos**: 1 día, 1 semana, 1 mes, 2 meses, 3 meses, 6 meses y 12 meses.
- FCA (2017) anunció que, a partir de dic-21, **cesaría la supervisión** de la LIBOR salvo para USD 1, 3, 6 meses que cesaría en jun-23.
- El administrador de la LIBOR*(2021), señaló que, luego de dic-21, **dejaría de publicarla**, salvo en los casos en que la FCA le solicite continuar la publicación en metodología alternativa (sintética).
- FCA indicó que **no solicitará la publicación** para las tasas en EUR y CHF, así como para cualquier moneda en los plazos de 1 día, 1 semana, 2 meses y 12 meses.
- Frente a la cesación de supervisión y publicación de la LIBOR, es necesario evaluar potenciales **tasas de reemplazo** para colocaciones comerciales, créditos, derivados locales y pagarés.

Antecedentes








- Escándalos de manipulación y mayores requerimientos de capital (Basilea III) para operaciones no colateralizadas, han reducido la liquidez de los mercados de los que se deriva la LIBOR^[1].
- IOSCO (2013) publicó los principios generales para el desarrollo y mejora de los índices de referencia, promoviendo que se encuentren basados en transacciones de mercados líquidos.
- FSB (2014) reconoció que el descenso acelerado de la financiación interbancaria a corto plazo supone un riesgo estructural potencialmente grave para los índices de referencia como la LIBOR.
- Además, entregó una guía desarrollo de nuevos índices de referencia en su informe “*Reforming Major Interest Rate Benchmarks*”.

Reacciones

- En cada jurisdicción se ha trabajado en las alternativas (AARC, Sterling RFR WG, Euro RFR WG, etc.) a partir de las sugerencias de IOSCO y FSB.
- Ninguna de las alternativas son sustitutos perfectos de la LIBOR:
 - Nuevas tasas son 100% basadas en transacciones, incluso más allá del mercado interbancario (*money market* y *repo market*). Algunas de estas tasas son garantizadas.
 - Solo se han definido tasas overnight. No hay consenso sobre las tasas a plazo.
- Esto ha dificultado hacer un reemplazo masivo de referencias. Por ejemplo, en algunos productos se han establecido soluciones de compromiso: *spreads* (ej: *spread* promedio de los últimos 5 años).

Nuevas tasas de referencia

Moneda	Nueva referencia	Tipo	Agente	Descripción	Publicación	Tasas <i>backward-looking</i>	Disponibilidad <i>forward-looking</i>	Metodología <i>forward-looking</i>	<i>Fallback</i>
	USD	SOFR	Colateralizada Fed	Múltiples segmentos del mercado de repos a un día	08:00 ET T+1	tasas compuestas sobre un día	Fines 21	Basada en futuros	No definido
	GBP	SONIA	No colateralizada BoE	Operaciones de depósito mayorista overnight	09:00 GMT T+1	tasas compuestas sobre un día	1T21	Basada en swaps	Banco de Inglaterra recomienda tasa <i>backward-looking</i> en mercado de derivados, limitando el uso de la tasa <i>forward-looking</i> para usos específicos declarados por la propuesta de FICC Markets Standards Board.
	EUR	ESTER	No colateralizada BCE	Operaciones de depósito mayoristas overnight	08:00 CET T+1	tasas compuestas sobre un día	Por definir	Basado en cotizaciones OIS	Se espera una recomendación de uso (<i>backward-looking</i> o <i>forward-looking</i>) en junio de 2021.
	CHF	SARON	Colateralizada SIX Swiss Exchange	Intereses pagados sobre la tasa repo interbancaria a un día	08:00 ET T+1	tasas compuestas sobre un día	No planificado	-	<i>National Working Group on CHF Refence Rates (NWG)</i> propone cambiar los contratos de derivados basados en CHF Libor a derivados basados en SARON.
	JPY	TONAR	No colateralizada BoJ	Mercado de tasas call overnight	10:00 JST T+1	No disponibles	Por definir	OIS Swaps, basados en futuros	Decisión de mantener la tasa de referencia doméstica TIBOR puede dificultar la adopción de la TONAR, lo que puede llevar a una formación más lenta de mercado basado en TONAR y el establecimiento de tasas <i>forward-looking</i> basadas en TONAR.

Temas importantes por definir

Asunto	Problema	Propuesta de los WG	Observaciones
Tasas simples	No reflejan correctamente el valor tiempo del dinero	Utilizar tasas simples	Más fácil de implementar y diferencia con compuestas es pequeña
Sin ajuste (<i>shift</i>) de observación	Desajuste cuando período de observación y de intereses difieren en número de días	No realizar ajuste	La ganancia es mínima y la complejidad se incrementa
Tasas a plazo	LIBOR es prospectiva y nuevas RFR no lo son	Construir tasas prospectivas de uso limitado	Las tasas compuestas retrospectivas son más robustas
Ajuste de <i>spread</i>	LIBOR no es colateralizada vs. algunas RFR que sí	No realizar ajuste	Habrán cambios importantes en P&L
		<i>Spread</i> fijo	Será controvertido determinarlo
		Media últimos cinco años	Requiere esfuerzos operativos

- ARRC recomienda ajuste de spread basado en la media histórica de los últimos cinco años.
- Metodología ARRC coincide con la ISDA y es coherente con los *fallbacks* ISDA para los mercados de derivados.

Visión General

Evaluación del mercado local



- **No existe un cambio en tasas de referencia local:** ICP basada en TIB (tasas transadas) reúne los atributos de las nuevas tasas de referencia internacionales.
- El desafío local es la **adopción de las nuevas tasas de referencia**, y el reemplazo de cláusulas en contratos vigentes. Específicamente en derivados locales (ex ISDA) y créditos.
- En mesas de trabajo de la industria, la banca solicitó la opinión legal de Diego Peralta (socio de Carey), quien además propuso cláusulas a incorporar en contratos que contengan referencias a tasas LIBO.
 - Para contratos locales de derivados, se sugiere emplear las mismas soluciones de los derivados *cross border*.
 - Reuniones con BCCh para revisar posibles ajustes normativos: no es necesario hacer cambios en el Convenio Marco de Contratación de Derivados para el Mercado Local y el Anexo Complementario de Adecuación y Modificaciones a las Condiciones Generales de Contratos de Derivados (Acuerdo N°22337-05-200903), pero se solicitaron algunos ajustes en CNF (referencias a LIBOR).

Mercado local expuesto a la LIBOR

Tabla de composición de contratos con referencia a la LIBOR (%)

Contratos	Participación	Contratos que expiran antes de dic-2021	Contratos que expiran después de dic-2021
Créditos sindicados	1%	27%	73%
Créditos comerciales	3%	21%	79%
COMEX	2%	98%	2%
Derivados OTC	90%	23%	77%
<i>Exchange Traded Derivatives</i>	2%	12%	88%
Otros	3%	81%	19%
Total	100%	26%	74%

Transición local

Caso Derivados

- Es aconsejable usar la tasa de reemplazo propuesta por ISDA en los derivados locales.
- Esto evitará inconsistencias entre los derivados locales y los *cross border* y resuelve la transición para más del 90% de los contratos.
- Sin embargo, protocolo de tasas de reemplazo de derivados ISDA basados en tasas LIBOR no es aplicable automáticamente a derivados celebrados bajo el Convenio Marco de Contratación de Derivados para el Mercado Local.

Caso Créditos

- Aún no hay consenso en las tasas de reemplazo de los contratos de crédito con referencia LIBOR.
- No obstante, los contratos más recientemente han incorporado distintas RFR sugeridas por las entidades gubernamentales correspondientes.
- Relevante es el caso de los pagarés, que requieren contener una tasa con un valor determinado o determinable para ser título ejecutivo.

Comentarios finales

- Más de 90% de los contratos resuelven la transición aplicando el protocolo de ISDA.
- Solo el 3% de los contratos con referencia LIBOR son créditos (no derivados) que vencen más allá de diciembre de 2021.
- Para estos se debe avanzar hacia una **solución de transición consensuada**, donde es importante que **la autoridad sugiera** una tasa de referencia.
- Dado que no existe una alternativa que produzca el mismo resultado que la LIBOR, Carey ha sugerido que en los nuevos contratos de crédito, de derivados o en los pagarés, la tasa de referencia sea aquella que **haya sugerido la autoridad respectiva, con la posibilidad de uso de una tasa prospectiva en el futuro.**
- Ejemplo: en los contratos con tasa de referencia en USD usar la SOFR diaria simple con la posibilidad futura de una tasa SOFR a plazo.



banca
asociación de bancos