

# La Nueva Normalidad para las Tasas de Referencia

**Pedro O. Arroyo Espinoza**  
**Diciembre, 2020**

# Contenido

- Tasa de referencia ideal
- Las nuevas RFR
- Tiempos para adoptar la transición
- Fallbacks/Tasas de reemplazo
- Modificaciones en los contratos
- Impacto sobre el mercado de préstamos y de deuda
- RFR a plazo
- Recomendaciones

# Tasa de referencia ideal

- Características:
  - 1. Ser una representación fiel y sólida de las tasas de interés en los principales mercados monetarios.
  - 2. Se debe utilizar como una tasa de referencia para contratos financieros.
  - 3. Servir como tasa de referencia para préstamos y financiamiento a plazo.
  
- ¿Las Tasas LIBOR's cumplen con estas características?
  - LIBOR Cumple de manera imperfecta; además de que captura las fluctuaciones de los costos marginales de financiamientos de los bancos. Sin embargo, **no satisface la primera característica.**

# Tasa de referencia ideal

- ◉ Debido a cuatro razones
  - Se construye a partir de una encuesta de un número reducido de bancos sobre cotizaciones no vinculantes en lugar de operaciones reales, lo que la hace vulnerable a manipulaciones en su cálculo.
  - La escasa actividad de los mercados de depósitos interbancarios impide utilizar una tasa de referencia viable basada en transacciones de operaciones interbancarias <sup>1</sup>.
  - Una mayor dispersión de riesgo de crédito bancario individual desde 2007 ha disminuido la idea de que las LIBOR's en general reflejan un riesgo común de los bancos.
  - Debido a las iniciativas regulatorias y de los mercados para reducir el riesgo de crédito de contraparte en las exposiciones interbancarias, los bancos han optado a fuentes de financiamiento mayorista de menor riesgo (en particular, los repos).

<sup>1</sup> El número reducido de transacciones reales puede deberse en gran medida a la abundante oferta de saldos de reservas propiciada por las políticas no convencionales de los bancos centrales. Y se ve poco probable que la actividad de este mercado vaya a recuperarse significativamente, incluso si los bancos centrales deciden reabsorber el exceso de liquidez (Kim et al (2018)).

## Las nuevas RFR <sup>2/</sup>

- El mercado tiene identificadas 4 categorías de tasas IBOR's o tasas de referencia :
  - Las que, por el momento, no tendrán ninguna modificación.
  - Las nuevas tasas de referencia que han sido creadas en algunas geografías.
  - Las tasas de referencia que ya fueron reformadas o que serán reformadas en el futuro próximo.
  - Aquellas que se encuentran próximas a desaparecer próximamente o que corren el riesgo de ser no representativas a partir de una fecha determinada.

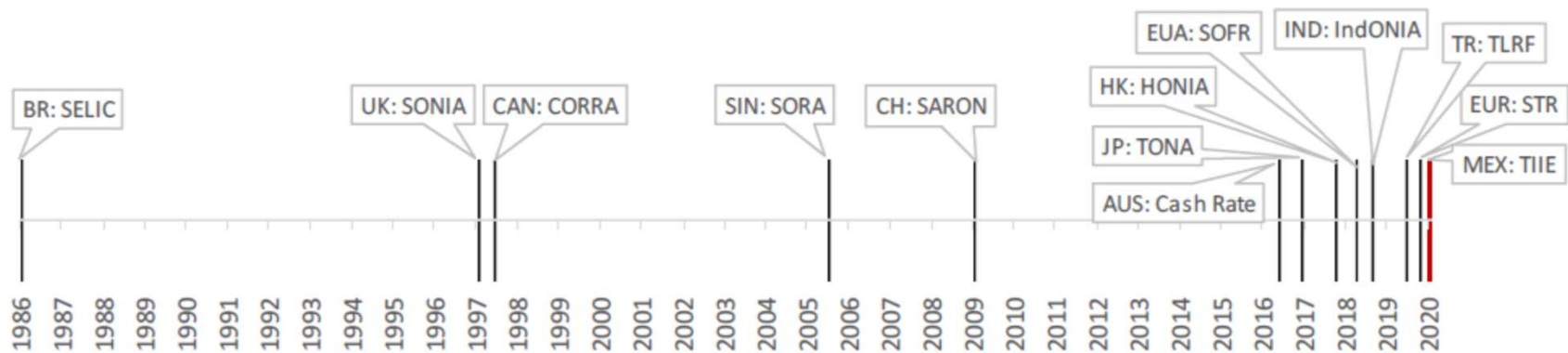
<sup>2</sup> RFRs: Se refiere a aquellas IBORs por su definición se consideran Tasas Libres de Riesgo..

<sup>3</sup> IBORs: Se refiere a las Tasas de Referencia que reflejan el costo de fondeo de las operaciones realizadas por los Bancos y/o en algunos casos incluyendo las de otros intermediarios financieros.

# Las nuevas RFR

- En 2007-09 se presentó evidencia de la manipulación de la LIBOR, cuando el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) recomendó desarrollar Tasas Alternativas Libres de Riesgos (RFR).
- La Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido anunció que no pedirá a los bancos que presenten sus posturas para determinar las LIBOR's después de diciembre 2021\*.

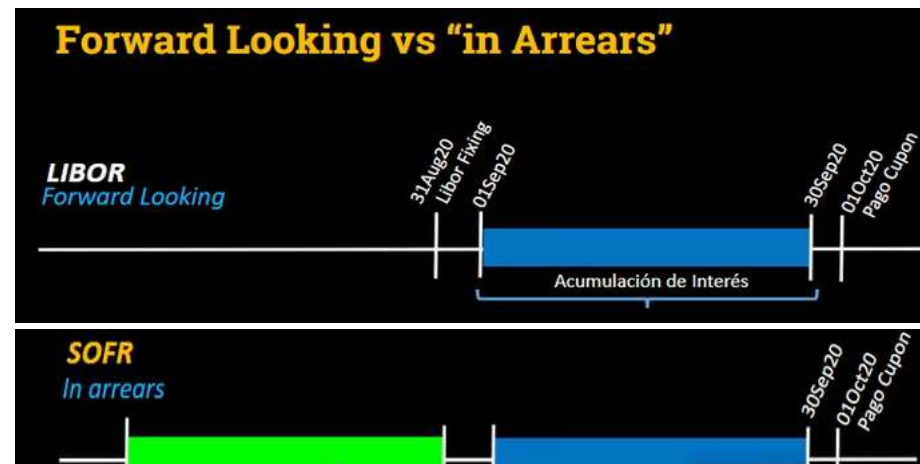
Implementación de tasas alterativas libres de riesgo por jurisdicción



Fuente: Consejo de Estabilidad Financiera (FSB).

# Las nuevas RFR

- Principales características de las RFR 's:
  - ➔ Tasas O/N
  - ➔ Backward looking
  - ➔ Sin estructura temporal
- La transición podría implicar ajustes y cambios metodológicos relevantes al momento de hacer el cambio (Tasa de Riesgo Sistemático).



# Las nuevas RFR

- Comparativos de Tasas para USD y MXN:

USD	
SOFR	LIBOR
Tasa Libre de Riesgo (Sin Riesgo Crédito)	Tasa de Préstamo Bancario (Incluye Riesgo Crédito)
Overnight (Backward Looking)	Forward Looking
Colateralizada o garantizada	No Colateralizada
Calculada y publicada diariamente por NY FED	Calculada y publicada por ICE Benchmark
Basada en Repos tripartitos, FICC, GCF, FICC bilateral	Basada en bancos del panel LIBOR y a juicio de expertos
Basada en 1 Trillón de Transacciones diarias (Reporto)	Basada en 1 Billón de transacciones diarias (LIBOR 3M)
Incluye contrapartes mayoristas no Bancarias	Encuestas por instituciones Bancarias
Sin Estructura a Plazo (1 día)	Con Estructura a plazo

MXN	
TIE de Fondeo	TIE
Tasa Libre de Riesgo (Sin Riesgo Crédito)	Tasa de Préstamo Bancario (Incluye Riesgo Crédito)
Overnight (Backward Looking)	Forward Looking
Colateralizada	No Colateralizada
Calculada y publicada diariamente por Banxico	Basada en bancos del panel TIE a Plazo a juicio de expertos
Basada en transacciones	Posturas con mecanismo de Asignación de pocas operaciones
Incluye Bancos y Casas de Bolsa Mexicanas	Encuestas por instituciones Bancarias
Sin Estructura a Plazo	Con Estructura a plazo
Disponibles desde 16 Enero 2020	Has ahora no se tiene previsto las TIE a Plazo dejen de determinarse



# Tiempos para la transición

- Algunas de las implementaciones y sugerencias del Comité de Tasas de Referencia Alternativas (ARRC) y otros organismos internacionales son:
  - Para el segundo trimestre de 2021, Dealer deberá adoptar un cambio de convención del mercado de USD LIBOR.
  - Se prevé que ARRC recomendará la Forward-Looking SOFR *term reference rate* para finales del primer semestre de 2021.
  - Se habla de que a partir del segundo semestre del 2021 no deberán emitirse nuevas obligaciones referidas a LIBOR.
  - La extensión en el plazo para mantener el legado de operaciones referidas a LIBOR se hace de 18 meses a partir de finales de 2021, como medida exclusiva para el legado de operaciones.
  - El 16 de octubre de 2020 “Big Bang Event” en CME y LCH realizaron el “switch discounting” de EFR a SOFR.
  - La no obligatoriedad de bancos a contribuir en la determinación de LIBORs sigue siendo un riesgo latente y se recomienda estar preparado para un “cessation event” o un “precession event.”

# Tiempos para la transición

- En México se conformó el GTTR para preparar el camino de la transición:
  - Se está a la espera del desarrollo de productos derivados sobre la TIIE de fondeo.
  - Se analiza determinar que se necesita para que algunos instrumentos de mercado de dinero puedan adoptar a la TIIE de Fondeo como su tasa flotante de referencia.
  - ¿Qué se requiere hacer en la industria para que el mercado de créditos adopte los fallback a una tasa de O/N como referencia en los créditos?
  - Algunas cámaras de compensación evalúan cómo hacer de manera ordenada “switch dicounting” de la curva de descuento (OIS) en los SWAPS de TIIE28 de forma análoga a lo que ya pasó con los SWAPS sobre LIBOR (posiblemente para el 1er trimestre de 2021).

# Fallbacks (Tasa de respaldo)

- Los fallbacks o tasas de respaldo/reemplazo:
  - Son disposiciones contractuales que establecen las consecuencias de un evento, como la interrupción de un índice de referencia.
  - Históricamente, los fallbacks en los contratos de derivados han requerido de un agente de cálculo que obtenga cotizaciones de bancos si la LIBOR no está disponible.
  - Esta alternativa no es lo suficientemente robusta o sostenible en el caso de que una LIBOR se suspenda permanentemente.
  - ISDA ha desarrollado nuevas alternativas basadas en versiones ajustadas de Tasas Libres de Riesgo (RFR).
  - Las RFR alternativas se ajustarán al plazo y al spread para tener en cuenta las diferencias entre las LIBORS y la RFR.
  - Estos fallbacks se activarán después de una permanente discontinuación de una LIBOR.

# Fallbacks (Tasa de respaldo)

- Fallback Rate = Adjusted Reference Rate + Spread Adjustment

- RFR Ajustado:

Ajuste compuesto de RFR con retraso para cada término relevante – Capitalización diaria de RFR Disponibles .

- Ajuste de Margen:

Mediana de las diferencias históricas entre el IBOR para cada plazo y la RFR compuesto para ese plazo durante un periodo de 5 años antes de un anuncio que constituya un evento desencadenante.

- Tasa de “Fallback”:

La tasa “todo incluido”, es la combinación de la RFR ajustada y el ajuste de margen para cada plazo relevante.

then “Benchmark Replacement” means the first alternative set forth in the order below that can be determined by us (or our Designee) as of the Benchmark Replacement Date:

- (1) the sum of: (a) Term SOFR and (b) the Benchmark Replacement Adjustment;
- (2) the sum of: (a) Daily Simple SOFR and (b) the Benchmark Replacement Adjustment;
- (3) the sum of: (a) the alternate rate of interest that has been selected or recommended by the Relevant Governmental Body as the replacement for the then-current Benchmark for the applicable Corresponding Tenor and (b) the Benchmark Replacement Adjustment;
- (4) the sum of: (a) the ISDA Fallback Rate and (b) the Benchmark Replacement Adjustment;
- (5) the sum of: (a) the alternate rate of interest that has been selected by us (or our Designee) as the replacement for the then-current Benchmark for the applicable Corresponding Tenor giving due consideration to any industry-accepted rate of interest as a replacement for the then-current Benchmark for U.S. dollar denominated notes at such time and (b) the Benchmark Replacement Adjustment.

# Modificaciones en los contratos

## • Protocolo ISDA

- ISDA ha lanzado un protocolo que los participantes de mercado pueden utilizar para modificar sus contratos de derivados heredados para incluir los nuevos fallbacks.
- Adhiriéndose al protocolo, los participantes del mercado acuerdan que sus contratos de derivados heredados con cualquier otro adherente se modifiquen para incluir la opción de tasa flotante revisada para la tasa relevante y, por lo tanto, incluirá los nuevos activadores y alternativas.
- Este proceso multilateral puede reducir significativamente la carga administrativa de modificar los contratos de derivados heredados en múltiples relaciones con otras contrapartes.

## • Negociaciones bilaterales

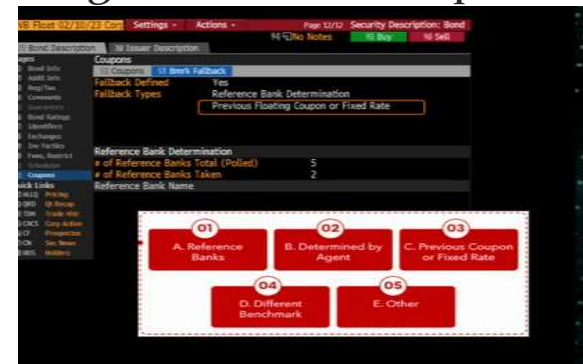
- Convenios modificatorios en contratos de crédito, operaciones de repo, préstamos de valores, etc. que hacen referencia a tasas LIBOR's.

# Impacto en el mercado de préstamo y deuda

- Se prevé que los préstamos en USD lleguen a alinearse a una tasa SOFR *Compounding in Arrears*, lo que implicará:
  - Un reto, ya que le falta un elemento de crédito significa que los préstamos basados en SOFR no estarán alineados con los costos de financiamiento bancario.
  - Retos importantes para los proveedores de sistemas para poder respaldar hacia finales de 2020 pero con tiempos de implementación de 6 a 18 meses.
- Retos para los proveedores de sistemas:
  - Interés acumulado
  - Cálculos de la tasa efectiva debido a la naturaleza compleja del recuento de días
  - Método de capitalización
  - Cambios de observación

# Impacto en el mercado de préstamo y deuda

- Desafíos para el mercado de préstamos:
  - Al momento de implementar intereses compuestos, o con el término “in arrears” se presenta el dilema del prestamista y del prestatario.
- Prestamistas:
  - Buscan en el mercado recibir una tasa que refleje los movimientos de mercado.
- Prestatarios:
  - Lo que buscan es certidumbre: saber el monto de intereses a pagar desde el principio del periodo, no tener que esperar al final al promedio diario (*daily compounding*).
- En el mercado de bonos ya se pueden encontrar algunas emisiones que hacen referencia a algún lenguaje de fallback.
  - Reference Banks
  - Determined by Agent
  - Previous Coupon or Fixed Rate
  - Different Benchmark
  - Other



# Impacto en el mercado de préstamo y deuda

- Convenciones para cálculos “in arrears”, intereses compuestos, dilema de conocer el periodo y la tasa:
  - ➔ In Arrears Plain: SOFR promedio sobre el periodo actual pagadero el 1er día del siguiente periodo de cupón.
  - ➔ Payment Delay: SOFR promedio sobre el periodo actual pagadero en “T+n” días después del siguiente periodo.
  - ➔ Lookout: Suspension Period: SOFR Promedio sobre el periodo actual, con la ultima tasa constante “n” días (2 a 5) antes de que termine el periodo. SOFR.
  - ➔ Lookback- Backward Observation Shift (BOS): Para cada día del periodo de intereses se puede utilizar SOFR de “n” días previos, (3 a 5) observados previamente – SONIA.



# RFR a plazo (term rates)

- Retos para usar una RFR como SOFR como un sustituto de LIBOR son:
  - SOFR es una tasa a 1 día mientras que LIBOR es una tasa a plazo.
  - El mercado necesita la creación de una tasa de referencia a plazo basada en los mercados de derivados SOFR, una vez que la liquidez se haya desarrollado lo suficiente para crear una tasa sólida.
  - ARRC solicita propuestas para que un administrador publique las tasa a plazo de SOFR.
  - La propuesta deberá incluir los vencimientos de la tasa SOFR a plazo de 1 y 3 meses y puede incluir tasas de 6 meses o un año.
  - El administrador recomendado debe estar preparado para comenzar a publicar oficialmente el 30 junio del 2021.

# Recomendaciones

- ¿Cómo afrontar la transición a la próxima nueva realidad?
  - ➔ Identificar exposiciones a USD LIBOR:
    - Préstamos, inversiones, emisiones , sindicados, derivados.
  - ➔ Alineación de contratos con referencia a LIBOR:
    - Definición del lenguaje de referencia de bonos, inversiones, renegociación del lenguaje CSA OTC – Fed Fund a SOFR.
  - ➔ Análisis de medición de impactos:
    - Medir en un evento prematuro de transición cómo cambia la valuación y las sensibilidades del portafolio.
  - ➔ Adaptar la arquitectura de sistemas y de los registros contables para evitar volatilidad en los resultados durante la transición.