



# Transición de Libor en Dólares: Tasas Alternativas a SOFR

- La transición de la tasa Libor<sup>1</sup> hacia las nuevas tasas de interés de referencia continúa avanzando en los EE.UU. aunque no al ritmo que sus reguladores quisieran debido, entre otras razones, a la necesidad que han manifestado las entidades financieras de contar con tasas a plazo que sean sensibles al riesgo de crédito para referenciar los productos de contado<sup>2</sup>, es decir, los créditos, las hipotecas, las notas o bonos y las titularizaciones.
- En este informe presentamos **algunas opciones de tasas de referencia sensibles al riesgo de crédito que están actualmente disponibles en el mercado estadounidense**. Advertimos que dicha comparación es ilustrativa y de ningún modo implica una recomendación o una decisión concluyente acerca de la tasa sustituta que podrá ser elegida por parte de Davivienda.
- Resaltamos la preocupación de los reguladores estadounidenses y algunos agentes de dicha jurisdicción sobre una posible fragmentación del mercado monetario al utilizar diferentes tasas de referencia.
- Comentamos la última decisión de los reguladores estadounidenses para mejorar la liquidez y aceptación de la tasa SOFR<sup>3</sup> mediante la iniciativa *SOFR First*.
- En la primera sección de este informe hacemos un resumen sobre estas nuevas tasas de interés de referencia sensibles al crédito, su origen, las características de las mismas y la posición de los reguladores estadounidenses frente a ellas. Las secciones siguientes las dedicamos a tratar cada uno de estos aspectos en detalle para aquellos lectores que deseen profundizar en los mismos.

---

<sup>1</sup> London Interbank Offered Rate.

<sup>2</sup> Se entiende como productos de contado aquellos que son diferentes a los derivados financieros.

<sup>3</sup> Secured Overnight Financing Rate. 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



## Las nuevas tasas sensibles al riesgo de crédito en Breve

En los últimos meses el mercado estadounidense ha visto el surgimiento de varias tasas de interés que han sido presentadas como candidatas para reemplazar a la Libor como referencia en productos de contado como créditos, hipotecas y bonos. La característica que comparten estas tasas es que se calculan para varios plazos entre un día y 12 meses y son sensibles al riesgo de crédito bancario. Recordemos que la tasa SOFR es una referencia a un día que no incluye el riesgo bancario por lo que, para hacerla equivalente a la Libor, se le debe adicionar un margen que recoja el riesgo crediticio de los bancos. Esta ha sido una de las principales críticas que ha recibido la tasa y una de las razones por las cuales las nuevas tasas sensibles al crédito han sido recibidas con algún entusiasmo.

Sin embargo, los reguladores estadounidenses lanzaron la iniciativa *SOFR First* con el fin de acelerar la adopción de la SOFR en los mercados de derivados de manera que se pueda contar con referencias a plazo de esta tasa<sup>4</sup> que puedan ser utilizadas como referencias para los productos de contado. Con esta iniciativa, los reguladores financieros esperan eliminar dos temores que han surgido a partir de la presentación de las nuevas tasas sensibles al riesgo de crédito. El primero, es que estas tasas se construyen con base en operaciones de segmentos del mercado monetario estadounidense que son ilíquidos, lo que podría replicar el mismo problema de representatividad que tiene la Libor. El segundo, es que al contar con muchas referencias de tasas de interés se puede segmentar los mercados financieros y encarecer la gestión de administración de riesgos tanto de las entidades financieras como del sector real.

*(Este segmento fue dejado intencionalmente en blanco)*

---

<sup>4</sup> Las tasas SOFR a plazo se calculan con base en negociaciones del mercado de derivados.



## Libor: la conveniencia de capturar riesgos para diferentes plazos

A pesar del consenso sobre la necesidad de cambiar la Libor después de las manipulaciones que sufrió la tasa, ésta continúa siendo una referencia muy utilizada en el mundo porque es “el paquete completo” para la estimación de precio y la administración de riesgos tanto de las entidades financieras como del sector real. En primer lugar, Libor captura los riesgos de tasa de interés y de crédito aplicables al mercado mayorista de dinero. En segundo lugar, la frecuencia diaria de su cotización le permite adaptarse rápidamente a los cambios que se puedan presentar en las condiciones de tasas de interés o de riesgo de crédito de los bancos participantes en este mercado. En tercer lugar, debido a que la Libor se cotiza para diferentes plazos, entre 1 día y un año, se puede contar con la información sobre el valor del dinero en el mercado mayorista en estos plazos, lo que se denomina una curva de rendimientos. Y finalmente, sobre esta tasa se construyó un mercado muy profundo de derivados de tasas de interés que permite la administración de este riesgo de manera eficiente y oportuna por todos los agentes del mercado.

## El reemplazo de la Libor: varias tasas candidatas que dificultan la selección de una única referencia

Desde finales de la crisis de Lehman era claro para todos los agentes que se necesitaba sustituir a la Libor por una referencia robusta. Sin embargo, en el mercado estadounidense no existía una tasa que tuviera todas las características mencionadas anteriormente pues no era necesario que existiera. Por lo tanto, desde la recomendación de la SOFR como la tasa de referencia sustituta, se evidenciaban dos problemas principales: no es una tasa a plazo y no recoge el riesgo de crédito.

Es importante resaltar que la SOFR es una tasa construida cumpliendo con los requerimientos que la [IOSCO](#)<sup>5</sup> definió para tasas de referencia del mercado, pero su novedad y características no han permitido el desarrollo de un mercado maduro de derivados que alimente una curva líquida de tasas a plazo. **Las entidades financieras no transan en SOFR porque su mercado de derivados no es líquido y su mercado no es líquido porque las entidades financieras no transan.** En consecuencia, las cotizaciones de la SOFR a plazo que se construyen a partir del mercado de derivados actualmente no son lo suficientemente robustas como para que el ARRC haya podido recomendarlas como sustitutas de la curva de rendimientos de la Libor. El otro problema que se presenta es que no existen índices de márgenes de crédito que se puedan adicionar a la SOFR que sean prospectivos y permitan una administración de riesgos eficiente.

---

<sup>5</sup> La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) es un órgano de cooperación internacional que reúne a los reguladores de mercados de valores del mundo con el fin de promover el desarrollo de los mercados y altos estándares para la negociación de valores.



Como resultado de estas limitaciones, diferentes proveedores de infraestructura han propuesto tasas alternativas que buscan suplir estas necesidades. **Por lo pronto, existen cuatro tasas de interés en dólares que son sensibles al riesgo de crédito y que se cotizan para varios plazos, lo que permite construir curvas de rendimiento.** Estas nuevas tasas cumplen con los requerimientos establecidos por la IOSCO y se calculan como promedios de operaciones del mercado monetario de Estados Unidos. Las diferencias principales entre estos indicadores están en las secciones del mercado monetario estadounidense que toman como referencia y en los detalles de sus metodologías de cálculo. Sin embargo, es importante resaltar que mientras la BSBY, la ICE BYI y la CRITR son tasas que capturan el riesgo de crédito de bancos globalmente importantes, la Ameribor representa el costo del fondeo de los bancos regionales, medianos y pequeños de EE.UU. A continuación presentamos las características principales de estas referencias:

<p><b>BSBY</b> Bloomberg Short Term Bank Yield index</p>	<p><b>AFX</b> Ameribor</p>
<p><b>BSBY</b> refleja el costo marginal de fondeo senior no colateralizado de una lista de bancos sistémicamente importantes a nivel global. La tasa se construye sobre las negociaciones y cotizaciones ejecutables de papeles comerciales, CDs y depósitos bancarios que se negocian en Bloomberg y transacciones de corto plazo sobre bonos bancarios registrados en TRACE<sup>6</sup>.</p> <p>Plazos: O/N, 1M, 3M, 6M y 12M</p>	<p><b>Ameribor</b> refleja los costos reales de fondeo de bancos regionales, medianos y pequeños en EE.UU. pues se calcula sobre las operaciones de créditos no colateralizados, papeles comerciales y depósitos mayoristas de estas entidades que se negocian en la American Financial Exchange (AFX), plataforma administrada por CBOE<sup>7</sup>.</p> <p>CBOE calcula tasas spot O/N, 1M y 3M y ofrece futuros a 7 y 14 días, 1M y 3M.</p>
<p><b>ICE</b> Bank Yield Index</p>	<p><b>IHS Markit</b> USD Credit Inclusive Term Rate</p>
<p><b>ICE<sup>8</sup> BYI</b> mide el promedio de costo de fondeo mayorista, senior y no colateralizado en dólares de bancos grandes e internacionalmente activos. Utiliza las</p>	<p><b>CRITR</b> es una medida amplia de los niveles de fondeo que tienen las instituciones bancarias en dólares en los mercados institucionales con productos senior no</p>

<sup>6</sup> TRACE es un motor de reporte y cumplimiento de transacciones financieras negociadas en el mercado sobre el mostrador (OTC por sus siglas en inglés) desarrollado por FINRA, entidad autorizada por el gobierno estadounidense para verificar el mercado de broker-dealers del país.

<sup>7</sup> CBOE Global Markets Inc. es una de las principales bolsas de valores de los EE.UU. cuyas operaciones incluyen mercados financieros en Europa y Asia.

<sup>8</sup> ICE es la Intercontinental Exchange, un conjunto de plataformas para la negociación de instrumentos financieros y materias primas a nivel global



operaciones de fondeo del mercado primario y las transacciones sobre obligaciones en el mercado secundario registradas en TRACE

ICE calcula 1M, 3M, 6M y 12M.

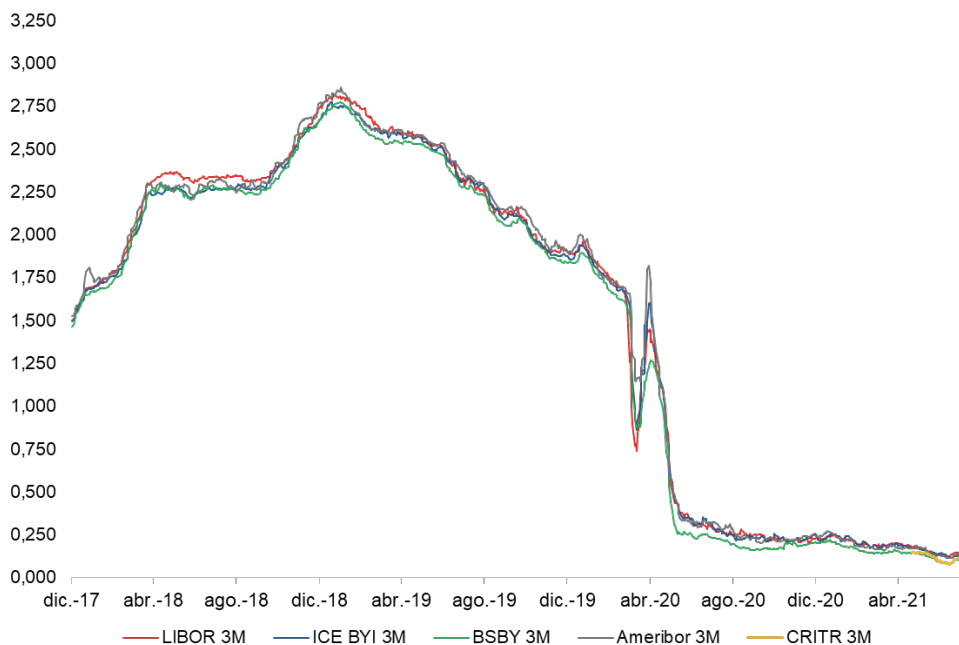
colateralizados. Incluye las transacciones en CDs, papeles comerciales y bonos emitidos por entidades bancarias.

IHS<sup>9</sup> también ofrece un spread que se puede sumar a SOFR.

Plazos: O/N, 1M, 3M, 6M y 12M.

Algunas entidades financieras en EE.UU. han realizado derivados y colocaciones de deuda vinculados a estas nuevas referencias para evaluar su capacidad de respuesta a las variaciones en las condiciones de mercado y saber cuáles se ajustan mejor para los diferentes productos financieros. Sin embargo, esta proliferación de tasas también ha generado preocupaciones entre los operadores y reguladores, pues de adoptarse varias de ellas, [se podría llegar a una fragmentación del mercado monetario que perjudicaría la capacidad de administrar los riesgos de tasas de interés y aumentaría los costos de fondeo de las entidades financieras y las empresas del sector real](#). Según una encuesta reciente de una entidad financiera estadounidense, estas tasas sensibles al riesgo podrían tomar cerca del 20% del mercado de derivados, lo cual no es una participación menor.

Tasas Sensibles al Riesgo de Crédito en USD  
Plazo de 3 Meses



<sup>9</sup> IHS Markit es una empresa que provee información especializada sobre diferentes temas a nivel global.



Fuentes: Bloomberg Finance L.P., ICE e IHS Markit

### Iniciativa *SOFR First*: Profundizando el mercado de derivados de SOFR

El pasado 4 de junio, la Comisión de Regulación de Derivados y Materias Primas de EE.UU. (CFTC<sup>10</sup>, por sus siglas en inglés) lanzó la iniciativa *SOFR First* con el fin de **acelerar la adopción de la SOFR en los mercados de derivados de manera que se pueda romper la falta de liquidez de este mercado, obtener referencias robustas a plazo e impulsar su uso en los productos de contado**. Esta iniciativa ratifica la recomendación de los reguladores estadounidenses sobre el uso de la SOFR como la tasa sustituta de la Libor, tratando de contener la adopción de otras referencias que puedan fragmentar el mercado.

La iniciativa determina algunas fechas claves en las cuales los derivados financieros vinculados a la Libor deben transitar a la SOFR. En este primer comunicado de la iniciativa se determinó que los swaps lineales<sup>11</sup> negociados entre entidades financieras estadounidenses que hacen las veces de “*dealers*”<sup>12</sup> del mercado dejarán de denominarse en Libor y pasarán a negociarse en SOFR a partir de julio 26 de 2021. Las cotizaciones estarán disponibles en Libor y SOFR hasta el 22 de octubre del presente año, fecha en la cual desaparecerán las cotizaciones en Libor. Es importante aclarar que entre julio 26 y octubre 22 las cotizaciones de Libor para las operaciones entre *dealers* serán de referencia únicamente y que esta transición no cubrirá a las operaciones de los *dealers* con sus clientes.

---

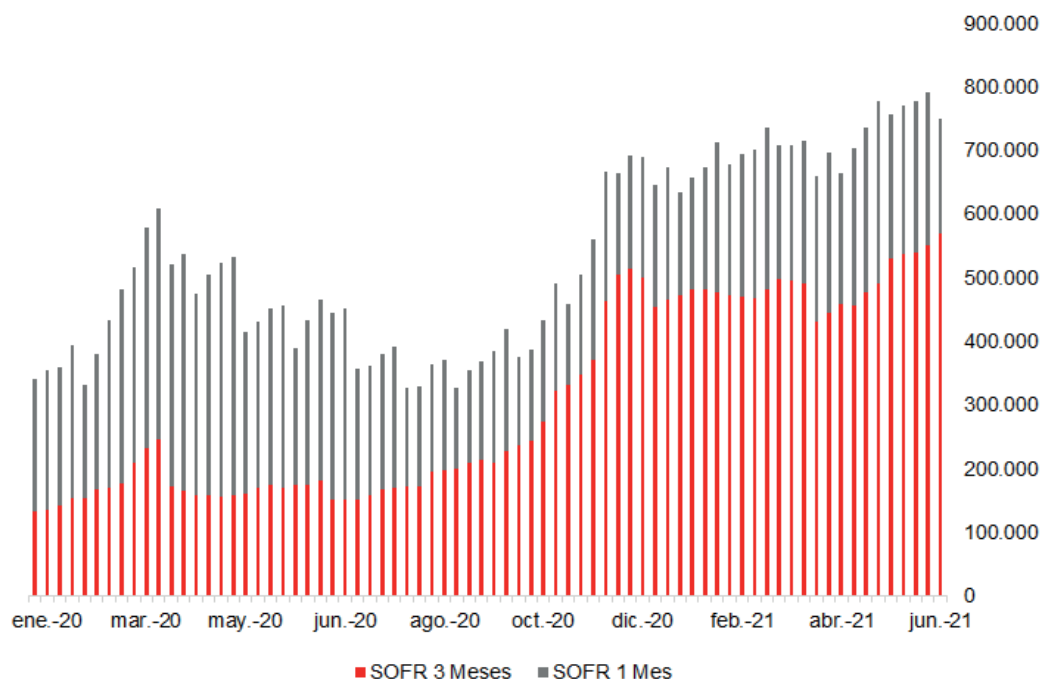
<sup>10</sup> La iniciativa fue lanzada por el Subcomité de Reforma de Referencias de Tasas de Interés del Comité Asesor de Riesgo de Mercado de la Comisión de Negociación de Futuros y Materias Primas - CFTC por sus siglas en Inglés.

<sup>11</sup> Los swaps lineales son los outright swaps, los swap spreads y los curve trades que se caracterizan por tener cálculos más sencillos que otros productos derivados más complejos o estructurados.

<sup>12</sup> Los *dealers* son entidades financieras que actúan como intermediarios en el mercado de derivados actuando a nombre de terceros o por cuenta propia.



### Open Interest en Futuros y Opciones vinculadas a SOFR (número de contratos abiertos)



Fuente: CFTC; Cálculos: Banco Davivienda.

El *Open Interest* es el total de todos los contratos de futuros y opciones que aún no hayan sido compensados por una transacción, la entrega o el ejercicio de los mismos. El valor agregado de todas las posiciones abiertas de compra (largas) es igual al valor agregado de todas las posiciones abiertas de venta (cortas).

Una iniciativa paralela se lanzó el año pasado en el Reino Unido, logrando con éxito la transición de los derivados negociados en libras desde la Libor hacia la tasa SONIA, por lo que es de esperar que en EE.UU. también se pueda dar mayor liquidez al mercado de derivados de la SOFR. Justamente, la iniciativa se lanzó en el verano con el fin de que las entidades financieras puedan hacer la transición de estos productos al inicio del segundo semestre y continuar con otros derivados más complejos en los siguientes meses a medida que se va ganando mayor liquidez en el mercado. Así, buena parte de éste habrá migrado en fechas anteriores a las de la terminación de la Libor. Al mismo tiempo, al ganar mayor liquidez, se espera que el ARRC pueda recomendar las tasas SOFR a plazo calculadas por CME<sup>13</sup> como las tasas de referencia que tanto necesita el mercado.

El 11 de junio pasado, el Consejo de Supervisión de Estabilidad de EE.UU., órgano que agrupa a las agencias de regulación y supervisión del sistema financiero estadounidense se pronunció indicando que la transición se debe acelerar y que

<sup>13</sup> CME Group es un proveedor de infraestructura financiera para la negociación de valores, derivados, monedas y materias primas en la plataforma electrónica CME Globex y en los pisos de operaciones de Chicago y Nueva York.

esta debe darse desde Libor hacia SOFR, que es una referencia robusta con una estructura estable, basada en las operaciones de uno de los mercados más profundos y líquidos del mundo.

Uno de los miembros del Consejo, Randal Quarles, gobernador de la FED, subrayó que el ARRC recomendó la SOFR para productos derivados y del mercado de capitales, pues otras tasas no cuentan con la misma solidez y en algunos casos de estrés de los mercados incluso podrían no estar disponibles. [Para los productos financieros que no son del mercado de capitales, la directriz regulatoria es que las partes involucradas pueden seleccionar libremente entre aquellas tasas que mejor se adapten a sus necesidades sin descartar la SOFR](#) para estos productos por los beneficios que esta tasa tiene, más aún cuando va a ser posible contar con referencias a plazo.

Janet Yellen, Secretaria del Tesoro de los Estados Unidos, indicó que la selección correcta de tasas de referencia puede evitar replicar las limitaciones que tiene la Libor pues algunas de las nuevas tasas sensibles al crédito están calculadas sobre mercados que tienen bajos volúmenes de negociación. Así que, utilizando la SOFR, se puede evitar una nueva transición cuando estas tasas presenten alguna falencia. Los presidentes de la SEC, la CFTC y el *Comptroller of the Currency* también realizaron declaraciones en las que resaltaron que el uso de la SOFR podría mitigar los riesgos de conducta (entre otras posibles manipulaciones) y de estabilidad financiera, a diferencia de las nuevas tasas alternativas que están surgiendo en el mercado.

