

31 de agosto de 2026

ALCO

INSIGHT

#15

Derivados de Crédito en la Gestión de Balance (CDS, TRS e Índices de Crédito)**a. Introducción**

En las entregas anteriores se revisaron las coberturas naturales, los derivados lineales y las estructuras con opcionalidad. Esta entrega de la serie de *ALCO Insights* dedicada a instrumentos de cobertura, incorpora una dimensión distinta: la gestión del riesgo de crédito mediante CDS, TRS e índices de crédito.

Desde la perspectiva de gestión de balance, los instrumentos referidos permiten transferir exposición crediticia sin necesidad de desinvertir activos o modificar la estructura fundamental del balance. Bajo esta lógica, resulta relevante distinguir cuándo conviene aislar el riesgo de crédito de un activo mediante un *Credit Default Swap (CDS)*, cuándo es más eficiente transferir sintéticamente su perfil económico completo mediante un *Total Return Swap (TRS)*, y cuándo la necesidad surge a nivel agregado mediante índices de crédito como mecanismo de cobertura para exposiciones asociadas con el ajuste de valuación por riesgo de crédito (CVA). La pregunta central es, entonces, qué componente del riesgo se quiere transferir y no simplemente cuál instrumento es el indicado.

Diagrama 1. Mapa de instrumentos de cobertura de riesgo crédito: qué pregunta responde cada uno



b. Riesgo de crédito en el balance

El riesgo de crédito se origina en tres frentes principales del balance bancario:

- **Cartera de crédito.** El riesgo de incumplimiento del acreditado, gestionado tradicionalmente vía reservas, capital y límites, pero que también puede transferirse sintéticamente vía derivados de crédito.
- **Portafolio de inversión.** Bonos corporativos o soberanos mantenidos en balance, donde la exposición combina riesgo de tasa de interés, riesgo de *spread* crediticio y, en última instancia, riesgo de incumplimiento del emisor.
- **Riesgo de contraparte en derivados.** La exposición actual y potencial futura frente a las contrapartes genera pérdidas esperadas asociadas a su posible incumplimiento, cuyo efecto sobre el valor razonable se refleja en el CVA.

A diferencia del riesgo de mercado, cuya materialización suele ser continua y gradual a medida que se mueven los factores de mercado, el riesgo de crédito presenta una distribución de pérdidas fuertemente asimétrica. En escenarios normales, el deterioro o mejora de la calidad crediticia se refleja en cambios relativamente acotados en *spreads* y valuaciones; sin embargo, en escenarios adversos, un evento de incumplimiento puede generar pérdidas abruptas y de gran magnitud. Esta asimetría es precisamente la que los derivados de crédito buscan aislar, valorar y transferir entre participantes en el mercado.

c. Credit Default Swap (CDS)

Un CDS es un contrato de transferencia de riesgo de crédito que opera de manera similar a un seguro sobre el riesgo de incumplimiento de una entidad de referencia. El comprador de la protección (*protection buyer*) paga una prima periódica, conocida como *CDS spread*, al vendedor de la protección (*protection seller*); a cambio de que, si ocurre un evento de crédito definido contractualmente (incumplimiento, reestructura, entre otros, según la documentación ISDA), el vendedor pague una compensación contingente sobre el monto nacional protegido. Por ejemplo, en una liquidación en efectivo, el pago puede basarse en la pérdida de valor del instrumento de referencia.

Diagrama 2. Mecánica conceptual del CDS: prima periódica a cambio de protección contingente.



Para el balance bancario, el CDS permite:

- **Cubrir el riesgo de crédito de un emisor específico** dentro del portafolio de inversión, sin necesidad de vender el bono, una alternativa relevante cuando la venta física del activo no es deseable por razones de relación comercial, de liquidez o de estrategia.
- **Gestionar concentración de crédito** en la cartera de crédito, comprando protección sobre determinados acreditados o sectores para mitigar exposiciones sin modificar la relación comercial subyacente, y siempre y cuando exista una entidad de referencia elegible y un mercado de CDS suficientemente líquido.
- **Separar el riesgo de crédito del activo subyacente**, permitiendo transferir dicho componente mientras se mantiene la exposición económica al instrumento.

El costo de comprar protección se refleja en el *CDS spread*. Cuando el mercado percibe un deterioro en la calidad crediticia de la entidad de referencia, normalmente exige un *spread* más alto para vender protección.

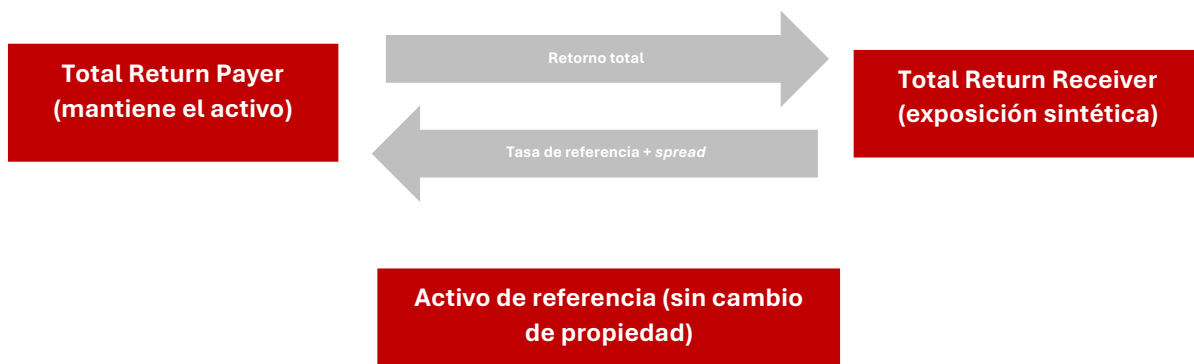
Un CDS no solo genera pagos en caso de un evento de crédito. Su valor razonable fluctúa continuamente conforme cambian los *spreads* crediticios de la entidad de referencia. Por ello, una cobertura mediante CDS puede generar ganancias o pérdidas de valuación aun cuando no haya incumplimiento. Esta característica refleja que el instrumento permite transferir el riesgo de crédito, pero también incorpora la valoración dinámica que el mercado asigna a dicho riesgo.

d. Total Return Swaps (TRS)

El TRS tiene una lógica distinta y más amplia que el CDS. Mientras que el CDS permite transferir principalmente el riesgo asociado a eventos de crédito de una entidad de referencia (su valor también fluctúa con base en *spreads* y otros factores de mercado), el TRS permite transferir sintéticamente el desempeño económico completo de un activo. En un TRS, el *total return payer* transfiere al *total return receiver* el retorno económico total de un activo de referencia, incluyendo cupones, intereses, dividendos y cualquier apreciación o depreciación de su valor a mercado, a cambio de un pago periódico generalmente referenciado a una tasa de referencia más un *spread*. El activo subyacente no cambia de propietario legal; la transferencia es puramente económica.

A diferencia del CDS, cualquier ganancia o pérdida derivada de cambios en el valor a mercado del activo de referencia se refleja en los flujos del contrato. Como resultado, el *total return receiver* asume tanto la exposición al riesgo de crédito como la exposición al riesgo de mercado, ambos asociados al activo de referencia.

Diagrama 3. Mecánica conceptual del TRS: retorno total a cambio de tasa de referencia más *spread*



Sus características convierten al TRS en una de las herramientas más versátiles para la gestión sintética del balance:

- **Añadir exposición sintética.** El banco puede obtener el retorno económico del bono, préstamo o cartera de referencia sin adquirir físicamente el activo, lo que puede reducir o modificar el consumo de balance, fondeo y ciertos requerimientos operativos, sujeto a la estructura contractual y al tratamiento contable y regulatorio aplicable.
- **Reducir exposición sintética.** De forma inversa, el banco puede transferir el retorno económico de un activo que ya posee, reduciendo su exposición económica (crédito y mercado) sin vender el activo, lo cual puede ser relevante por razones contables, fiscales, comerciales o de relación con el cliente, o bien de gestión de balance.
- **Fondeo sintético.** En determinadas estructuras, un TRS puede generar una exposición económica similar a una operación financiada mediante repo, separando la propiedad legal del activo de la transferencia de su desempeño económico. La operación se documenta bajo el marco ISDA, en lugar de GMRA utilizado habitualmente para repos. En este caso, el TRS ofrece una alternativa sintética para replicar una exposición financiada vía repo, cuando la diversidad de fuentes de financiamiento es una prioridad para el ALCO.
- **Gestión de RWA y capital.** Un TRS puede formar parte de una estrategia de gestión sintética de balance y, bajo determinadas estructuras, generar efectos sobre RWA y consumo de capital. Sin embargo, la transferencia económica del retorno total no implica por sí misma una reducción automática de requerimientos de capital regulatorios: su reconocimiento depende de la estructura de la operación, la transferencia efectiva del riesgo, la elegibilidad regulatoria de la protección y el riesgo de contraparte generado por el propio derivado.

La diferencia conceptual clave frente al CDS es que este último aísla el riesgo de crédito de una entidad de referencia, mientras que el TRS transfiere la exposición económica integral del activo, incluyendo riesgo de incumplimiento, movimientos de *spreads* crediticios y variaciones de precio de mercado.

e. CDS vs TRS - criterios de elección

Diagrama 4. Comparativo conceptual entre CDS y TRS

CDS	TRS
¿Qué riesgo cubre?	
Riesgo de crédito de la entidad de referencia	Retorno económico total del activo
Efecto en el balance	
No transfiere el activo ni su retorno de mercado	Transfiere económicamente el activo sin transferir propiedad legal
Objeto típico	
Cobertura de riesgo de crédito puntual	Gestión sintética del perfil del balance
Uso característico	
Proteger un bono o acreditado específico	Añadir / reducir exposición sin comprar o vender el activo

La elección entre ambos depende de qué pregunta esté resolviendo ALCO: si la preocupación es aislar y transferir el riesgo de crédito de una entidad de referencia, sin transferir el resto del desempeño económico del activo, el CDS es la herramienta conveniente. Si la preocupación es el perfil económico completo de un activo dentro del balance, y la gestión de ese perfil sin mover el activo físicamente, el TRS es la herramienta adecuada. Ninguno de los instrumentos es superior al otro; cada uno responde a una dimensión distinta del riesgo.

f. Índices de crédito como proxy para cobertura de CVA

Cubrir el riesgo de crédito nombre por nombre, vía CDS individuales, no siempre es viable ni eficiente cuando la exposición a cubrir está distribuida entre decenas o cientos de contrapartes, como ocurre típicamente con el CVA de un portafolio de derivados. En estos casos, el ALCO y la mesa de XVA recurren a índices de crédito (por ejemplo, familias tipo CDX o iTraxx, según la jurisdicción y el mercado de referencia) como instrumento de cobertura *proxy*.

El razonamiento es el siguiente:

- **Liquidez y costo.** Los índices de crédito son considerablemente más líquidos y económicos de operar que una canasta de CDS individuales sobre cada contraparte del portafolio, particularmente relevante cuando muchas contrapartes ni siquiera cuentan con un mercado líquido de CDS sobre nombres individuales.
- **Cobertura a nivel de portafolio, no de nombre.** El CVA agregado de un portafolio de contrapartes se mueve, en gran medida, con el apetito de riesgo de crédito general del mercado; un índice captura ese componente sistémico de forma eficiente.
- **Dimensionamiento por sensibilidad.** La cobertura no se dimensiona de forma arbitraria: se calibra igualando la sensibilidad del CVA del portafolio ante movimientos en *spreads* de crédito con la sensibilidad equivalente del índice, de forma que el tamaño de la posición de cobertura responda a cuánto se mueve cada instrumento ante el mismo cambio de mercado, no a un monto nominal elegido discrecionalmente.

Riesgo base como el costo inevitable de sustituir cobertura perfecta por cobertura eficiente. La contrapartida de estas eficiencias es que el índice no replica exactamente el riesgo idiosincrático de cada contraparte del portafolio. Por tal motivo, existe un riesgo base, el cual tiene varias connotaciones distintas que ALCO debe reconocer explícitamente:

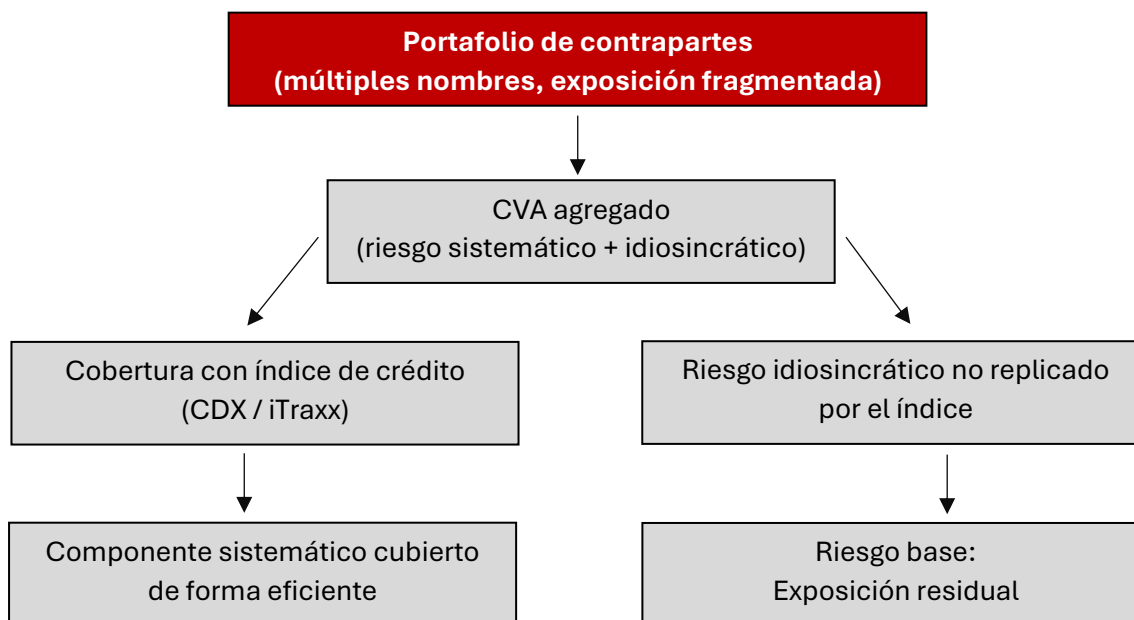
- **Riesgo de correlación.** La efectividad de la cobertura depende de qué tan correlacionado esté el *spread* de la contraparte específica con el del índice, correlación que puede debilitarse en episodios adversos, justo cuando más se necesita la cobertura.
- **Riesgo de curva (descalce de plazos).** El plazo de la exposición cubierta y el tenor estándar del índice no siempre coinciden, lo que deja sin cubrir movimientos no paralelos de la curva de crédito y obliga a una gestión activa.
- **Riesgo de composición y renovación o roll del índice.** La canasta de emisores que compone el índice puede diferir del perfil sectorial o crediticio de la contraparte cubierta, y se actualiza periódicamente (típicamente cada seis meses), lo que puede alterar el perfil de riesgo del instrumento de cobertura sin que haya cambiado la exposición original.

Riesgo residual adicional:

- **Wrong-way risk.** Existe el riesgo de que la exposición del portafolio aumente precisamente cuando se deteriora la calidad crediticia de la contraparte, amplificando el impacto sobre el CVA.

En consecuencia, la cobertura con índices debe entenderse como un mecanismo que mitiga principalmente el componente sistemático del riesgo de crédito, mientras que el componente idiosincrático de cada contraparte permanece como exposición residual sujeta a monitoreo continuo, no como un defecto de la estrategia, sino como el costo inherente de sustituir cobertura nombre por nombre por cobertura de portafolio.

Diagrama 5. Cobertura de CVA con índice de crédito: componente sistemático cubierto vs. riesgo base residual



Esta lógica de cobertura *proxy* mediante índices de crédito resulta particularmente relevante para el componente crediticio del CVA. Otros componentes del XVA, como DVA y FVA, responden a factores de riesgo y restricciones de cobertura diferentes, por lo que requieren estrategias específicas y no necesariamente pueden replicarse mediante la misma cobertura con índices.

g. Consideraciones de *Hedge Accounting*

El tratamiento contable de derivados de crédito bajo IFRS 9 presenta matices adicionales frente a los ya revisados para otros instrumentos derivados:

Elegibilidad condicionada para *hedge accounting*

La designación de CDS y TRS en relaciones de cobertura bajo IFRS 9 depende de que el instrumento cubierto, el riesgo designado y el instrumento de cobertura cumplan los criterios de elegibilidad y efectividad aplicables. Las coberturas *proxy* mediante índices presentan retos adicionales por el riesgo base entre el índice y la exposición cubierta.

Tratamiento a valor razonable con cambios en resultados

Cuando no se cumplen los criterios de cobertura formal, el derivado de crédito se valúa a mercado con cambios en resultados, lo que introduce volatilidad contable que no necesariamente refleja volatilidad económica real de la posición cubierta, un punto que el ALCO debe anticipar y comunicar.

Cobertura de XVA como caso particular

Los ajustes de valuación (CVA/DVA/FVA) no son, en sentido estricto, una partida cubierta tradicional bajo IFRS 9, por lo que su cobertura con índices de crédito típicamente se gestiona y reporta fuera del marco formal de *hedge accounting*, como gestión económica de riesgo documentada internamente más que como relación de cobertura contable.

h. Implicaciones para el ALCO

La incorporación de derivados de crédito al marco de gestión del balance exige ampliar la gobernanza más allá de la simple medición de mercado, incorporando consideraciones de contraparte, capital, liquidez y efectividad de cobertura.

- **Gobernanza diferenciada por tipo de instrumento.** CDS, TRS e índices de crédito introducen riesgo de contraparte adicional (el vendedor de protección puede a su vez incumplir), lo que amerita límites y políticas de colateralización específicas, distintas a las de otros derivados.
- **Medición y monitoreo del riesgo base.** Cuando se usan índices como proxy, el ALCO debe dar seguimiento explícito a la efectividad de la cobertura y al riesgo base remanente, particularmente en escenarios adversos donde la correlación entre el índice y el portafolio específico puede debilitarse.
- **Coordinación con la mesa de XVA.** La gestión del CVA se realiza típicamente a través de una mesa de XVA que actúa como punto de integración entre riesgos, trading y tesorería: monitorea la sensibilidad crediticia del portafolio e implementa las coberturas con CDS e índices de crédito. El ALCO y la mesa de XVA gestionan dimensiones distintas pero relacionadas del riesgo de contraparte, y requieren gobernanza compartida.
- **Interacción con capital regulatorio.** El uso de TRS para la gestión sintética de balance debe evaluarse en conjunto con su efecto en RWA y en razones de apalancamiento, no únicamente como decisión de cobertura económica.

- **Riesgo de liquidez de la cobertura.** La efectividad económica de una estrategia con derivados de crédito depende no solo de su sensibilidad en condiciones normales, sino también de la profundidad y liquidez del instrumento durante episodios adversos. El ALCO debe considerar la posibilidad de ampliaciones *bid-offer*, reducción de liquidez y mayores requerimientos de colateral precisamente cuando aumenta el valor económico de la protección.

i. Conclusión

Mientras que las coberturas naturales, los derivados lineales y los instrumentos con opcionalidad permiten gestionar la sensibilidad a distintos factores de mercado, los derivados de crédito abordan una dimensión distinta: el riesgo de crédito y su impacto sobre el valor económico, el capital y el riesgo de contraparte. Cada instrumento responde a una necesidad específica. El CDS permite aislar y transferir el riesgo de crédito de un emisor o acreditado; el TRS facilita la gestión sintética de la exposición económica completa de un activo; y los índices de crédito ofrecen una alternativa eficiente para mitigar componentes sistemáticos de riesgo en portafolios amplios, particularmente en el contexto de CVA.

Con esta entrega, la serie ofrece al ALCO un mapa completo de las herramientas de cobertura disponibles (naturales, lineales, opcionales y de crédito) y, más importante aún, el criterio conceptual para elegir entre ellas según la naturaleza específica del riesgo que se busca gestionar.

Más que seleccionar un instrumento específico, el desafío consiste en identificar con precisión qué componente del riesgo se desea transferir. Una vez definida esa respuesta, la elección entre CDS, TRS o índices de crédito surge naturalmente del objetivo de gestión perseguido.

La cobertura eficaz no consiste en eliminar todo el riesgo, sino en decidir qué riesgo conservar, cuál transferir y qué riesgo residual está dispuesto a administrar el ALCO.

j. Reflexión Final

La gestión eficaz del balance no busca eliminar el riesgo, sino entenderlo, elegir conscientemente cuál conservar y transferir eficientemente aquel que no se desea asumir, manteniendo siempre visibilidad sobre el riesgo residual.