



# Transición de Libor para créditos en dólares:

Marzo fue un mes fundamental para la continuación de la transición de la Libor hacia las nuevas tasas interés de referencia, pues los reguladores financieros del Reino Unido determinaron las fechas exactas en las que se terminará la publicación de la Libor en sus diferentes denominaciones, **lo que ha generado una cascada de acciones adicionales por parte de los reguladores** para asegurar que la transición en sus respectivos países se realice sin generar traumatismo al sistema financiero y a la economía en general.

Con el fin de facilitar el entendimiento de un tema complejo como es la transición de la Libor en dólares, hemos dividido este informe en dos secciones. En la primera, describimos el proceso de forma general, resaltando los principales elementos de la transición mientras que el segundo lo dedicamos a los lectores que deseen profundizar en los detalles legales y técnicos de la misma.

## La transición de la Libor en dólares en breve

La Libor se posicionó desde los años ochenta como la tasa de interés de referencia más importante a nivel mundial. Esta tasa de interés surgió en Londres, el principal mercado financiero global, como la cotización promedio a la cual paneles de bancos localizados en esta ciudad estarían dispuestos a prestarse recursos denominados en diferentes monedas. Por eso hay tasas Libor en dólares americanos, en euros, en francos suizos, en libras esterlinas y en yenes. Para cada moneda se cotizan, además, siete plazos. Debido a que los bancos están localizados en Londres, los reguladores británicos son quienes determinan los cambios que aplican a la Libor<sup>1</sup>.

**Con la crisis financiera de 2008 quedó en evidencia que era necesario sustituir la Libor como tasa de interés de referencia.** En medio de la crisis, las cotizaciones de la Libor fueron sujetas a manipulación, lo que derivó en procesos judiciales en contra de algunos bancos participantes de los paneles de cotización de estas tasas. En segundo lugar, a partir de la crisis, los mercados financieros modificaron sus

---

<sup>1</sup> La metodología actual del cálculo de la Libor se puede consultar en [ICE LIBOR](#).



prácticas de crédito interbancario, por lo que, a lo largo de la última década, las operaciones que respaldan a la Libor fueron perdiendo relevancia<sup>2</sup>, generando un problema de representatividad, pues actualmente, la Libor corresponde al precio de un producto que casi ningún agente transa.

Esta situación generó una paradoja para los reguladores y los bancos participantes en los paneles de cotización pues a pesar de los cuestionamientos sobre su transparencia y representatividad, la Libor sigue siendo una referencia muy importante a nivel global. Por lo tanto, [los reguladores de las principales economías del mundo decidieron que, con el fin de preservar la estabilidad financiera global, era necesario definir unas nuevas tasas de interés de referencia más robustas que pudieran sustituir a la Libor.](#) Sin embargo, el proceso de transición no se hizo en conjunto, sino que los reguladores financieros para cuyo mercado se calcula la Libor (EEUU, Europa, Japón, Reino Unido y Suiza) decidieron tomar su propia senda de trabajo para asegurar que la nueva tasa de referencia que sustituya a la Libor fuera representativa de su mercado y sobre todo, estuviera bajo su jurisdicción.

En el caso de la Libor en dólares, el banco central de EEUU (la FED) inició la búsqueda de una tasa de interés alternativa en 2014, de la mano de las entidades financieras y los principales usuarios de la referencia en el país. En el 2017, se definió que la SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*) sería la tasa de interés que remplazaría a la Libor en dólares, por lo que a partir de esa fecha los reguladores y los participantes del mercado estadounidense empezaron a trabajar en implementar este cambio tanto a los productos financieros existentes como a los futuros.

Por su parte, los bancos que participan en los paneles de cotización de la Libor llegaron a un acuerdo en el 2017 con la autoridad financiera del Reino Unido para publicar las tasas hasta el 2021, sin determinar una fecha específica<sup>3</sup>. Este tiempo entre el 2017 y el 2021 debía ser utilizado para ajustar los términos legales de los contratos, definir estándares de cálculo de intereses con base en las nuevas tasas de referencia y adecuar los sistemas contables y operativos de las entidades financieras, entre otros cambios significativos que requiere el proceso monumental de la transición de la Libor.

Estos cambios se fueron dando en diferentes ritmos dependiendo de los mercados financieros de cada país y de los productos financieros. Por ejemplo, la transición de la Libor en libras hacia la SONIA (*Sterling Over Night Index Average*) ha sido más rápida que la de la Libor en dólares hacia la SOFR y de igual manera, la transición del mercado de derivados en dólares podría catalogarse como más rápida

---

<sup>2</sup> El mercado transitó de realizar operaciones no colateralizadas (non-secured en inglés) a operaciones repo o colateralizadas (secured en inglés).

<sup>3</sup> En el documento [El Cambio de la Libor en Dólares: ¿Por qué, Cómo y Cuándo?](#) hacemos un recuento detallado del anuncio de 2017 y la selección de la SOFR.

que la de créditos comerciales. Sin embargo, en el 2020 hubo una aceleración del proceso de transición en el caso de la Libor en dólares, impulsada por la FED<sup>4</sup>.

En marzo de 2021, los bancos miembros de los paneles de cotización de la Libor y la autoridad de regulación británica llegaron a la conclusión que se suspenderá a partir del diciembre 31 de 2021 la publicación de la mayoría de tasas Libor, incluidos los plazos de 1 semana y 2 meses de la Libor en dólares. Los plazos restantes de la Libor en dólares se publicarán hasta el 30 de junio de 2023. Esta definición se constituyó como el disparador del cambio de la tasa de referencia para los productos vinculados a Libor. Además, las autoridades de regulación estadounidenses definieron que, a partir del 31 de diciembre de 2021, las entidades financieras bajo su regulación no podrán volver a ofrecer nuevos productos financieros vinculados a Libor.

Con estas últimas declaraciones, en el Banco Davivienda estamos preparando nuestro equipo humano y técnico para realizar la transición con los mejores estándares de calidad que permitan a nuestros clientes realizar el proceso con la mayor tranquilidad.

---

<sup>4</sup> En el documento [La Transición de la Libor en USD: ¿En Qué Vamos?](#) explicamos con detalle los cambios que se dieron en 2020 para los diferentes productos financieros referenciados a la Libor en USD.

## Detalles técnicos de la transición de la Libor en USD

En julio de 2017, la *Financial Conduct Authority* (FCA) del Reino Unido, entidad que regula la publicación de la Libor, **anunció** que había llegado a un acuerdo voluntario con los bancos que hacen parte de los paneles de cotización de la tasa para continuar con su publicación hasta finales de 2021, fecha a partir de la cual ya no volvería a estar disponible. Este evento, que comentamos en el documento **[El Cambio de la Libor en Dólares: ¿Por qué, Cómo y Cuándo?](#)**, se convirtió en el disparo de salida oficial para la transición de la Libor aunque hay que reconocer que ya en 2014, la FED había iniciado la búsqueda de una alternativa con la creación del Comité de Tasas de Referencia Alternativas (ARRC por sus siglas en inglés)<sup>5</sup>.

En 2020, y a pesar de la pandemia, o gracias a ella, como comentamos en el documento **[La Transición de la Libor en USD: ¿En Qué Vamos?](#)**, se lograron importantes avances en el proceso pues se estandarizaron las propuestas de cláusulas de transición para los diferentes productos referenciados a la Libor en dólares, se inició la publicación de promedios de SOFR, se realizó la transición de la valoración de los derivados en CME y CHL y se hizo la declaración conjunta de los reguladores americanos sobre la terminación del uso de la tasa por parte de los bancos. A continuación presentamos la cronología del proceso de transición de la Libor en dólares publicada por el ARRC en su último **reporte**.

2014	2016	2017	2018	2019	2020
Nov - Creación del ARRC		Jul - Andrew Bareilly anuncia que la FCA no puede garantizar la estabilidad de la LIBOR más allá de 2021	Abr - La FED NY comienza a publicar SOFR May - CME lanza el futuro SOFR	Abr/May - ARRC publica la Guía de Usuario de SOFR y los fallbacks para bonos, créditos y titulaciones Nov/Dic - ARRC publica los fallbacks para ARMs y busca una solución legislativa en el estado de NY. Los reguladores federales otorgan beneficios contables, tributarios para la transición	Junio/julio - ARRC publica los fallbacks para créditos sindicados y estudiantiles. Oct - Se publica el protocolo de ISDA. LCH y CME se unen a descuentos en SOFR
	May - ARRC publica el Informe Provisional y realiza consultas	Jun - SOFR es seleccionada como alternativa recomendada a USD LIBOR	Mar - ARRC publica su segundo reporte y se reconstituye el ARRC 2.0	Jul/ Ago - La ARRC publica el Whitepaper SOFR ARM y la matriz de convenciones FRN	Nov - Declaración de los reguladores de EEUU sobre la terminación del uso de Libor por parte de los bancos. Consulta de la IBA sobre el fin de la LIBOR
		Oct - ARRC adopta el Plan de Transición	Jul - LCH compensa el OIS SOFR y sus basis swaps. Fannie Mae emite su primer bono vinculado a SOFR	Sep - ARRC publica la Lista de Chequeo de la Implementación de la Transición	
				Abr/May - ARRC publica recomendaciones de buenas prácticas, Fannie y Freddie aceptan los SOFR ARMs	

Fuente: Progress Report: The Transition for US Dollar Libor, ARRC, March 2021. Recuperado de: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/USD-LIBOR-transition-progress-report-mar-21.pdf>

<sup>5</sup> El Alternative Reference Rate Committee está conformado por representantes de entidades de regulación y de la industria financiera de EEUU para facilitar la transición de la Libor en dólares. Su sitio web es un excelente recurso de información. <https://www.newyorkfed.org/arrc>



Con el inicio del año 2021, los agentes empezaron a especular sobre la posibilidad de que pronto la FCA debía definir las fechas de terminación de la Libor pues existía alguna expectativa de extenderlas más allá del 2021. Sin embargo, el pasado cinco de marzo, la FCA [anunció las fechas a partir de las cuales las tasas Libor “cesarán o perderán representatividad”](#)<sup>6</sup> pues la mayoría de los bancos miembros de los paneles de cotización le comunicaron que no estarían dispuestos a continuar contribuyendo con información para la construcción de las tasas después de estas fechas<sup>7</sup>. Por lo tanto, *ICE Benchmark Administration* (IBA), el administrador de la Libor, no las volverá a publicar.

Fechas para la Terminación de la Publicación de las Tasas Libor

Moneda y Plazo de la Libor	Diciembre 31, 2021	Junio 30, 2023	Consulta sobre Libor Sintética
Euro todos los plazos	X		
Franco Suizo todos los plazos	X		
Yen todos los plazos	X		1M, 3M y 6M por 1 año
Libra Esterlina todos los plazos	X		1M, 3M y 6M
Dólares 1 Semana y 2 Meses	X		
Dólares O/N, 1M, 3M, 6M y 12 M		X	1M, 3M y 6M

Fuente: FCA announcement on future cessation and loss of representativeness of the LIBOR benchmarks, marzo 5, 2021

Como se observa en el cuadro, la FCA realizará consultas sobre la posibilidad de continuar publicando unas Libor que denomina “sintéticas” para algunos plazos de algunas denominaciones con el fin de valorar contratos específicos que no pudieron ser modificados para adoptar las cláusulas de transición. Se les denomina sintéticas pues se construirían con base en una metodología diferente a la que actualmente se utiliza para el cálculo de la Libor pues como ya comentamos, los bancos no contribuirán con precios más allá de las fechas señaladas. La FCA ha indicado que espera establecer con el sector financiero una metodología que logre una aproximación justa y razonable a los valores esperados de la Libor. Sin embargo, ha hecho la salvedad de que las tasas sintéticas no serán representativas ni del mercado subyacente ni de la realidad económica que dichas tasas pretenden medir.

El 8 de marzo, el ARRC [confirmó](#) que [el anuncio de la FCA significaba un evento de transición de la tasa para los contratos referenciados a la Libor en dólares](#). En marzo

<sup>6</sup> En el comunicado de prensa se detalla cuáles tasas “cesan” y cuales tasas “pierden representatividad”, definiciones que, en todo caso, determinan la transición.

<sup>7</sup> El sitio [web](#) de IBA explica la metodología actual de la Libor y una cronología detallada del proceso de transición desde el punto de vista del regulador británico que aplica a la Libor en todas sus denominaciones.



9, la FED publicó las directrices<sup>8</sup> para la supervisión de los planes de transición que deben acatar todos los supervisados por esta entidad. Esta publicación complementa la comunicación<sup>9</sup> firmada en noviembre del año pasado por la FED, la *Office of the Comptroller of the Currency* y la *Federal Deposit Insurance Corporation* - las tres entidades de regulación bancaria en EEUU, en la que promueven que **“los bancos no vuelvan a realizar contratos que utilicen la Libor en dólares como tasa de referencia tan pronto como les sea posible y con la fecha límite de diciembre 31 de 2021”**<sup>10</sup>, pues para las entidades de regulación y supervisión, el uso de la Libor en nuevos contratos después de diciembre 31 de 2021 podría crear riesgos al funcionamiento del sistema financiero.

De otra parte, el 22 de marzo, el ARRC realizó un simposio sobre el fin de la Libor en el que se ratificaron varios temas relevantes para continuar con la transición de los cuales queremos resaltar los siguientes:

**Fechas de terminación de la Libor:** el gobernador de la FED, [Randal Quarles](#), resaltó que las fechas estipuladas para la terminación de la Libor en dólares son definitivas puesto que el IBA no contará con el número suficiente de cotizaciones para publicar Libor en dólares de una semana o dos meses después de diciembre 31 de 2021 y para publicar los plazos restantes de la Libor en dólares después de junio 30 de 2023. Por lo tanto, no se puede esperar que después de estas fechas existan cotizaciones de Libor en dólares. Hay que tener en cuenta además, que el anuncio de la FCA del 5 de marzo fue **definido** por ISDA como un evento de cesación para el *ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol* y para el *IBOR Fallback Supplements* mientras que el 5 de marzo fue **establecido** como la “*fecha de fijación de ajuste de márgenes*” de los contratos.

**Fin del uso de la Libor en dólares para nuevos contratos:** el gobernador Quarles también ratificó que para los reguladores estadounidenses el uso de la Libor en nuevos contratos después del 31 de diciembre de 2021 es considerado como una actividad riesgosa, por lo que la supervisión se concentrará en que los bancos realicen la transición de las tasas de referencia antes de esta fecha, adoptando las mejores prácticas propuestas por los entes de control.

**Uso de la Libor en dólares hasta junio 30 de 2023:** la disponibilidad de la Libor en dólares para algunos plazos hasta junio 30 de 2023, facilitará que una porción importante de contratos que ya estaban pactados antes del 31 de diciembre de 2021 y a los cuales no se les pudo incluir cláusulas de transición puedan vencer sin problemas. Sin embargo, la FED reiteró que de ningún modo la disponibilidad de

---

<sup>8</sup> Circular 21-07 de marzo 9 de 2021: <https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/srletters/SR2107.htm>.

<sup>9</sup> Circular 20-27 de noviembre 30 de 2020: <https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/srletters/SR2027.htm>

<sup>10</sup> El texto en inglés indica “*the agencies encourage banks to cease entering into new contracts that use USD LIBOR as a reference rate as soon as practicable and in any event by December 31, 2021, in order to facilitate an orderly—and safe and sound—LIBOR transition.*”



estas cotizaciones más allá de la fecha de terminación de uso de la Libor se puede entender como un respaldo para la celebración de nuevos contratos referenciados a esta tasa.

**Libor sintéticas en dólares:** si bien la FCA ha indicado que realizará consultas para determinar si sería necesario contar con un cálculo de algunos plazos de Libor sintética en dólares por un tiempo posterior a junio 30 de 2023, el gobernador Quarles manifestó que era más conveniente para el mercado estadounidense no hacerse expectativas sobre esta posibilidad y realizar la transición contando con que el uso de la Libor termina en 2021. La posición de la FED sobre la Libor sintética difiere sustancialmente de la postura de los reguladores británicos quienes esperan poder calcular una Libor sintética en libras por un máximo de 10 años.

**Solución Legal para los Contratos sin Cláusulas de Transición:** el ARRC estima que actualmente hay un saldo de USD 223 billones en contratos financieros vinculados a la Libor en dólares. De este monto, cerca del 60% vence antes de junio de 2023. El 40% restante tiene en la mayoría de los casos cláusulas de transición pero algunos no las tienen. El ARRC había presentado una propuesta de solución general al Congreso del Estado de Nueva York que fue aprobada el 23 de marzo mediante la [Ley 297B del Senado/164B](#) de la Asamblea y que minimiza la incertidumbre legal y los impactos económicos adversos asociados con la transición de la Libor.

Esta solución legislativa tiene al menos dos componentes: 1) establece que la SOFR es la referencia recomendada para el reemplazo de la Libor y la categoriza como un “*sustituto comercialmente razonable y sustancial a la Libor*” y 2) define que el uso de la referencia recomendada provee de seguridad jurídica a los contratos, al respaldar el cumplimiento de los mismos y evitar litigios por diferencias que podrían derivarse de la transición. Sin embargo, esta solución sólo aplicará a los contratos firmados bajo la jurisdicción de Nueva York por lo que los miembros del Congreso de EEUU también están considerando una solución federal. En la siguiente tabla se presentan los saldos vigentes de diferentes productos financieros vinculados a Libor en dólares en EEUU y el saldo de los mismos que quedarán pendientes después de junio de 2023, a los cuales se les aplicará la solución legal en caso de no contar con cláusulas de transición.

### Saldos de Productos Financieros en EEUU vinculados a la Libor en USD

Mercado	Producto Financiero	Valor Actual (Billones USD)	Vencimiento posterior a junio de 2023 (Billones USD)
Derivados OTC	Swaps de tasas de interés	81	46
	Forward rate agreements	47	29
	Opciones de tasas de interés	20	0
	Cross currency swaps	23	8.0
Derivados negociados en bolsa	Opciones de tasas de interés	32	0
	Futuros de tasas de interés	11	2.0
Préstamos Comerciales	Créditos sindicados	2.0	1.1
	Créditos corporativos no sindicados	1.3	0.4
	Hipotecas comerciales y otros	1.5	0.8
Préstamos al consumidor	Créditos hipotecarios	1.3	0.8
	Otros créditos al consumo	0.1	0.1
Bonos	Instrumentos de tasa variable	1.1	0.3
Titularizaciones	Titularizaciones hipotecarias	0.8	0.8
	Collateralized loan obligations	0.5	0.5
	Asset-backet securities	0.2	0.2
	Collateralized debt obligations	0.1	0.1
<b>Exposición total a la LIBOR en Dólares</b>		<b>223</b>	<b>90</b>

Fuente: Progress Report: The Transition for US Dollar Libor, ARRC, March 2021. Recuperado de: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/USD-LIBOR-transition-progress-report-mar-21.pdf>

**SOFR a Plazo:** En el [documento](#) sobre transición de la Libor que publicamos el año pasado comentábamos la expectativa que tenían los participantes del mercado sobre la posibilidad de contar con tasas SOFR a plazo (algunos les llaman a término). Si bien en marzo el ARRC había [reconocido](#) que no estaba en la posición de recomendar tasas a plazo debido a la baja liquidez del mercado de derivados de SOFR, a mediados de abril [aclaró](#) su posición estableciendo tres principios que deben cumplir las referencias a plazo para que puedan ser recomendadas por el Comité:

- 1) Que la construcción de estas tasas siga los principios establecidos para las referencias de tasa de interés libres de riesgo;
- 2) Que estén respaldadas por un mercado de derivados de liquidez robusta y sostenida, es decir, con un número significativo de transacciones que le permitan cumplir con los criterios definidos por el mismo Comité para la SOFR;

- 3) Que tengan un uso limitado para evitar que alcance un nivel de transacciones que no sea proporcional a la profundidad del mercado de derivados subyacente o que afecte negativamente la liquidez del mercado de derivados subyacente causando inestabilidad a las tasas a plazo.

Una vez se conoció el anuncio del ARRC, CME presentó sus SOFR a plazo de 1, 3 y 6 meses, las cuales cumplen los estándares establecidos por el ARRC y que están disponibles al público. Sin embargo, el ARRC reiteró en un comunicado que aún no se encuentra preparado para recomendar una tasa SOFR a plazo.

**SOFR disponibles:** actualmente el mercado cuenta con la cotización diaria de SOFR sobre la cual se puede definir:

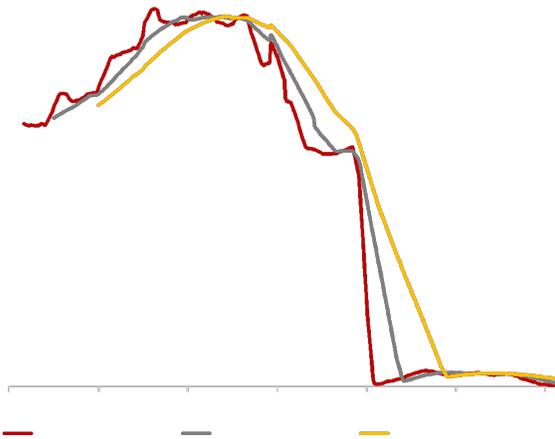
- 1) El método de cálculo de los intereses: compuesto o simple.
- 2) Las ventanas de tiempo para calcular los intereses: promedios de 30, 90 o 180 días, por ejemplo.
- 3) El periodo de aplicación de estos cálculos: anticipado (*in advance*) o vencido (*in arrears*).

El ARRC urgió a los participantes del mercado a realizar la transición utilizando las herramientas disponibles como, por ejemplo, los promedios y el índice SOFR que publica la FED de Nueva York en su [página web](#):

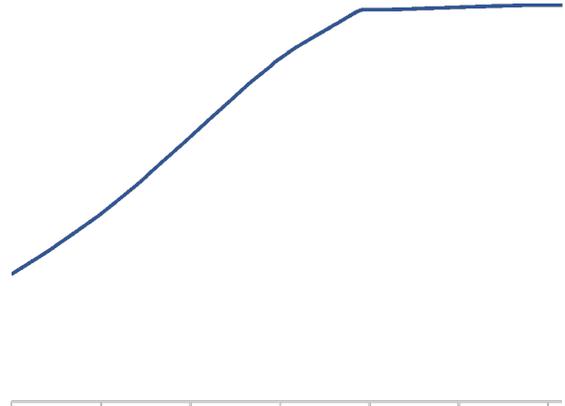
- La FED publica los promedios compuestos de la SOFR diaria para 30, 90 y 180 días calendario.
- El índice SOFR, por su parte, mide el impacto acumulado de la SOFR compuesta sobre una unidad (USD 1) de inversión en un plazo definido, partiendo desde la fecha inicial de abril 2 de 2018 y con un valor inicial de 1.00000000 hasta la fecha de consulta. El valor del índice refleja el efecto de la tasa compuesta para los días hábiles y permite el cálculo de los promedios para rangos de tiempo específicos.

Varios participantes en el simposio que mencionamos con anterioridad, se refirieron a que, por ahora, no es posible estandarizar una única forma de aplicar la SOFR a los pagos de intereses sino que el mercado se irá decantando por ciertas preferencias de cálculo dependiendo de cada producto financiero. Por ejemplo, los derivados se calcularán con base compuesta mientras que los bonos con base simple.

Promedios Compuestos SOFR NYFED



Índice SOFR NYFED



Fuente: Federal Reserve Bank de Nueva York

### ¿Qué esperar en los próximos meses?

La transición de la Libor en dólares ha sido un proceso extenso que lleva más de un lustro y que ha significado la creación de una tasa de referencia alternativa - la SOFR y un esfuerzo muy grande de reguladores y agentes privados para la construcción de mercados para la nueva referencia debido a la extensa huella de la Libor en la economía estadounidense y en el mundo. En los meses restantes del presente año es muy probable que la SOFR entre cada vez más dentro de nuestro lenguaje cotidiano al ampliar su uso a más productos financieros de contado y derivados mientras los mercados van ajustando las preferencias de cálculo de los intereses dependiendo de sus necesidades.

