



Transición de Libor en Dólares: Recomendación SOFR a Plazo¹

Al finalizar julio, el Comité de Tasas Alternativas de Referencia (ARRC por sus siglas en inglés) hizo la recomendación formal de las SOFR a plazo como las tasas más idóneas para reemplazar a la Libor en dólares. [Con esta recomendación, se logró cerrar el proceso de definir referencias robustas para sustituir la Libor.](#) Además, el ARRC también definió a CME Group como el proveedor de las SOFR a plazo, completando el grupo de entidades responsables de calcular los precios oficiales para el mercado. Finalmente, la transición del mercado de derivados referenciados a Libor siguió su curso dentro de la iniciativa *SOFR First* con el cambio de los *cross currency basis swaps* a SOFR, el pasado 21 de septiembre.

Para una descripción más detallada de las decisiones tomadas y la evolución del mercado de SOFR, puede continuar con la lectura en la página siguiente.

(Este segmento fue dejado intencionalmente en blanco)

¹ Este informe se realiza con carácter informativo y no representa la posición del Banco Davivienda ni una recomendación por parte de éste.



Recomendación de las SOFR a Plazo

El pasado 29 de julio, el ARRC [recomendó](#) formalmente las tasas SOFR a plazo como referencias para sustituir a la Libor en dólares. Con este anuncio, se completa el proceso de definir las nuevas tasas de interés que deberían reemplazar a la Libor. Esta decisión se tomó después de verificar un aumento de las operaciones en productos de contado y de derivados vinculados a la SOFR² *Overnight* y de haberse realizado la primera etapa de transición del mercado de derivados hacia esta nueva referencia.

Las SOFR a plazo son [publicadas](#) por CME Group para 1, 3 y 6 meses. Estas tasas son prospectivas pues se calculan con base en la información de los mercados de futuros y de *Overnight Index Swaps* (OIS) de la SOFR *Overnight*³. En los futuros de tasa de interés y los OIS, los inversionistas negocian el valor de la SOFR *Overnight* a un plazo futuro y a partir de las operaciones cerradas durante una jornada, CME calcula las tasas a plazo resultantes y las publica en la mañana del siguiente día. En el recuadro explicamos brevemente los futuros de tasa de interés y los OIS.

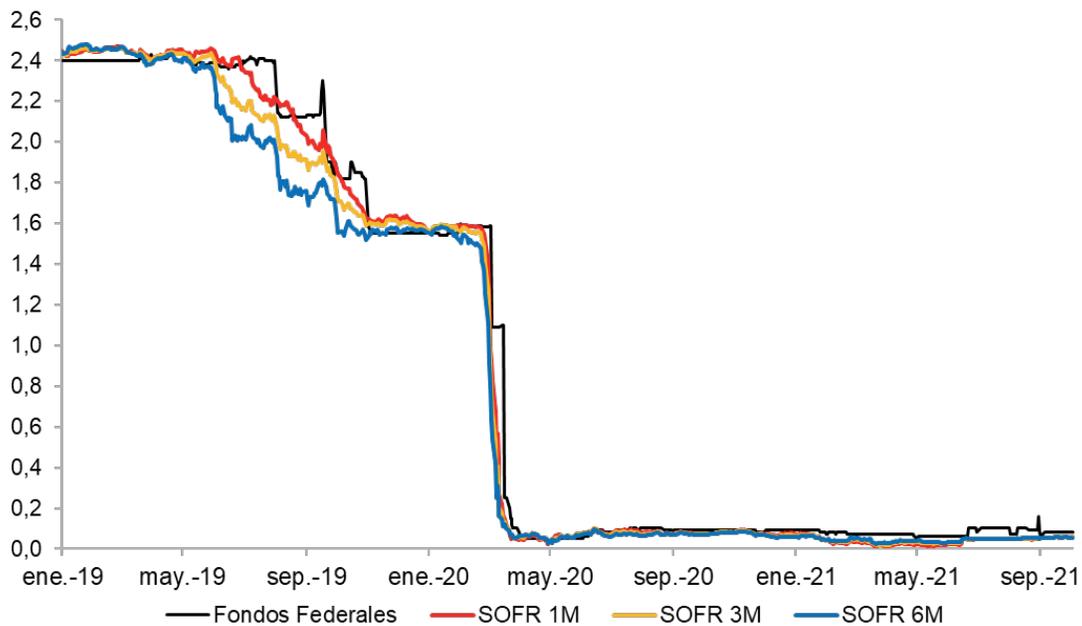
En el siguiente gráfico presentamos las tasas SOFR a plazo publicadas por CME. Como se puede observar, estas referencias han evolucionado de acuerdo con los movimientos de la tasa efectiva de los fondos federales (effective federal funds rate) y la disponibilidad de una liquidez amplia en el mercado monetario estadounidense que, durante la pandemia, ha llevado a que las diferencias entre las tasas de corto plazo sean casi imperceptibles.

² Cuando hablamos de SOFR se entiende que es la SOFR a un día u overnight. Sin embargo, en el documento enfatizamos el plazo con el fin de facilitar la lectura.

³ El detalle de la metodología para el cálculo de las SOFR a Plazo se encuentra en el documento [CME Term SOFR Reference Rates Benchmark Methodology](#). Esta metodología fue desarrollada con base en el trabajo de los economistas de la FED, Erik Heitfield y Yang-Ho Park, quienes publicaron el Documento de Discusión [Inferring Term Rates from SOFR Futures Prices](#). Es importante aclarar que en los documentos cuando se hace referencia a la SOFR se entiende que se habla de la SOFR *Overnight*.



Evolución de las Tasas SOFR a Plazo



Fuente: CME Group - Bloomberg Finance L.P.

¿Qué son los Futuros y los *Overnight Interest Swaps* y cuál es su uso?

Los OIS son derivados financieros sobre tasas de interés mientras que los futuros también son derivados financieros, pero pueden pactarse sobre diferentes subyacentes. En este caso, estamos siempre hablando de tasas de interés. El futuro de tasa de interés es la versión estandarizada del OIS. La diferencia entre el futuro de tasa de interés y el OIS radica, principalmente, en que las condiciones de los contratos del futuro son uniformes y se negocian en bolsas de valores. Por otra parte, el OIS es negociado por fuera de bolsa (mercado mostrador) dando mayor flexibilidad en su estructuración.

En un OIS o futuro de tasa de interés, las partes se comprometen a intercambiar flujos de caja que representan, por un lado, los intereses causados por una tasa fija y, por otro, los de una tasa variable a un plazo definido. En los derivados, las partes no intercambian el monto nominal sobre el cual se causan los intereses que es único para las dos partes.

Por eso, en inglés se dice que el contrato tiene dos “patas” (*legs*): la de tasa fija y la de tasa variable.

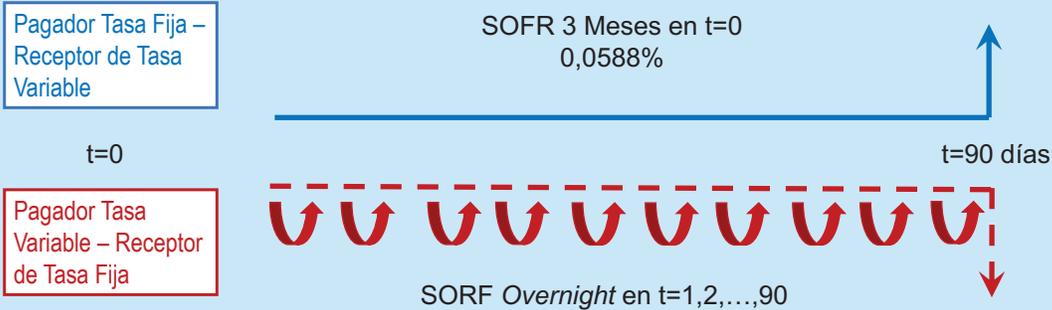
El pagador de tasa fija calcula los intereses con base en la SOFR del plazo respectivo pactada el día que se realiza la operación y que permanece constante (fija) durante la vigencia del contrato.

El pagador de tasa variable calcula los intereses para cada día con base en la *SOFR Overnight* vigente ese día (por lo tanto, puede variar todos los días durante la vigencia del contrato).

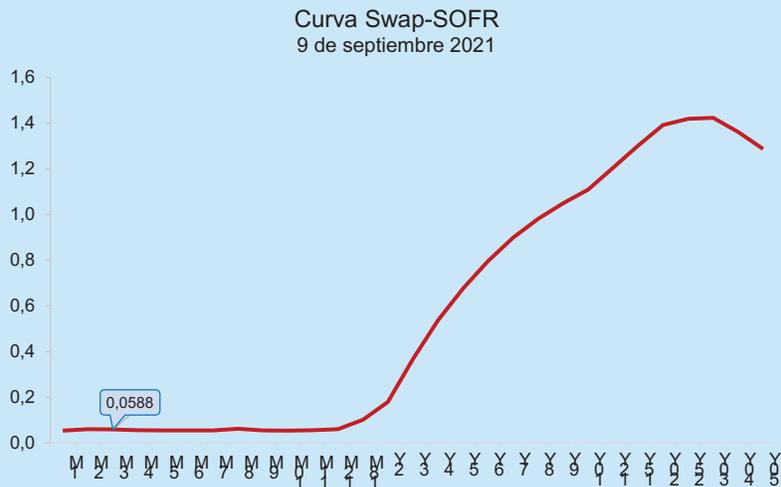
Al vencimiento, las partes intercambian el diferencial entre los flujos de intereses resultantes. El siguiente diagrama presenta el intercambio de flujos de un OIS a 3 meses.



Negociación de un OIS a 3 meses



La tasa de negociación de SOFR a 3 meses que utiliza para el cálculo de la tasa fija del OIS se deriva de la curva Swap-SOFR que se cotiza en el mercado:

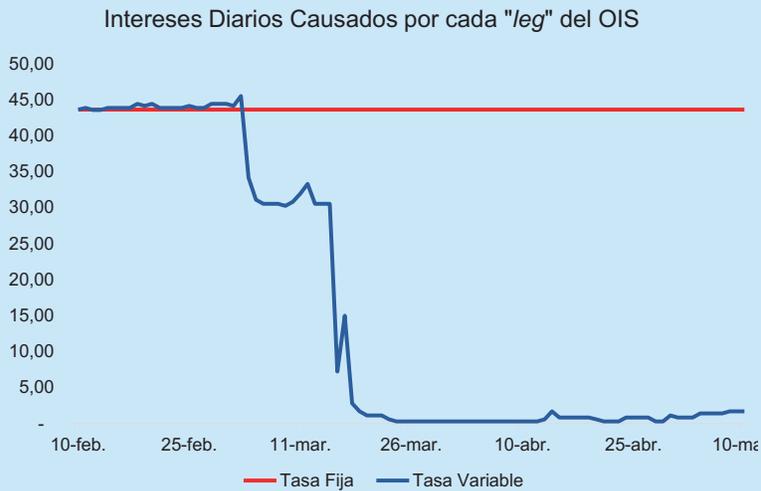


Fuente: Bloomberg Finance L.P.

Revisemos el concepto con un ejemplo*. Suponga que un inversionista quiere exponerse al riesgo de tasa de interés y espera que la FED baje su tasa de interés. Por lo tanto, el inversionista desearía pagar la tasa variable y recibir la tasa fija, pues de cumplirse sus expectativas, recibiría un flujo de caja por la diferencia entre las dos tasas. Suponga que el OIS se negoció el 10 de febrero de 2019 por un valor nominal de USD 1 millón. El punto de la curva Swap SOFR de 3 meses de esa fecha y que determina el pago de tasa fija es 1.5719%. Los flujos de caja causados diariamente se presentan en el gráfico de abajo (recordemos que la tasa variable corresponde al flujo diario causado con la SOFR *Overnight* vigente para cada día). La FED efectivamente bajó su tasa de política el 4 de marzo de 2020 y por lo tanto, al vencimiento del OIS, 10 de mayo de 2020, el pagador de tasa fija tuvo intereses causados por USD 3,973 mientras que los intereses del pagador de tasa variable fueron USD 1,451, recibiendo un pago neto USD 2,522 del pagador de tasa fija.

* Los cálculos han sido simplificados. La información es de carácter ilustrativo y no representa una oferta de productos o servicios por parte del Banco Davivienda



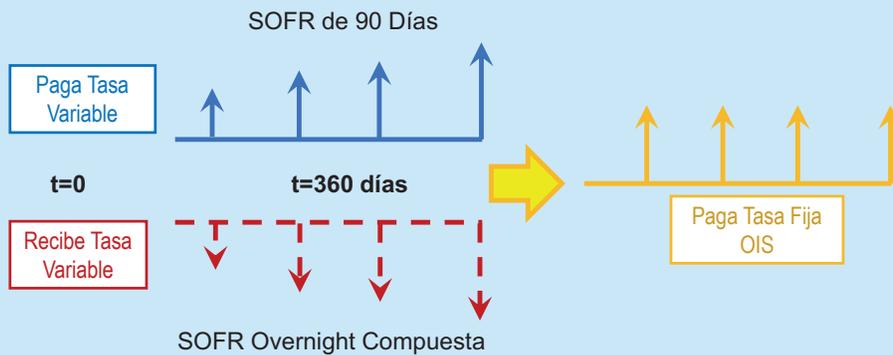


Fuente: Cálculos DEEE. Fuente: Bloomberg Finance L.P.

Los futuros, OIS y otros derivados de tasa de interés son muy utilizados en los mercados financieros internacionales pues permiten exponerse o cubrirse frente al riesgo de tasa de interés, facilitando la administración de este riesgo a las entidades financieras y a las empresas del sector real.

Por ejemplo, si una empresa tiene pasivos referenciados a tasa variable y la expectativa de que las tasas de interés van a subir, negociar un OIS o un futuro SOFR es una estrategia eficiente que permite inmunizar el incremento en el pago de intereses. En este caso, el tesorero debería entrar a un OIS o un futuro SOFR pagando la tasa fija y recibiendo la variable de manera tal que, al calzar los pagos de intereses variables que paga y que recibe, transforma sus pagos en un flujo de tasa fija:

Diagrama de Inmunización para un Tesorero con Pasivos a Tasa Variable



¿Cuándo utilizar la SOFR a plazo?

De acuerdo con [La Guía Actualizada del Uso de la SOFR](#), publicada por el ARRC en febrero de 2021, la mayoría de los productos financieros de contado deberían ser referenciados a la SOFR Overnight puesto que un uso generalizado de esta tasa garantiza la robustez de su cotización y de los mercados de contado y de derivados vinculados. Y es que para los reguladores estadounidenses es muy importante que la tasa SOFR sea una representación válida de las condiciones del mercado y no vaya a caer en la deficiencia de liquidez que ha tenido la Libor en los últimos años.

El ARRC ha [enfaticado](#) que las SOFR a plazo fueron creadas para atender las necesidades de [algunos productos de crédito que necesitan tasas a plazo como los créditos sindicados, los créditos comerciales a empresas medianas o los créditos de comercio exterior \(trade finance\)](#). Reconocen, además, que las coberturas de riesgo de tasa de interés de estos productos puedan realizarse con derivados que tengan como subyacentes las SOFR a plazo. Pero en ningún momento consideran apropiado su uso generalizado. Sin embargo, el ARRC aclara que cada entidad deberá realizar su propia evaluación de las condiciones del mercado y decidir si adopta esta recomendación.

¿Qué pasará con las otras referencias de tasas de interés?

En cuanto a la adopción de nuevas tasas a plazo que no son recomendadas por el ARRC, como la BSBY⁴, encuestas realizadas en EE.UU. señalan que algunos clientes prefieren estas tasas para vincular sus productos financieros de contado. Esta preferencia se explica porque estas tasas son sensibles al riesgo de crédito, lo que hace pensar que, en la estructura de mercado post-Libor, estas referencias tengan alguna participación. Por esta razón, y con el fin de facilitar la cobertura de riesgo de tasas de interés de los productos de contado que estén vinculados a la BSBY de 3 meses, el 23 de agosto se lanzaron los futuros de BSBY en CME, utilizando como referencia esta misma tasa.

En todo caso es importante aclarar que, si bien la SOFR es la tasa recomendada por los reguladores estadounidenses, [en los productos financieros de contado no es obligatoria su adopción por lo que, tasas conocidas como la Prime Rate, seguirán siendo una referencia](#) para algunos productos financieros.

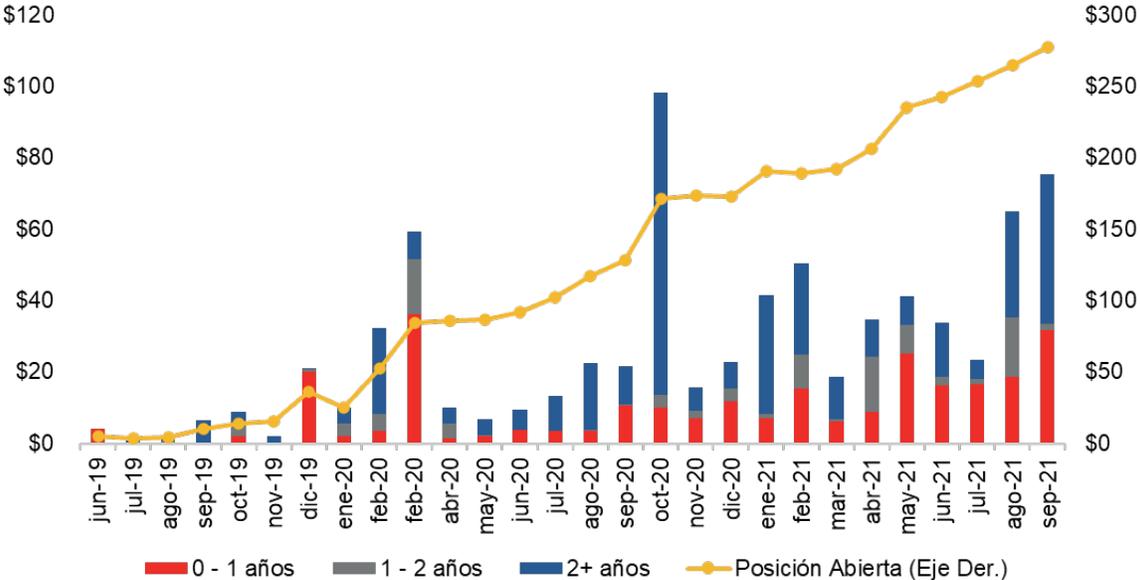
¿Qué sigue en la transición de los mercados de derivados?

Dado que el mercado de derivados se rige por los contratos ISDA (*International Swap Derivatives Association*), la transición de la Libor en dólares debe darse hacia la SOFR. Una primera etapa se realizó en julio 26 cuando los derivados lineales

⁴ En la entrega anterior hicimos una descripción de cuatro de las tasas sensibles al riesgo que han sido creadas como alternativas a la Libor en dólares.

negociados entre las entidades financieras debieron transitar de Libor hacia SOFR, lo que ha mejorado la liquidez del mercado de derivados de SOFR. En septiembre, el volumen liquidado de swaps SOFR en CME alcanzó USD 75.100 millones⁵ y la posición abierta⁶ aumentó en USD 277,000 millones. En el acumulado, al cierre de septiembre, había un saldo vigente de swaps en SOFR por USD 749,000 millones, distribuidos entre USD 600,000 millones de OIS Swaps y USD 149,000 millones de Basis Swaps⁷.

Volúmenes Negociados por Plazo y Posición Abierta de los Swaps SOFR en CME
Miles de Millones de USD



Fuente: CME Group.

La segunda etapa, que se realizó el 21 de septiembre, comprende los cross currency basis swaps de algunas monedas que también utilizan tasas Libor. Ese día, las operaciones en dólares americanos pasaron a SOFR y en los cruces con el yen, la libra esterlina y el franco suizo la transición se realizó hacia la *Tokio Overnight Rate (TONA)*, la *Sterling Overnight Index Average Rate (SONIA)* y la *Swiss Average Rate Overnight (SARON)*.

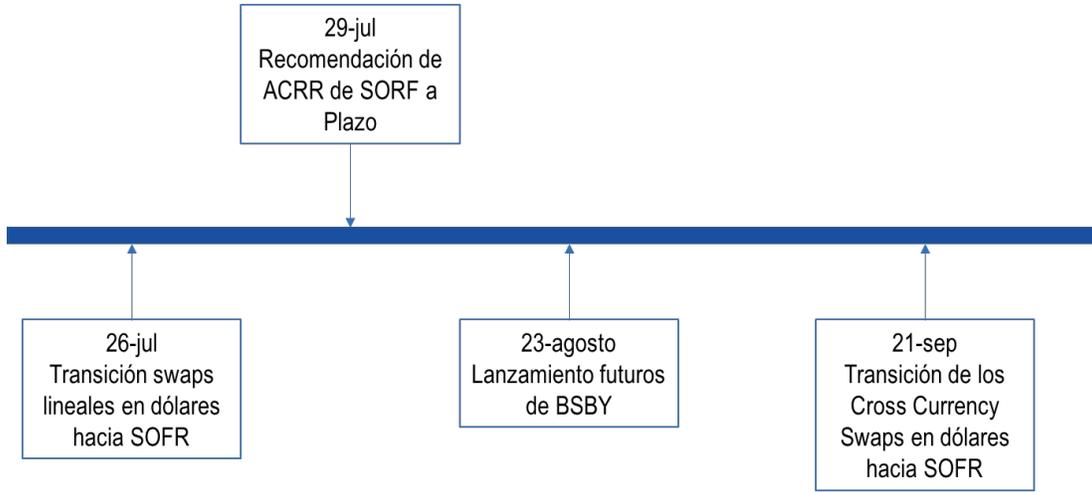
A continuación, presentamos una línea de tiempo con los principales eventos relacionados con la transición de la SOFR en el segundo semestre.

⁵ Corresponden a los valores nominales de los contratos.

⁶ La posición abierta u *Open Interest* es el número de contratos de derivados negociados que están vigentes sin que se hayan cerrado o ejercido.

⁷ Recuperado de [CME Group](#).

Mercado de Contado



Mercado de Derivados

