



RECUADRO V.2:

Transición de índices de referencia: fin de la LIBOR y desarrollo de tasas libres de riesgo

La *London Interbank Offered Rate* (LIBOR) es un índice de referencia que refleja la tasa de interés a la cual los bancos pueden acceder a financiamiento en el mercado interbancario no colateralizado. Hacia fines de 2013, los reguladores a nivel global, coordinados por el *Financial Stability Board* (FSB), definieron la necesidad de migrar desde la LIBOR hacia otras tasas de referencia, como consecuencia de su pérdida de credibilidad en relación con denuncias de manipulación^{1/}.

El presente recuadro discute brevemente los principales riesgos y desafíos que este proceso pudiera implicar para la estabilidad financiera, tanto a nivel global como local.

Fin de la LIBOR

Desde su creación a fines de los años 60, la LIBOR ha sido el principal índice de referencia para el mercado de préstamos sindicados y de derivados. El índice se calcula diariamente para un conjunto de monedas y plazos que varían desde un día hasta los 12 meses, en base a la información remitida por un panel de bancos seleccionados^{2/}. El índice de mayor uso en términos de volúmenes transados es la LIBOR en dólares estadounidenses (USD), siendo también relevantes aquellos en libras esterlinas (GBP), euros (EUR), francos suizos (CHF), y yenes japoneses (JPY). En términos de plazos, los de mayor uso corresponden a los de tres y seis meses.

Los problemas de credibilidad de la LIBOR, sumados a requerimientos de capital relativamente mayores para las operaciones de financiamiento no colateralizadas a consecuencia de la implementación internacional de Basilea III, han tendido a reducir la liquidez de los mercados de financiamiento de los que se deriva la LIBOR.

Esta situación motivó a la *Financial Conduct Authority* (FCA) del Reino Unido a anunciar en julio 2017^{3/} que no obligaría a los bancos componentes del panel de la LIBOR a contribuir al mismo más allá de diciembre 2021 (junio 2023 para USD LIBOR)^{4/}, señalando que posterior a dicha fecha la emisión del índice no estaría garantizada y dejaría de estar disponible al mercado.

Respuesta internacional al fin de la LIBOR

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) desarrolló y publicó en julio de 2013 el documento "*Principles for Financial Benchmarks*", el cual establece principios generales para el desarrollo y mejora de los índices de referencia, promoviendo el que estos se encuentren basados en transacciones de mercados lo suficientemente líquidos, entre sus principales características (IOSCO, 2013). Asimismo, FSB (2014), mandatado por el G20, publicó en julio 2014 un documento para guiar procesos de desarrollo de nuevos índices de referencias, a través de su reporte "*Reforming Major Interest Rate Benchmarks*".

^{1/} En mayo de 2008 se denunció la manipulación de la tasa LIBOR por parte de un grupo de bancos que participaban en su elaboración, por un periodo que abarcó al menos 8 años entre 2003 y 2011.

^{2/} Para mayor detalle véase [ICE Benchmark Administration's-LIBOR](#).

^{3/} Para mayor detalle véase [The future of LIBOR](#).

^{4/} Tasas LIBOR en USD para los plazos *overnight* 1, 3, 6 y 12 meses, dejarán de ser garantizadas a fines de junio de 2023. Para mayor detalle véase [Comunicado FCA](#).



Posteriormente, sobre la base de estos principios y bases teóricas, las autoridades y el sector privado emprendieron el desarrollo de *risk-free rates* (RFRs) asociadas a las cinco monedas principales. En todos los casos se optó por un tipo de tasa basada 100% en transacciones, la mayoría derivadas de mercados más allá del interbancario (mayorista), siendo principalmente vinculadas al mercado monetario y al mercado de transacciones repo (tabla V.6). Cabe destacar que las RFRs de Japón, Unión Europea y Reino Unido son tasas no colateralizadas, mientras que Estados Unidos y Suiza optaron por RFRs colateralizadas, por tratarse de los mercados de mayor profundidad en cada jurisdicción.

TABLA V.6 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS TASAS LIBRES DE RIESGO EN SUS 5 MONEDAS PRINCIPALES

Jurisdicción	Libor asociada	Administrador	RFR	Administrador RFR	Basada en Transacciones	Overnight	Mercado "Wholesale"	Colateralizada	Fecha término LIBOR asociada
Japón	JPY LIBOR	ICE Benchmark Administration (IBA)	TONA	Bank of Japan	SI	SI	SI	No Colateralizada	Dic-21
UE	EONIA/EURIBOR	European Money Market Inst.	ESTR/Reformed EURIBOR	European Central Bank (ECB)	SI	SI (ESTR)	SI	No Colateralizada	Dic-21
Reino Unido	GBP LIBOR	ICE Benchmark Administration (IBA)	SONIA	Bank of England	SI	SI	SI	No Colateralizada	Dic-21
EE.UU.	USD LIBOR	ICE Benchmark Administration (IBA)	SOFR	Federal Reserve Bank of NY	SI	SI	SI	Colateralizada	Jun-23 *
Suiza	CHF LIBOR	ICE Benchmark Administration (IBA)	SARON	SIX Swiss Exchange	SI	SI	NO	Colateralizada	Dic-21

(*) Para plazos *overnight* y de 1, 3, 6 y 12 meses

Fuente: ECB, Banco de Japón, Banco de Inglaterra, Reserva Federal de Nueva York, *Financial Stability Board*, *Bank of America Merrill Lynch*, e *International Swaps and Derivatives Association*.

Principales riesgos y desafíos de la transición

El impacto de la transición de índices de referencia de la LIBOR a las RFRs ha sido evaluado de manera dispar por distintas jurisdicciones, siendo aquellas vinculadas a las LIBOR principales (USD, GBP, YEN, CHF, EUR) las que le otorgan un mayor potencial negativo.

A 2020, casi US\$400 billones en contratos que referencian la LIBOR deberán migrar a nuevas tasas a través de la introducción de medidas y cláusulas que aseguren la continuidad de los contratos. Adicionalmente, reguladores e instituciones deben resolver, entre otras, complejidades operacionales, transparencia y desarrollo de protocolos^{5/}.

Entre los principales riesgos que posee la transición sobre la estabilidad financiera (tabla V.7), destacan, en particular, el riesgo legal asociado a la adecuación de contratos e instrumentos vinculados a la LIBOR, y el riesgo de liquidez vinculado a la necesidad de contar con una estructura de tasas en plazos basada en RFRs.

Exposición y efectos en Chile

Para el caso de Chile, los riesgos se asocian principalmente a productos y entidades que utilizan la LIBOR como referencia. En el caso de la industria bancaria los balances de estas instituciones utilizan tasas de referencia locales, mientras los productos y contratos que referencian a la LIBOR corresponden principalmente a productos derivados referenciados a moneda extranjera y créditos con el exterior. A febrero de 2021, de acuerdo con información cambiaria administrada por el BCCh, el stock de créditos bancarios con el exterior, que utilizan LIBOR, alcanzó a US\$7,7 mil millones, equivalentes a 1,8% de los pasivos bancarios. Por su parte, las posiciones brutas de derivados en LIBOR con no residentes alcanzan a la misma fecha un valor nacional de US\$133 mil millones para el sector bancario, equivalentes a 47,9% del stock total de derivados de la industria con el mercado externo. Asimismo, es probable que estos contratos deban adoptar estrategias de transición al contar en gran parte con plazos que sobrepasan las fechas de término de la LIBOR (con US\$95,4 mil millones en derivados referenciando USD LIBOR venciendo con posterioridad a junio 2023).

^{5/} Ver [ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol](#).



En particular, los principales riesgos a consecuencia de la exposición local se vinculan a la gestión de riesgos realizada a través de instrumentos derivados. Asimismo, si bien parece acotado en términos relativos al mercado, cabría considerar el riesgo de legado al existir contratos con fecha de vencimiento posterior al término de la LIBOR.

TABLA V.7 PRINCIPALES RIESGOS ASOCIADOS A LA TRANSICIÓN DE LA LIBOR

Riesgos principales	Descripción
Infraestructura	Las entidades de infraestructura deberán aceptar e incluir procedimientos y productos que referencien a las RFRs y facilitar el uso y transición a las mismas.
Legal	Adecuación de contratos a nuevas tasas y elaboración de documentos ajustados a los productos basados en RFRs, pueden generar riesgos (Riesgo de Legado) y costos operacionales relevantes.
Liquidez	Contar con mercados líquidos, referenciando las RFRs resulta crucial para el potencial uso de estas en estructuras de plazos variados (1M, 3M, etc.).
Valoración y Risk Management	Cambio en el uso de tasas puede afectar la valoración de instrumentos y coberturas, requiriendo de ajustes para incorporar las diferencias entre tasas.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FSB, BIS y IOSCO.

Reflexiones y pasos a seguir

A nivel internacional, las estrategias de transición hacia nuevas RFRs en contratos e instrumentos se han mantenido en constante desarrollo, enfocadas en la minimización del riesgo para la estabilidad financiera que puedan subyacer en el reemplazo de la LIBOR.

Aun considerando el grado de apertura a mercados internacionales y relevancia del mercado de derivados de la economía chilena, el riesgo de la transición de las tasas se estima acotado. Sin embargo, en atención al grado de incertidumbre que persiste respecto del proceso, resulta apropiado mantener una evaluación constante de la exposición local al índice LIBOR y RFRs respectivas, así como sobre el desarrollo de las estrategias de transición a nivel internacional.