

## Fin de la Tasa LIBOR y Transición a Tasas Libres de Riesgo de Crédito

Contexto del fin del índice LIBOR, su reemplazo al índice SOFR como índice libre de riesgo de crédito en el mercado de dólares; riesgos que se deben considerar en la transición e impacto en el mercado de derivados en Chile



**En esta edición**, les contamos cuales fueron las motivaciones que llevaron a los reguladores internacionales a poner fin a la tasa LIBOR, por qué la tasa SOFR fue propuesta en el mercado de los EE.UU. como tasa de reemplazo y, por qué hoy por hoy, la transición de la tasa LIBOR a la tasa SOFR genera preocupaciones entre los reguladores internacionales y los actores del mercado.

Mostramos también, cuales son los mayores riesgos económicos que se deben tener en cuenta en esta transición, así como, el impacto en Chile en las transacciones interbancarias del fin de la tasa LIBOR.

Los que han seguido nuestros *Newsletters* y publicaciones sobre mitigación de riesgo de crédito de contraparte, están acostumbrados a que partamos por la Crisis Financiera del 2008, la cual cambió por completo la “gestión del riesgo de crédito” en las transacciones de derivados financieros del mercado interbancario, llevándolos desde la esfera en que ésta era llevada a cabo por los bancos y por el otorgamiento de líneas crédito a sus contrapartes, determinando de esa manera el monto máximo de exposición o de riesgo de crédito, a un modelo completamente colateralizado en el cual los derivados se transan principalmente en Entidades de Contraparte Central (como ComDer) o bilateralmente con condiciones contractuales que los obligan a colateralizar las exposiciones crediticias entre las partes (por medio de acuerdos CSAs).

En esta oportunidad, mostraremos como la transformación en la gestión de riesgo de crédito en los prestamos interbancarios, que a partir del 2008 pasaron de ser “unsecured” o no colateralizados, a “secured” o colateralizados llevó a que los reguladores internacionales decidieran finalizar la publicación de índices de referencias de las tasas de LIBOR y pasaran a preferir índices que reflejaran un ambiente libre de riesgo de crédito en sus transacciones.

### CONTENIDOS

- Historia del fin de la LIBOR y transición a la tasa SOFR
- Riesgos que se deben tener en cuenta en esta transición
- Impacto en Chile del fin de la LIBOR

## Contexto del fin de la tasa LIBOR

Debido a la escala, tamaño y alcance del mercado de tasas LIBOR, es decir, varios cientos de trillones de dólares en notional de productos que utilizan estos índices de referencia (varias veces el GDP mundial), el fin de la publicación de las tasas LIBOR (o tasar IBOR) es, de acuerdo a los reguladores y participantes de la industria financiera, el mayor desafío que enfrenta en estos días la industria. Lo anterior, debido a los riesgos de inestabilidad financiera que podría generar el fin de estos índices de referencia sin contar con un reemplazo claro y sin acuerdos contractuales que permitan llevar adelante dichos reemplazos.

El fin de los índices de referencia IBOR es una consecuencia más de la Crisis Financiera Global del 2008, el regulador financiero del Reino Unido o *The Financial Conduct Authority* o FCA, que era responsable de supervisar dichos índices, llevó a cabo un estudio el cual concluyó que el índice de referencia IBOR (*Interbank Offered Rates*), y que incluyen la conocida LIBOR, carecían de la suficiente representatividad y profundidad del mercado de crédito no colateralizado, y que, por lo tanto, se suprimió la exigencia para los bancos del panel de informar dichas tasas a partir del 31 de diciembre del 2021.

El fin de la representatividad de la tasa LIBOR está asociado, principalmente, a la quiebra de Lehman Brothers ya que, a partir de ese momento los reguladores y los bancos reconocieron el riesgo asociado a los préstamos no colateralizados, llevando a una reducción total de las transacciones no colateralizadas en el mercado en el peor momento de la crisis (el famoso *“credit crunch”*). Estas transacciones no colateralizadas eran las principales transacciones que respaldaban la entrega de cotizaciones LIBOR por parte de los bancos.

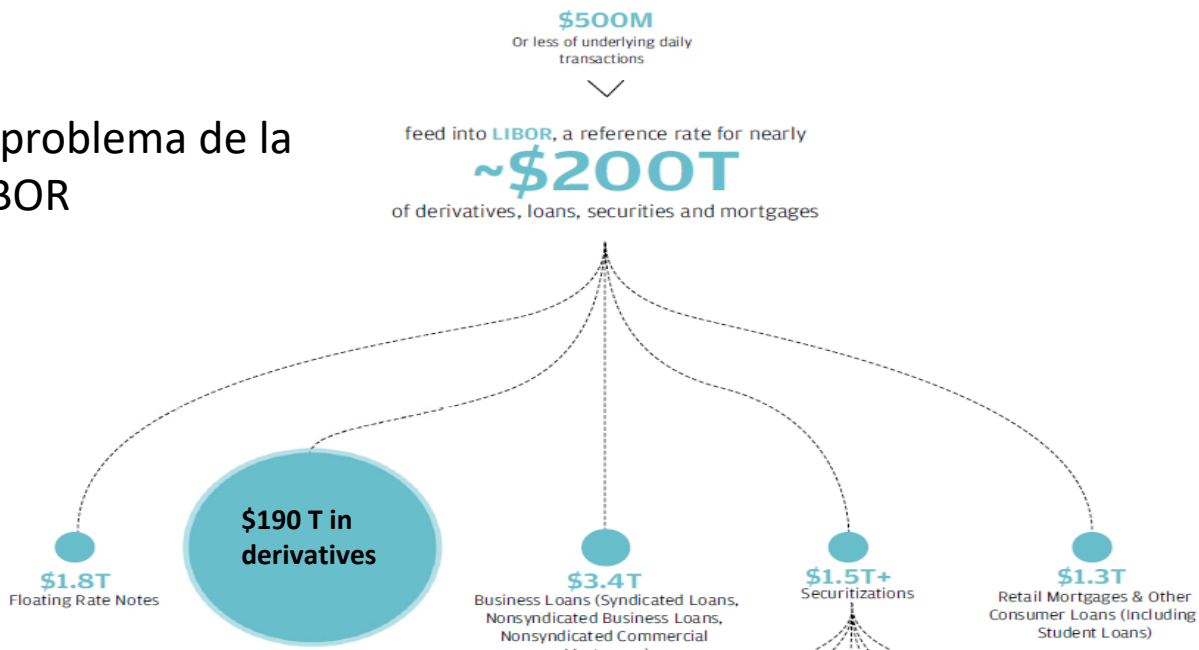
De la misma forma, este riesgo quedo plasmado en los acuerdos de capital de Basilea III y por el cual las transacciones colateralizadas requieren de menor requerimiento de capital, que aquellas que no cuentan con colateral.

De hecho, hoy en día las transacciones reales que son utilizadas para justificar la publicación de la tasa LIBOR de 3 meses por parte de los bancos, no alcanzan a 500 millones de dólares diarios, lo que comparados con los varios cientos de trillones de dólares en stock de productos derivados y de crédito que usan esta tasa hacen que la fiabilidad / confiabilidad de esta referencia sea muy baja o casi nula.

Debido a todo esto, el sistema de Bancos Centrales en EE.UU. (*Federal Reserve Board*) convocó a los representantes más relevantes de la industria financiera (grandes Bancos, CCPs y grandes clientes) con el fin de planificar una transición exitosa de la tasa LIBOR en dólares (USD) a una tasa de referencia más robusta y más confiable. Este grupo se denomina *The Alternative Reference Rates Committee* (ARRC), entidad que recomendó, en particular, el reemplazo de la Tasa LIBOR en USD por la tasa denominada *Secured Overnight Financing Rate* o tasa SOFR.

La tasa SOFR es una tasa de referencia colateralizada, la cual es calculada y publicada por la Reserva Federal de Nueva York. Esta tasa mide el costo de pedir prestado efectivo (*cash*) durante una noche (*overnight*) garantizando el préstamo en cuestión con bonos del Tesoro de EEUU, o lo que se conoce en el mercado como financiamiento via REPO. De acuerdo a la FED de Nueva York, diariamente se transan en el mercado REPO de bonos del Tesoro 750 mil millones de dólares, haciendo que la tasa SOFR sea mucho más representativa que la tasa LIBOR.

## El problema de la LIBOR



Tasa LIBOR	Tasa SOFR
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tasa <b>no</b> colateralizada.</li> <li>• Tasas a distintos plazos (3M, 6M, etc).</li> <li>• Incluye premio por riesgo de crédito.</li> <li>• Basado parcialmente en transacciones.</li> <li>• 500 millones de USD diarios en transacciones de LIBOR de 3M.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tasa colateralizada</li> <li>• Plazo 1 día (overnight).</li> <li>• Mínimo riesgo de crédito.</li> <li>• Basado solamente en transacciones.</li> <li>• 750 mil millones de USD diarios en transacciones.</li> </ul>

El grupo ARRC además, de recomendar el cambio de la tasa LIBOR a la tasa SOFR, también ha publicado recomendaciones y lineamientos que se deben tener en cuenta en los procesos de cambios de productos a tasa SOFR.

Respecto al impacto económico que tiene reemplazar la tasa LIBOR por la tasa SOFR, las recomendaciones internacionales están asociadas a dos tipos de riesgos. Riesgo de Descuento y Riesgo de Proyección.

**Gestión de los riesgos económicos creados por la transición de la tasa LIBOR a la tasa SOFR: Riesgo de Descuento y Riesgo de Proyección**

Riesgo de descuento

El riesgo de descuento se produce debido a que los derivados, al igual que otros productos financieros, se valoran descontando los flujos de efectivo esperados a su valor actual. Para ello utilizan una tasa de descuento. El impacto de un cambio en las tasas de descuento en la valuación es lo que se conoce como Riesgo de Descuento.

A modo de contexto, antes de la crisis financiera, la tasa utilizada para descontar los flujos de efectivo en el mercado de derivados era precisamente la tasa LIBOR. Posteriormente, y recogiendo la tendencia actual de créditos colateralizados, los participantes del mercado adoptaron un enfoque que alineaba la tasa de descuento utilizada con la tasa de interés pagada al efectivo entregado como colateral y que estaba descrita en los anexos de mitigación de riesgo de crédito o CSAs. En el caso de que se utilizara como colateral USD *Cash*, la tasa usada de remuneración, o índice de referencia, es la tasa *Fed Funds*, y por lo tanto la curva utilizada para descontar los flujos de caja de los derivados terminó siendo la curva swap que utiliza a este índice de referencia en su parte variable, esto es el *Overnight Index Swap* o curva OIS. Resumidamente, *Fed Funds* descontaba usando curva OIS.

Como cualquier cambio en la curva de descuento genera un cambio en el valor del producto que se está descontando, si no se toman los resguardos necesarios cuando se hace un cambio en la curva de descuento, se puede terminar creando una transferencia de valor desde una de las partes del contrato a la otra parte del contrato (materialización del riesgo de descuento).

Al igual que la tasa LIBOR, la tasa *FED funds* está dejando de ser utilizada internacionalmente como como la tasa de interés pagada al efectivo entregado como colateral. De hecho, las grandes ECC o CCPs, a nivel internacional, ya empezaron a utilizar la tasa SOFR como la tasa de interés pagada al efectivo entregado como colateral. Este cambio fue hecho para los productos de países desarrollados en octubre del 2020, y la Cámara CME publicó que el cambio para los productos latinos (MXN, BRL, CLP y COP) tendrá lugar el próximo 26 de marzo de 2021. Se espera que esto, apure el cambio en los contratos bilaterales a través de modificaciones en los anexos de los CSA. Lo anterior, ya que la existencia de distintas tasas de remuneración en los mismos productos genera un problema de *Basis Risk* entre los productos que usan tasa FED como remuneración y los que usan tasa SOFR.

Para mitigar el Riesgo de Descuento, las CCPs internacionales desarrollaron extensos protocolos, de forma de llevar a cero la transferencia de valor entre las distintas partes de los contratos. Es importante que dichos protocolos se implementen bilateramente, de forma de que los cambios en la tasa de remuneración no impacten negativamente el P&L de los bancos.

Riesgo de proyección

Como ya vimos, el índice LIBOR se aplicaba ampliamente como el índice de referencia de tasa de interés flotante al que se hace referencia en un derivado (pierna variable del swap), cupón de un bono o utilizado para determinar la tasa de interés de un préstamo. Por lo tanto, las valoraciones de dichos contratos se verán modificados por el cambio en el valor proyectado del índice que define el cupón de pago, esto es el cambio de un cupón LIBOR a SOFR, y sus respectivos cupones proyectados en el futuro del contrato (ahora proyectados con una curva SOFR).

Matemáticamente hablando, la proyección de la tasa LIBOR es lo que se ve en el numerador de la fórmula de valorización, y el factor de descuento en el denominador de la fórmula de valorización. Cualquier cambio en el numerador, por ejemplo: cambiar de tasa LIBOR a tasa SOFR (y sus respectivas proyecciones), genera un cambio en el numerador de la fórmula, es decir, en el valor del contrato. Este cambio en el numerador es el riesgo es que se denomina riesgo de proyección.

Como forma de mitigar el riesgo de proyección, el grupo ARRC, así como ISDA, han trabajado intensamente en los temas legales que permiten mitigar el impacto económico de transitar de un índice de referencia LIBOR al índice de referencia SOFR. Estos grupos de trabajo se han focalizado principalmente en lo que se llama las Clausulas de *Fallback*, y que no son otras que clausulas contractuales que establecen un mecanismo de reemplazo de la tasa aplicable cuando esta última ha dejado de existir de manera permanente. Por ejemplo, el ISDA *Fallback* para contratos de Derivados que incluyan el ISDA 2006 *Definition*, implica que la Tasa USD LIBOR será reemplazada, en la medida que ocurran ciertos eventos de cesación de la LIBOR (*Index Cessation Events*) por tasa SOFR ajustada, la cual se compone por la Tasa SOFR + un spread que permita reducir el impacto en el valor del contrato (idealmente llevar el impacto a cero).

En particular, para cualquier contrato que haga referencia a al índice LIBOR, cuando éste sea discontinuado, las partes, en ausencia de cambios en los términos del contrato, tienen que depender de los términos contractuales que existen para determinar la tasa posterior al cese de la publicación de la tasa LIBOR.

De forma de gestionar el riesgo de proyección, los participantes del mercado deben revisar las referencias existentes en los contratos de derivados (que se espera que se mantengan más allá de la fecha en la que la tasa LIBOR ya no estará disponible) para disposiciones que determinen la tasa de referencia en ausencia de LIBOR, o confirmen los pasos a seguir para tener una alternativa.

Por ejemplo, ISDA ha proporcionado un lenguaje alternativo para abordar los productos financieros afectados por el cese permanente de LIBOR.

### Impacto en productos en Chile

El mercado financiero chileno no es ajeno a estos cambios de índices referencia de tasas de interés, ya que muchos de los productos negociados por los bancos locales incluyen índices de referencia LIBOR. Es por ello, que usando la experiencia implementada por *The Federal Reserve Board*, es importante que los actores del mercado y los reguladores se pongan a trabajar lo antes posible en implementar los cambios que se requieren para así mitigar el potencial impacto negativo que puede generar el fin de la Tasa LIBOR.

En Chile, probablemente el mayor impacto del cambio de la tasa de LIBOR a la tasa SOFR va a estar en el producto denominado *cross-currency basis swaps*, que se opera en el mercado interbancario, en donde una de sus piernas utiliza como referencia el índice LIBOR de 6 meses y en la otra pierna utiliza el índice cámara promedio en pesos. Se estima que en la actualidad el monto notional existente en este producto es de varios cientos de billones de dólares (por sobre el GDP de Chile). Es por ello que es de vital importancia que la transición a la tasa SOFR sea mitigada en todo su alcance.

Para llevar a cabo esta transición, existen documentos publicados por la ARRC como por ejemplo: *Recommendations for Interdealer Cross-Currency Swap Market Conventions*, el cual contiene las recomendaciones finales para emisión de nuevos *cross-currency basis swaps* que utilicen los nuevos índices de referencia como el SOFR, en transacciones interbancarias.



### INFORMACION DE CONTACTO

ComDer Contraparte Central S.A.

Cerro Colorado N°5240, Edificio Torre del Parque I, piso 18, Las Condes. Santiago de Chile | +56 2 28879900