

# ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración  
de Ana María Zuluaga y David Malagón



MARZO 26 DE 2013

EDICIÓN 70

## EL INDICADOR BANCARIO DE REFERENCIA (IBR)

Con cierta frecuencia se escuchan quejas sobre la “calidad” de la DTF como referente de las condiciones de liquidez de la economía en el corto plazo. En teoría, dicha DTF no debería sacarle diferencias superiores de 25 o 50 puntos básicos (pbs) a la repo-central durante las fases de expansión monetaria. Sin embargo, hemos visto con algo de preocupación que durante los últimos nueve meses (desde mediados de 2012) dicho diferencial ha estado en la franja de 60 a 100pbs, señalando entonces problemas en la transmisión de una política monetaria más laxa como la que acertadamente ha venido impulsando el Banco de la República (BR) durante este período.

Precisamente para subsanar este tipo de problemas, desde el año 2008 se adoptó en Colombia el esquema alternativo del Indicador Bancario de Referencia (IBR). Este mercado del IBR tiene la ventaja de ser un mejor indicador del “costo” del fondeo en el mercado monetario, ya que los bancos ofrecen y toman dinero a las tasas de interés que se forman en dicho mercado, lo cual no ocurre con la DTF. Como veremos, esta mejor formación de “precios” en el mercado monetario también habrá de ayudar a profundizar el mercado de capitales colombiano.

Durante 2008-2011, el mercado desarrolló los horizontes de un día y un mes, mientras que durante 2012-2013 se ha venido desarrollando el mercado a tres meses. Gracias a que este mercado del IBR se basa en “apuestas” con costos para los bancos, no debe sorprendernos que dicha tasa haya tenido un comportamiento muy cercano al de la tasa repo-central fijada

*El IBR es un indicador del mercado monetario más fidedigno que la DTF, pues éste coteja vía precios la oferta y la demanda de liquidez de los bancos. En contraste, la DTF no obedece a la interacción de las fuerzas del mercado, ya que se calcula como un promedio ponderado de la remuneración que reconocen todos los establecimientos de crédito a los CDTs para el plazo de 90 días*

por el BR, pues es la tasa que “gobierna” el mercado monetario.

Sin embargo, hacia el futuro el principal desafío consiste en lograr extender los plazos de dicho mercado hacia los tres meses, en el lado pasivo. Y, a partir de allí, lograr también que las operaciones del mercado de capitales, en el lado activo, pasen a tomar el IBR como “el referente” sobre el cual se fijarán sus “spreads” de largo plazo, tanto en el mercado de bonos corporativos como en el de derivados de tasas de interés. Si se tiene éxito en esta tarea, entonces el IBR debería entrar a sustituir totalmente la DTF como el referente del mercado monetario y del mercado de capitales, lo cual debería ocurrir antes de 2015.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos el papel que se espera cumpla el IBR

en el futuro cercano, tanto en los mercados de corto como de largo plazo.

### ¿Qué es el IBR?

Como ya lo mencionamos, el IBR es una tasa de interés que refleja el costo de fondeo de corto plazo, donde juegan factores de riesgo, solvencia y liquidez. Dicho indicador se “crea” al tener bancos que están dispuestos a prestar y captar recursos en el mercado monetario y cuyas puntas de oferta-demanda pueden ser “agredidas” en cualquier momento y, por lo tanto, deben honrarse los compromisos a esa tasa IBR así generada.

Este indicador del mercado monetario es más fidedigno que la DTF, pues el IBR coteja vía precios la oferta y la demanda de liquidez de los bancos. En contraste, la DTF no obedece a la interacción de las fuerzas del mercado, ya que se calcula como un promedio ponderado de la remuneración que reconocen todos los establecimientos de crédito a los CDTs para el plazo de 90 días.

### ¿Cómo se calcula?

El IBR actualmente se calcula para tres plazos: un día (*overnight*), un mes y tres meses. El esquema de formación está conformado por diez bancos: ocho son participantes activos y los dos restantes son aspirantes, los cuales entrarán a formar parte del esquema cuando algún participante se retire voluntariamente o sea expulsado. Dichos bancos son elegidos por períodos de un año de acuerdo con una metodología de selección que contempla indicadores

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



PÁGINA 2

MARZO 26 DE 2013

CAMEL, así como la calificación de riesgo de corto plazo y el monto de las posiciones activas-pasivas indexadas al IBR.

A continuación, se explica la metodología de cálculo del IBR para dichos plazos:

### IBR overnight:

- Diariamente, cada uno de los ocho participantes cotiza una tasa *choice* que refleja su postura de liquidez a un día.
- El BR recibe las cotizaciones y calcula su mediana, la cual operará como el IBR.
- Aquellos bancos cuya cotización fue inferior al IBR otorgan créditos interbancarios a cada uno de los participantes con cotizaciones superiores al IBR.
- Los créditos interbancarios son operaciones “*delivery*”, deben estar indexados al IBR y su monto es de \$5.500 millones. En total, cada banco recibe o coloca créditos por un valor de \$22.000 millones.

### IBR a uno y tres meses:

Para estos plazos, el IBR se calcula diariamente a partir de la cotización de un *swap* de tasa de interés en la modalidad fija-variable (ver Asobancaria, 2012). En este caso, el esquema funciona así:

- Diariamente, cada uno de los ocho participantes cotiza una tasa que refleja sus expectativas de tasas de interés a un mes y a tres meses vista.
- El BR recibe las cotizaciones y calcula la mediana, la cual será el IBR para cada uno de los plazos en cuestión y actuará como la tasa de referencia para

la parte fija del *swap*. La parte variable de dicho *swap* será el resultado de componer el IBR *overnight* durante la vigencia de la operación.

- Aquellos bancos cuya cotización fue superior a la mediana entrarán en el *swap* como compradores, recibiendo tasa variable y pagando tasa fija. Por el contrario, aquellos participantes con cotizaciones inferiores a la mediana serán vendedores del *swap*, recibiendo tasa fija y pagando tasa variable.
- El BR determina aleatoriamente las parejas de participantes que suscriben el *swap*.
- Al vencimiento del *swap*, las partes intercambian la diferencia de tasas (fija-variable) por el nominal pactado.
- Los *swaps* se realizan sobre un monto nominal de \$3.000 millones para cada plazo bajo la modalidad “*non-delivery*”.

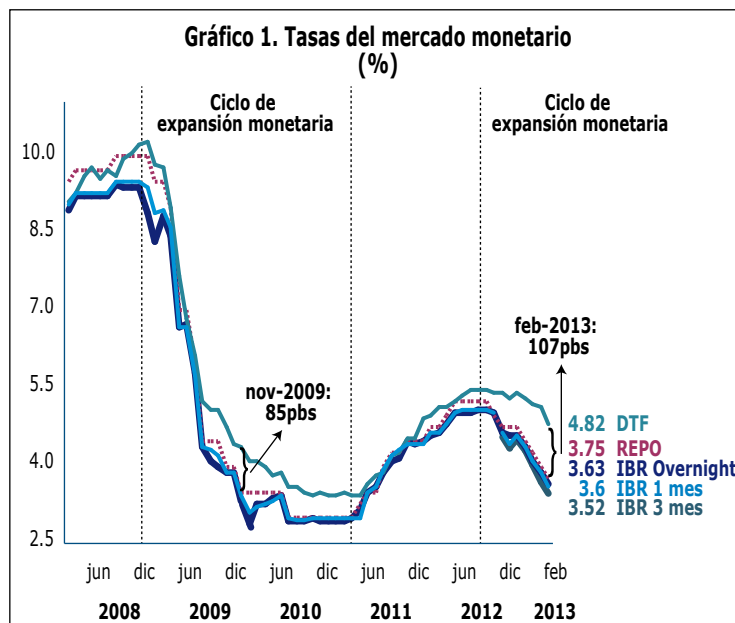
### Evolución del IBR

Desde su entrada en operación, en enero de 2008, el IBR ha seguido de cerca el comportamiento de la tasa repo del BR, ubicándose levemente por debajo de ella. Por el contrario, la trayectoria de la DTF es bastante volátil y ha tendido a situarse por encima de la repo-central desde mediados de 2009. Como ya comentamos, dicha brecha se ha ampliado recientemente y, a partir de agosto de 2012, oscila en el rango 60-100pbs (ver gráfico 1).

El BR ha venido adoptando una política monetaria expansiva, llevando la repo-central del 5.25% al 3.75% (-150pbs) entre junio de 2012 y febrero de 2013. Durante dicho período, el IBR *overnight* se redujo en 148pbs (del 5.11% al 3.63%), mientras que la DTF tan sólo disminuyó en 63pbs (del 5.45% al 4.82%), reflejando un alto rezago frente a la repo-central.

El comportamiento del IBR para los otros plazos también ha seguido de cerca la repo-central. En febrero de 2013, el IBR a un mes cerró en un 3.6% y el de tres meses en un 3.52%. Estos resultados evidencian la eficacia de este indicador para transmitir las señales de política monetaria del BR.

El IBR también ha ido ganando tracción como referente de indexación de las tasas de interés, especialmente en las colocaciones de bonos corporativos (ver gráfico 2). Por ejemplo, en 2009, tan sólo se referenció al IBR un 3.6% del total emitido en bonos (\$13.4 billones, 2.7% del PIB), mientras que el 53.9% se indexaba al IPC y el 30.6% se colocaba a tasa fija. Ya en



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



PÁGINA 3

MARZO 26 DE 2013

2011, el monto indexado al IBR se había elevado al 26.2% del total de emisiones (\$8.8 billones, 1.4% del PIB), mientras que los indexados a la DTF cayeron al 7.4% y los referenciados al IPC se redujeron al 52.5%. Aquellos emitidos a tasa fija cayeron al 13.8% del total.

Sin embargo, durante 2012, la emisión de bonos atados al IBR cayó sorpresivamente a sólo un 2% del total colocado (\$10.2 billones, 1.6% del PIB). Ello parece explicarse por la incertidumbre que generaron los cambios en la formación de precios del IBR a un mes (ya no sustentado con créditos interbancarios sino con *swaps*). También pudo afectar dicho mercado la entrada en vigencia de operaciones del IBR a tres meses, en agosto de 2012. La buena noticia es que dicho "ruido" parece estar superando, pues, en lo corrido de 2013, las emisiones atadas al IBR han repuntado y ahora representan cerca del 8% del total (\$3.4 billones, 0.5% del PIB).

Igualmente cabe destacar que el proceso de consolidación del IBR ha empezado a permear el mercado de *swaps*. Por ejemplo, en contratos de tasas de interés, el subyacente expresado al IBR ha empezado a restarle mercado a los de DTF. Al corte de diciembre de 2012, cerca del 80% de los *swaps* negociados para Colombia se ató al IBR (ver Banco Colombia, 2013).

### Retos y desafíos

Es grato reportar entonces cómo este mejor indicador del mercado monetario y de referencia

para el mercado de capitales, que es hoy el IBR, se ha ido posicionando. No obstante, todavía existen importantes retos en este proceso de consolidación.

Para lograr que el IBR a tres meses desplace las referencias que hoy se hacen a la DTF, es necesario ampliar el uso de este indicador en los establecimientos de crédito en sus operaciones activas (cartera). Ello transmitiría más rápida y eficazmente la política monetaria del BR, evitando esos indeseables rezagos que hoy se observan.

En el mercado de derivados se ha dado un paso importante al crear el *Overnight Index Swap*, en 2011, el cual tiene como subyacente el IBR. Aquí el desafío es lograr coberturas a más largo plazo. Al respecto, una experiencia relevante ha sido la de México con su Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE). Allí, la extensión

de plazos ha permitido expandir la curva de rendimientos y generar exitosamente *swaps* con maduración a diez años (ver *Comentario Económico del Día 27* de octubre de 2011).

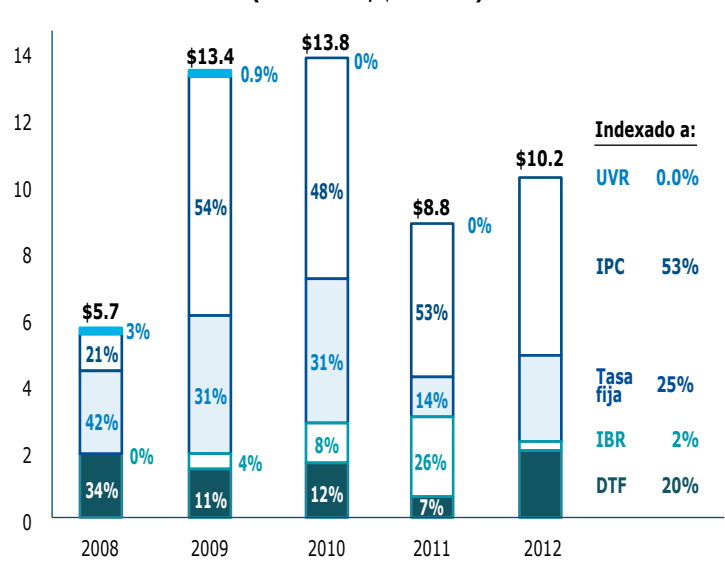
Finalmente, es fundamental que el IBR preserve unos elevados estándares de transparencia y credibilidad, con el fin de proteger su esquema ante posibles manipulaciones, tal como ocurrió recientemente con la tasa Libor a nivel internacional. En este sentido, el IBR tiene la ventaja de estar comprometiendo recursos a las cotizaciones que expresan sus participantes, así como el permanente monitoreo del Comité Rector (conformado por autoridades monetarias y miembros de la banca).

### Conclusiones

Hemos visto que el IBR se ha venido consolidando como un referente más eficaz de la política monetaria de corto plazo. Además, dicho IBR muestra un gran potencial para volverse "el referente" del mercado de capitales en Colombia, sustituyendo la imperfecta DTF. A este respecto, analizamos los avances en su posicionamiento a uno y tres meses de plazo, y sus regencias en el mercado de largo plazo de bonos y derivados.

No obstante, es importante evitar "ruido regulatorio" y promocionar la indexación al IBR, tanto por el lado pasivo como por el activo bancario. También es fundamental contar con plazos adicionales a los actuales, para ampliar el mercado de derivados de tasas de interés.

Gráfico 2. Montos colocados en títulos de renta fija por subasta en la BVC (% del total, \$ billones)



\*Datos obtenidos hasta el 12 de marzo de 2013. Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Escríbanos sus comentarios a: areyes@deceval.com.co o avera@anif.com.co

\* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.