

Entendiendo LA LIBOR como *BENCHMARK*

PAUL ZANABRIA *

La crisis crediticia generó grandes pérdidas en los mercados de dinero y preocupaciones acerca de sus efectos sobre las hojas de balance de los principales bancos. Estas preocupaciones incrementaron significativamente la volatilidad de la tasa Libor con implicancias directas en los activos financieros cuyo retorno depende directamente de dicha tasa. Con la reducción de pasivos de los balances del sector financiero, que continuará por un tiempo más, y con las presiones sobre los activos de los bancos, se discute actualmente si podría haber un benchmark alternativo a la Libor. La Overnight Index Swap (OIS) emerge como una buena alternativa para los agentes en el mercado.

* Especialista en renta fija y oro del Departamento de Gestión de Portafolios de Inversión del BCRP. MS en Finanzas. Docente universitario.

LA LIBOR, UNA MEDIDA CENTRAL

En 1984, la Asociación de Bancos Británicos (BBA) empezó a producir una encuesta de las tasas de préstamos interbancarios en Londres. El resultado fue conocido como la tasa Libor (London Interbank Offer Rate), la cual ha venido siendo usada en forma creciente como un *benchmark* de tasas de interés globales. Actualmente es una medida central en el mercado crediticio, Money Market y en el de derivados de tasas de interés.

A pesar del rol crucial de la tasa LIBOR en los mercados financieros internacionales, varios aspectos de éste han sido mal entendidos. Esto, junto a los altos niveles de *stress* en el sistema bancario internacional, han originado una crisis de credibilidad sobre la tasa Libor, llevando a muchos agentes del mercado a criticar la validez y confiabilidad de dicha tasa como *benchmark* para el mercado financiero internacional.

Las mayores críticas provienen de aquellos quienes creen que la tasa Libor se encuentra muy por debajo, en términos relativos, de la verdadera tasa de préstamo interbancario debido al sesgo sistemático proveniente de los bancos que contribuyen con la encuesta, quienes tienden a reducir sus actuales costos de préstamos. Asimismo, sugieren que la tasa Libor sea reformulada para que refleje mejor el estado de los mercados.

Uno de los principales argumentos en contra la Libor como *benchmark* es que dicha tasa es producto de una encuesta y no de valores de mercado observados, siendo la encuesta tomada sobre tasas interbancarias con vencimiento menor a un año, a pesar de que la mayor parte del volumen negociado en este mercado se encuentra en un mes y a *over-*

night (un día). Por otra parte, la tasa Libor a más largo vencimiento se encuentra más relacionada con las expectativas de tasas de interés que con la tasa de préstamo interbancario. Todas estas críticas si bien no son nuevas fueron resaltadas ante la actual crisis financiera internacional.

Este artículo clarifica algunas de las confusiones alrededor de la construcción de la tasa Libor.

ENTENDIENDO LA LIBOR

La Libor es la tasa interbancaria de los 16 principales bancos de Londres y a diferencia de otras tasas de referencia, no es un activo negociable. La BBA intenta replicar las tasas a las cuales los bancos prestan a sus similares mediante una encuesta bancaria y publicando los resultados diariamente. La encuesta se realiza sobre 10 monedas y es aplicada a un panel específico de bancos activos en todas las monedas sobre un plazo de *overnight* hasta un año. Específicamente, la BBA pide las tasas a cada contribuyente para cada vencimiento, a las cuales ellos están dispuestos a prestar fondos. Cabe mencionar que las tasas ofertadas por los contribuyentes son *non-binding*, es decir que los bancos contribuyentes no están en la obligación de probar que ellos efectivamente pueden prestar a dicha tasa. (Ver tabla 1)

En el caso de la USD Libor (en dólares) el panel de entidades que participan en la encuesta consiste de 16 bancos provenientes de siete naciones. Para cada vencimiento, la BBA excluye el cuartil más alto y más bajo, y utiliza un promedio simple de los bancos restantes para calcular la tasa. La BBA usa un proceso similar y paralelo con otras monedas, aunque en algunos casos se usa un panel más pequeño.

Históricamente, la dispersión de las tasas que

BANCA. La tasa Libor es un referente para muchas operaciones de las entidades bancarias.



los bancos participantes aportan a la encuesta ha reflejado las condiciones crediticias que enfrentan. Por ejemplo, usando data proveniente del panel de USD Libor, la diferencia promedio entre la tasa a tres meses más alta y la más baja, de los bancos participantes, fue de alrededor 1,5 puntos básicos entre enero y abril de 2007, menor a los 5,9 puntos de igual período de 2008.

LA VOLATILIDAD DE LA LIBOR

La volatilidad de la Libor ha tenido importantes consecuencias para muchos derivados de tasas y contratos financieros que dependen de ella. La importancia de la tasa Libor radica en que la valuación de la mayoría de derivados de tasas de interés está aún sujeta a la Libor a tres y seis meses y, en el mercado de préstamos, la deuda corporativa mantiene una fuerte correlación con la tasa a tres meses. Por lo tanto, la Libor continúa siendo el mas importante *benchmark* para los fondos de renta fija y fondos de pensiones.

Por otra parte, el incremento de la dispersión de tasas también refleja el mayor costo crediticio en el mercado bancario. La magnitud de estos costos puede ser medida como la diferencia entre la Libor y otras tasas referenciales usadas por bancos centrales, siendo la más común la Overnight Index Swap (OIS). La OIS es un *swap* de tasas de interés de corto plazo, donde una parte paga una tasa *overnight*, capitalizada sobre el tiempo que dura el *swap*, mientras que la otra parte paga una tasa fija. La diferencia entre la Libor y la OIS del mismo vencimiento es a menudo vista como una medida de riesgo de corto plazo.

Entre 2002 y mediados de 2007, el *spread* entre la Libor a tres meses y la OIS del mismo vencimiento fue alrededor de 5 a 10 puntos básicos en los Estados Unidos, la Eurozona e Inglaterra, con una desviación estándar de alrededor de 3 puntos básicos en cada uno de estos casos. Mientras que desde principios de 2008 el *spread* entre la Libor y la OIS se amplió dramáticamente e incrementó su volatilidad¹.

La persistente y más amplia diferencia entre la Libor y la OIS ha llevado a concluir que la Libor es muy alta en relación a otras medidas de liquidez bancaria, como la Fed funds. En realidad, la brecha entre la Libor y la OIS se mantiene alta debido a las preocupaciones por parte de los inversionistas en el sistema bancario global. Hasta el 15 de mayo de 2008, los 16 bancos encuestados en el panel de USD Libor reconocieron más de la mitad del total de pérdidas crediticias (US\$ 324 billones) reportados por los bancos a nivel mundial². La incertidumbre con respecto a las restricciones sobre los balances de los bancos estaría alimentando la brecha entre Libor y OIS. (Ver Gráfico 1).

Debido a la importante función de los bancos en los mercados financieros, es que la tasa de interés interbancaria siempre seguirá siendo un *benchmark* importante, por lo tanto es lógico que los principales derivados de tasas de interés dependan de la tasa Libor. Sin embargo, esta relación de dependencia no implica que la Libor sea el mejor referente para todo tipo de contrato financiero, debido a que muchas transacciones financieras no dependen del sistema bancario. Por ejemplo, los fondos de pensiones usan los *swap* de tasas de interés para darle cobertura a sus pasivos en lugar del costo de pagar la tasa Libor a corto plazo. El incremento del *spread* entre la Libor y la OIS resulta, por tanto, un incremento en el egreso de efectivo y podría también distorsionar las decisiones de los fondos de pensiones, aún cuando ellos no tienen exposición directa al sistema bancario.

Dadas las discrepancias hasta ahora mencionadas surgió entre los agentes del mercado la necesidad de proponer un nuevo *benchmark*, siendo una posibilidad muy discutida la tasa de depósitos de Eurodólares. Dada la definición del mercado de depósitos de Eurodólares, esperaríamos que la diferencia entre dicha tasa y la tasa Libor sea constante y mantenga un comportamiento similar incluso en épocas de crisis crediticia.

A diferencia de la Libor calculada por el BBA, la medida de la tasa de USD Eurodólar es basada en rendimientos observados dentro del mercado de depósitos de Eurodólares.

Como se aprecia en el gráfico 2, el *spread* entre la tasa Libor y la tasa de Eurodólares se amplía en época de crisis. Mientras algunos agentes de mercado ven

CUADRO 1 ■ USD Libor Panel
Los 16 bancos que contribuyen a USD BBA Libor

Banks	Credit Profile		
	Moody's	S&P	Fitch
Bank of America	Aa2	AA	AA
Bank of Tokyo - Mitsubishi UFJ	Aa2	AA	NR
Barclays Bank plc	Aa2	AA-	AA
Citibank NA	Aa3	AA-	AA-
Credit Suisse	Aa2	A+	AA-
Deutsche Bank AG	Aa1	AA	AA-
HBOS	Aa2	AA-	AA+
HSBC	Aa2	AA-	AA
JP Morgan Chase	Aa2	AA-	AA-
Lloyds TSB Bank plc	Aaa	AA	AA+
Rabobank	Aaa	AAA	AA+
Royal Bank of Canada	Aaa	AA-	AA
The Norinchukin Bank	Aa2	A+	NR
The Royal Bank of Scotland Group	Aa1	AA-	AA
ABS AG	Aa1	AA-	AA-
West LB AG	A2	A-	A-

FUENTE: JP MORGAN

¹ Global Viewpoint. June 19, 2008 Economic Research from the Goldman Sachs Institutional Portal.

² Dato extraído de "US Fixed Income Strategy", JPMorgan, Chicago/New York. 16 May, 2008.

dicha ampliación como un indicador de que esta tasa está siendo direccionada hacia abajo por algunos miembros del panel, podrían existir algunas otras explicaciones para estas discrepancias:

- La composición del *benchmark*. Los contribuyentes al panel de la USD Libor son un número definido y limitado de bancos, los más capitalizados y conocidos del mundo, mientras que cualquier banco en el mundo puede fondearse en el mercado de depósitos de Eurodólares. En un mercado donde el riesgo crediticio es muy alto, es muy probable que dichos bancos tengan ventajas en los costos crediticios.

- Los pesos del *benchmark*. Después de retirar el cuartil más alto y más bajo de la muestra, el BBA toma un promedio simple de las tasas restantes. Si los participantes son bancos que poseen mejor tasa que el promedio, entonces es muy probable que las instituciones cuyas tasas se encuentra muy por encima del promedio (outliers) representen entidades con alto costo de fondeo, y por lo tanto tiendan a incrementar la diferencia entre la tasa de Eurodólares y la tasa Libor con el mismo vencimiento.

A inicios de junio de 2008, el BBA anunció una serie de medidas diseñadas para ‘fortalecer’ el *benchmark*. Sin embargo, a pesar de que la forma como se construye la tasa Libor es importante, es complicado pensar que su comportamiento con respecto a las otras tasas de referencia (como la OIS o la tasa de Eurodólar), tenga que ver con dicha construcción. El problema real es el estado de las hojas de balance de los bancos y su habilidad para fondear grandes conjuntos de activos ilíquidos en esta época de crisis.

Reflejando el rol central en el sistema financiero como intermediario, los bancos comerciales son también una pieza clave para la transmisión de la política monetaria. Cuando la mayoría de los bancos centrales fijan la tasa de interés de referencia, lo que ellos están haciendo es variar la oferta de sus fondos hacia el resto del sistema financiero, asegurándose que la tasa interbancaria *overnight* (a un día) se mantenga tan cerca como sea posible a la tasa de política monetaria.

CONCLUSIÓN

De lo anterior se desprende que la volatilidad de la Libor podría comprometer la forma cómo la política monetaria trabaja, o por lo menos haría más difícil su seguimiento. Si la tasa interbancaria presenta mucha volatilidad, no se podría confiar en los modelos de ‘forma reducida’ para tratar de representar cómo actúa la política monetaria, especialmente si esos modelos han sido estimados sobre periodos en los cuales la Libor ha seguido muy de cerca la tasa de interés de referencia.

A pesar de que la aversión al riesgo ha disminuido en la economía después de la creación de los diferentes programas de liquidez por parte de la FED, los *spreads* de la Libor sobre otras tasas de referencia se mantienen elevados. Este hecho no es simplemente el resultado del mecanismo que fija la tasa, sino que refleja mayormente las preocupaciones acerca de las hojas de balance de los bancos y su habilidad para fondear grandes conjuntos de activos financieros.

Con los activos hipotecarios tomando una gran proporción de los activos de los bancos, los depósitos de corto plazo representando una pequeña parte de su fondeo y los precios inmobiliarios disminuyendo rápidamente, estas preocupaciones se mantendrán por un tiempo más. Por ello, sería ilógico pretender que las tasas de los mercados de dinero se recuperen hasta niveles anteriores a la crisis. Este hecho está generando problemas para un amplio rango de contratos de derivados cuyo rendimiento depende explícitamente del comportamiento de la Libor.

Debido a su función como transmisores de la política monetaria, los bancos comerciales juegan un rol que no podrá ser duplicado por los activos financieros en el mercado. Por lo tanto, para préstamos de corto plazo, la tasa Libor podría seguir siendo el *benchmark* adecuado. Sin embargo, para otros contratos de derivados, particularmente para aquellos cuya contraparte se encuentra fuera del sistema bancario, podría ser más apropiado usar la OIS.

