

ANALISIS SOBRE LA DESAPARICION DE LOS INDICES EURIBOR

PROSPER LAMOTHE FERNÁNDEZ
CATEDRÁTICO ECONOMÍA FINANCIERA
Universidad Autónoma de Madrid

1. Planteamiento del problema

A partir de 31 de diciembre de 2021, el panel de bancos contribuidores no publicará cotizaciones del LIBOR por lo que este clásico índice de referencia de las operaciones a tipo variable desaparece.

¿Por qué se eliminan estos índices?

Desde hace varios años se han acumulado pruebas de la manipulación de los mismos,

En junio de 2012, los supervisores británicos (*Financial Services Authority*) y estadounidenses (*Commodities and Futures Trading Commission*) sancionaron a Barclays Bank por haber manipulado durante años los índices de referencia Libor y Euribor **a fin de favorecer sus propias posiciones de derivados (sobre tipos de interés) en contratos suscritos con sus clientes.**

Diario Expansión 28.06.2012:

*“Según las autoridades financieras, entre 2005 y 2008 los encargados dentro de la entidad de aportar los datos para fijar el Libor y el Euribor **los manipularon para favorecer los intereses de la empresa y propiciar beneficios en las operaciones con instrumentos financieros derivados.***

Paralelamente, entre 2007 y 2009, en plena crisis financiera, los empleados de Barclays facilitaron datos modificados a la baja sobre los intereses que pagaba el banco en el mercado interbancario, para dar la impresión a sus rivales y a la prensa de que estaba bien capitalizado (y, por tanto, recibía dinero a bajo interés).”

Con respecto a **UBS¹** el 19 de diciembre de 2012 la FSA británica hizo público que el banco suizo pagará una sanción de **más de 1.500 millones de dólares a los reguladores financieros de Estados Unidos, Reino Unido y Suiza por manipular los índices interbancarios.**

Al igual que el caso de Barclays, **UBS manipuló los índices Euribor, Libor y Libor del Yen** con el propósito de obtener beneficios es sus operaciones de derivados (opciones, swaps..etc.) y a costa de los intereses de sus clientes. **Se produjeron unas 2.000 operaciones fraudulentas entre 2005 y 2010.** La FSA indicó que incluso se llegaron a

¹ Diario El Mundo. *UBS pagará más de 1.500 millones de dólares por manipulación del Libor.*
[http://www.elmundo.com.ve/noticias/economia/internacional/ubs-pagara-mas-de-\\$1-500-millones-por-manipulacion.aspx](http://www.elmundo.com.ve/noticias/economia/internacional/ubs-pagara-mas-de-$1-500-millones-por-manipulacion.aspx)

realizar pagos corruptos para compensar a los agentes que enviaban los datos manipulados. **Los agentes aceptaban sobornos para facilitar la manipulación².**

Diario Expansión:

“...algunos de su brókeres manipularan los cálculos que ofrecían para fijar el Libor para obtener un beneficio económico. De hecho algunos se alearon con agentes de otras entidades para influir en el tipo interbancario, según la investigación...”

UBS no solamente pagó una de las mayores multas de la historia jamás impuestas a una entidad financiera, sino que además **su filial japonesa se declara culpable de un cargo penal en los estados Unidos de fraude por la manipulación del Libor del Yen.**

El 31 de julio de 2012, Deutsche Bank confirmó que un “número limitado” de sus trabajadores estuvieron involucrados en la manipulación. Sin embargo, una investigación interna posterior habría desvelado que la alta gerencia también participó. Posteriormente a estos hechos, la FSA³, publicó las principales conclusiones sobre lo ocurrido. El director gerente del FSA, Martin Wheatley, admitía confiar en que el Libor "necesita ser reparado" y que el sistema actual ya no era "viable", con lo que una nueva reforma se puso en marcha.

Los supervisores destacaron la falta de control interno de las entidades y los **conflictos de interés** que existían cuando desde los departamentos de derivados de la entidad se pedía abiertamente a los departamentos encargados de la transmisión de datos a la BBA (*British Banker's Association's*) y a la EBF (*European Banking Federation*)⁴ la alteración de los mismos en favor del banco.

En los años siguientes 16 entidades bancarias fueron investigadas por este tipo de manipulaciones y trece de ellas fueron sancionadas con fuertes multas.

Adicionalmente en 2013, La Comisión Europea multó con más de 1.712 millones de euros a ocho entidades financieras internacionales al considerar probado que operaron en varios cárteles al coordinarse para modificar los precios de derivados financieros, para lo que manipularon tasas interbancarias como el libor y el euríbor, que también sirven de referencia para préstamos e hipotecas en todo el mundo valorados en miles de millones de euros. Esta sanción es la máxima fijada en un sector por la

² Reuters. *UBS traders charged, bank fined \$1.5 billion in Libor scandal.*
<http://www.reuters.com/article/2012/12/19/us-ubs-libor-idUSBRE8BI00020121219>

³ Organismo equivalente a la CNMV

⁴ Entidades encargadas de la publicación del LIBOR y del EURIBOR en base a datos aportados por las entidades financieras.

Institución europea y, entre los multados, están bancos como el Deutsche Bank, JP Morgan, Citigroup o Société Générale.

Estos hechos explican la profunda reforma de la forma de cálculo del índice EURIBOR implantado a partir del año pasado y la decisión de eliminar los índices LIBOR.

2. Las alternativas al LIBOR

Se puede decir que hasta ahora, el LIBOR es el índice de referencia de tipos de interés más utilizado en el mundo. Este índice, trata de reflejar el coste de financiación bancaria en los mercados interbancarios de depósitos, y es calculada y publicada diariamente en cinco monedas y siete vencimientos a partir de las contribuciones (basadas en una cascada de datos que prioriza las transacciones reales hasta estimaciones objetivas basadas en el mercado) de los bancos del panel. Las monedas para las que existe el LIBOR son el dólar USA, EURO, libra esterlina, franco suizo y yen.

La desaparición del LIBOR ha obligado a las autoridades monetarias responsables de estas divisas a proponer alternativas de sustitución de los tipos de referencia como aparecen en el cuadro 1:

Cuadro 1, La modificación de las tasas EURIBOR en diferentes divisas

| | Estados Unidos | Reino Unido | Eurozona | Suiza | Japón |
|-------------------------|--|---|---------------------------------------|--|--|
| Grupo de Trabajo | Alternative Reference Rates Committee (ARRC) | Working Group on Sterling Risk Free Rates | Working Group on Euro Risk Free Rates | National Working Group on Swiss Franc Reference Rate | Study Group on Risk Free Reference Rates |
| Tasa alternativa | Secured Overnight Finance Rate (SOFR) | Sterling Overnight Index Average (SONIA) | Euro Short Term Rate (€STR) | Swiss Average Rate Overnight (SARON) | Tokio Overnight Average Rate (TONAR) |
| Administrador | Reserva Federal de Nueva York | Banco de Inglaterra | Banco Central Europeo | SIX Swiss Exchange | Banco de Japón |
| Plazo | 1 día (overnight) | 1 día (overnight) | 1 día (overnight) | 1 día (overnight) | 1 día (overnight) |
| Contrapartes | Entidades financieras | Entidades financieras | Entidades financieras | Bancos | Entidades financieras |
| Instrumentos | Repos | Depósitos no garantizados | Depósitos no garantizados | Repos | Depósitos no garantizados |

En el caso del euro, la existencia de la tasa EURO SHORT TERM RATE(€STR) estimada por el BCE y la reforma de los índices EURIBOR han solucionado el problema.

A modo ilustrativo ofrecemos a continuación los datos de tipos de referencia a julio según banco de España para diferentes plazos y operaciones de crédito.

Tipos de interés oficiales de referencia para los préstamos hipotecarios a tipo variable ⁴
Julio de 2021

| | |
|---|----------|
| Euribor a una semana | -0,566 % |
| Euribor a un mes | -0,556 % |
| Euribor a tres meses | -0,545 % |
| Euribor a seis meses | -0,516 % |
| Euribor a un año | -0,491 % |
| Permuta de intereses/Interest Rate Swap (IRS) al plazo de cinco años | -0,317 % |
| Tipo de interés de referencia basado en el Euro short-term rate (€STR) a una semana | -0,566 % |
| Tipo de interés de referencia basado en el Euro short-term rate (€STR) a un mes | -0,566 % |
| Tipo de interés de referencia basado en el Euro short-term rate (€STR) a tres meses | -0,565 % |
| Tipo de interés de referencia basado en el Euro short-term rate (€STR) a seis meses | -0,564 % |
| Tipo de interés de referencia basado en el Euro short-term rate (€STR) a un año | -0,559 % |
| Mlbor (Tipo interbancario a un año) | -0,491 % |

Vemos que las diferencias entre el EURIBOR y la nueva tasa de referencia no son significativas y además la tasa €STR se sitúa por debajo del Euribor,

En USA se ha propuesto la utilización de la denominada tasa SOFR(Secured Overnight Finance Rate). Esta tasa es el tipo medio al que los agentes pueden obtener fondos día a día con garantía pignoratícia de deuda pública USA. Por lo tanto difiere del LIBOR con respecto a plazos y por el hecho de que no incorpora riesgo de crédito⁵.

Para solucionar estas diferencias y facilitar la utilización de los índices, se están tomando diferentes medidas en USA:

- La reserva federal de Nueva York ha comenzado a publicar la tasa media SOFR a 30,90 y 180 días y ofrece un modelo matemático que calcula la media para cualquier periodo,
- El denominado Alternative Reference Rates Committee (ARRC), “think thank” privado, está recomendando diferentes convenciones de aplicación del SOFR para diferentes productos y mercados,
- Se está planteando que exista una estructura temporal de las tasas SOFR. Es decir tener referencias para más operaciones.

En Gran Bretaña, de forma equivalente se ha propuesto la denominada tasa SONIA(Sterling Overnight Interest Average) y la FSA ha diseñado un proceso de sustitución de los índices de referencia muy completo y que cubre cualquier contrato y circunstancia⁶.

Con respecto al franco suizo y el yen se han adoptado medidas similares y se han propuesto dos referencias alternativas al LIBOR. En el caso de Suiza la tasa SARON(Swiss Average Rate Overnight) referencia administrada por SIX Exchange, la bolsa suiza que además es el principal accionista de las bolsas españolas,

⁵ El LIBOR incorpora la prima de riesgo de prestar a bancos con rating AA.

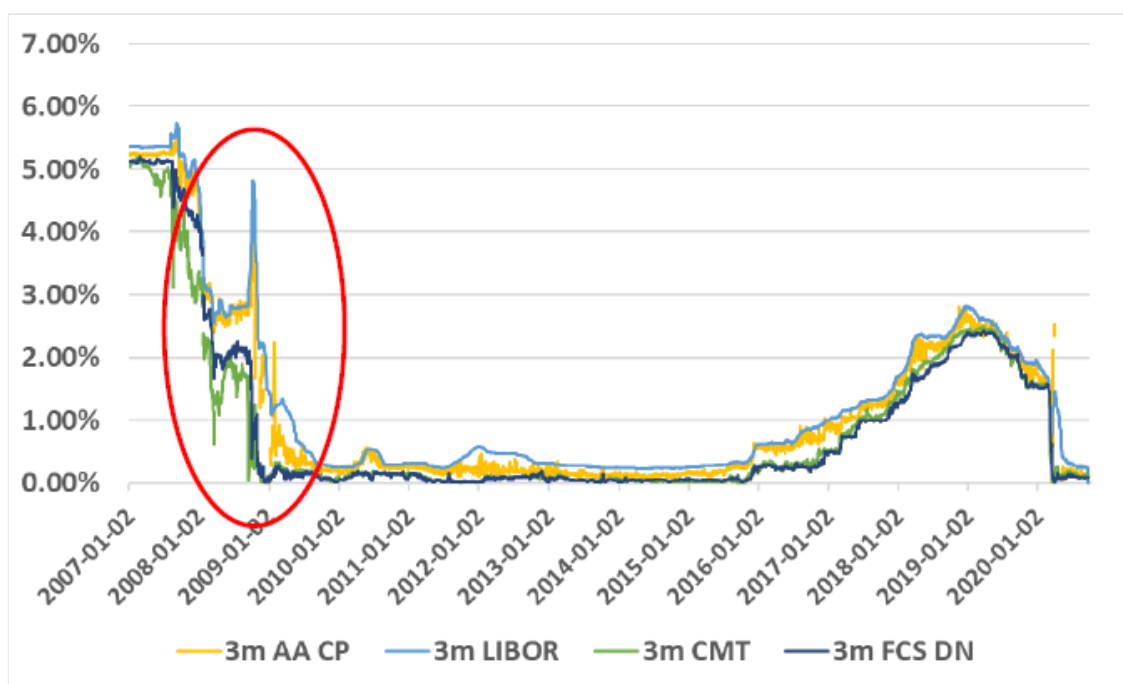
⁶ [Transition from LIBOR to risk-free rates | Bank of England](#)

En Japón, se ha creado la referencia TONAR(Tokyo Overnight Average Rate) que será administrada por el propio Banco de Japón y que tiene un nivel de riesgo de crédito similar al LIBOR.

3. Consecuencias para los prestatarios con hipotecas multdivisa

Por la experiencia que estamos teniendo de la reforma de las tasas de referencia en el euro , **los hipotecados en divisas no tienen riesgo de soportar un nivel de tipos más elevado con las nuevas tasas de referencia.**

A priori , las tasas LIBOR pueden ser más sensibles y volátiles que las tasa nuevas de referencia como muestra la siguiente figura que compara la evolución del LIBOR a tres meses en dólares con el tipo de emisión de pagarés de empresa a 3 meses con rating AA(3m AA CP),la rentabilidad a 3 meses de la deuda publica americana(3m CMT) y el tipo FCS⁷ a tres meses. Por su naturaleza de tener garantía de deuda pública americana, el tipo SOFR está totalmente correlacionado con el tipo CMT⁸.



Por otro lado, en las tasas LIBOR hay más episodios de volatilidad, como los señalados en el círculo rojo que suponen incrementos importantes de la tasa de referencia. Es

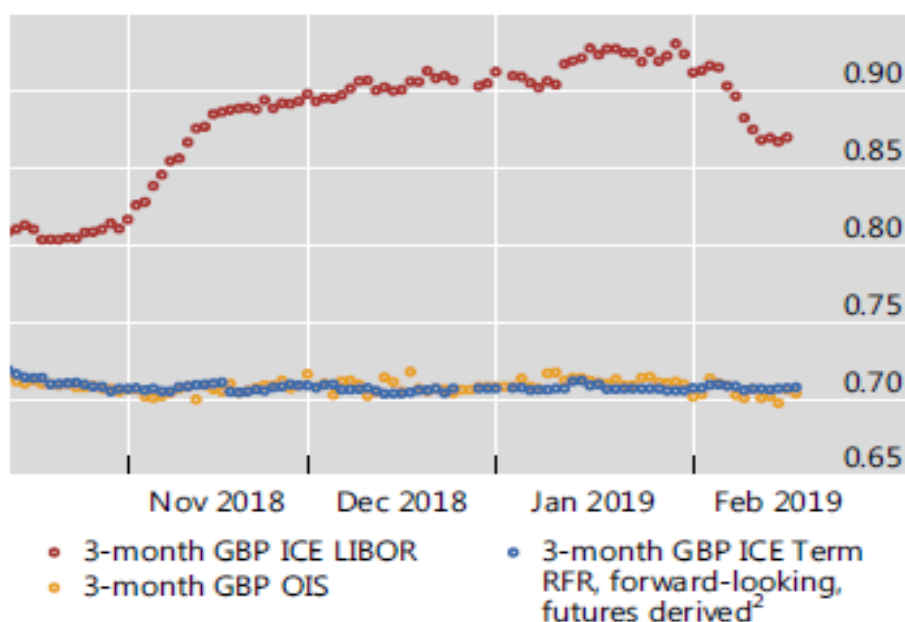
⁷ Tipo del FARM CREDIT SERVICE, préstamos subvencionados al sector primario en USA.

⁸ Lo mismo que ocurre en España entre el tipo de las letras del tesoro(equivalente al CMT en USA) y el tipo de los repos sobre deuda pública(equivalente al tipo SOFR)

decir, en el caso del dólar USA la sustitución puede suponer tasas equivalentes o inferiores y una menor volatilidad, algo positivo para los prestatarios con financiación en dólares ligada al LIBOR.

En el caso de la libra esterlina, los resultados son similares como se observa en la siguiente figura extraída de un análisis del BIS⁹. Una comparación entre el LIBOR de la libra y el equivalente a la tasa SONIA nos refleja que la nueva referencia puede ser menos volátil y con un nivel entre 0,15 % y 0,20 % inferior al LIBOR.

Three-month LIBOR and OIS rates vs SONIA-linked term rate in 2018



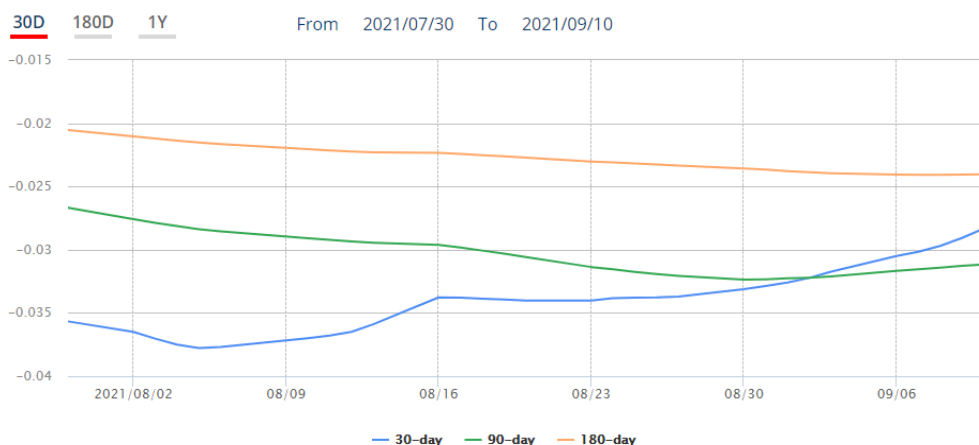
En el caso del franco suizo y el yen japonés no hemos encontrado análisis similares hasta el momento aunque la comparación entre el LIBOR y las tasas alternativas debería dar resultados parecidos para el franco suizo. Hemos verificado la tasa SARON en los últimos días y la hemos comparado con el LIBOR para el franco suizo y se sitúan ambas muy próximas en el entorno -0,73%- -0,75%. En la figura siguiente podemos observar la evolución de las tasas TONAR durante el mes de agosto y septiembre de 2021.

Las tasas TONAR son superiores a la referencia actual del LIBOR para el yen que según hemos verificado en un 0,04%-0,03% para este periodo. En cualquier caso debemos profundizar en la razón de la diferencia porque puede venir dada por la diferentes convención de intereses de ambas referencias(en Japón es usual la convención A/365 y en el euromercado la convención A/360).

⁹ Banco Internacional de Pagos con sede en Basilea

Por otra parte, seguirá existiendo la tasa TIBOR(Tokio Interbank Offer Rate) que es una referencia histórica del mercado interbancario japonés y que podría ser otra alternativa propuesta por los bancos.

| Date | 30-day Average | 90-day Average | 180-day Average | TONA Index |
|------------|----------------|----------------|-----------------|-------------|
| 2021/09/10 | -0.02833 | -0.03117 | -0.02403 | 99.81111255 |
| Chg. | +0.00074 | +0.00011 | +0.00004 | -0.00001641 |



En resumen:

- No vemos problemas con las tasas alternativas que se están proponiendo en el caso de las operaciones de financiación en divisas. **En cualquier caso, habrá que tener muy en cuenta los detalles de aplicación de un nuevo índice de referencia.** Por ejemplo si el tipo de interés de referencia está ligado a operaciones en base A/365, aplicarlo en una hipoteca en base A/360 implica un incremento de costes no justificado y recurrible en nuestra opinión.
- Vamos a realizar un análisis en profundidad de la evolución de las tasas TONAR, TIBOR y SARON en comparación con los índices LIBOR. Los resultados los tendremos en semanas y nos permitirá tener una opinión más fundada sobre los riesgos de la sustitución del LIBOR-
- Creemos que es más preocupante el efecto para los clientes de los bancos que tienen derivados sobre tipos de interés. Por ejemplo si has comprado un CAP en dólares cuya prima se ha estimado en base a la volatilidad del LIBOR, que el contrato cambie a una referencia menos volátil puede suponerte pérdidas en tu posición no justificadas.
- Por otra parte **otra alternativa de referencia para las hipotecas en divisas, serían los tipos cotizados para IRS(Swaps de intereses)** a un año que el banco de España ha promocionado en los últimos años como otra referencia para las hipotecas ligadas al EURIBOR. El mercado de IRS de las monedas analizadas es muy líquido y utilizar estos índices puede ser una buena alternativa.
- En cualquier caso **conviene asesorar a los clientes en el sentido de que no firmen nada antes de que no se evalúe la calidad de la nueva referencia propuesta.**