

MERCADOS & DERIVADOS EN MOVIMIENTO

Edición Número 9

Con el objetivo de estar más cerca de nuestros clientes, les presentamos de manera oportuna la información más relevante de mercado, de nuestros productos y oportunidades de cobertura.

Early termination: Optimizando el pricing de derivados mediante mitigación de CVA

En los contratos de instrumentos derivados pueden incorporarse cláusulas que permiten la terminación anticipada (*Break Clauses*) de la(s) operación(es) antes de la fecha de vencimiento originalmente acordada. Estas cláusulas, al limitar el horizonte de exposiciones futuras actúan como mecanismos de mitigación del CVA (*Credit Valuation Adjustment*). Su activación, puede estar vinculada a diversos factores, entre los más comunes: el deterioro en la calificación crediticia del cliente o un incremento relevante en su exposición potencial.



Considerar cambios en las calificaciones crediticias presenta retos de modelaje y calibración, dado que dependen de factores exógenos y altamente sensibles a supuestos de probabilidad de deterioro crediticio. En cuanto al incremento en la exposición del cliente, puede recurrirse a mitigantes como el *recouponing*, el cual, como se señaló en el boletín anterior, establece un umbral sobre el valor del MTM y, con ello, se limita la exposición crediticia futura del cliente. Otra alternativa para acotar las exposiciones consiste en incorporar cláusulas de terminación anticipada, ya sean mandatorias u opcionales.

¿Qué es el Mandatory Early Termination?

La terminación anticipada (*early termination*) es un mitigante de riesgo de crédito mediante el cual una o varias operaciones de derivados se cierran antes de su fecha de vencimiento contractual. Pueden identificarse dos modalidades:

1. Terminación anticipada opcional: Corresponde a los casos en los que una de las partes cuenta con la facultad de finalizar la operación antes de su fecha de vencimiento original, generalmente en fechas de revisión preestablecidas desde el inicio. Asimismo, puede activarse por acuerdo mutuo entre las partes, ya sea como resultado de ajustes en la estrategia de cobertura ante cambios en las condiciones de mercado o por eventos atribuibles al propio cliente.

2. Terminación anticipada mandatoria (*mandatory early termination, MET*): En esta modalidad, desde el inicio se definen fechas futuras en las que la operación deberá cerrarse antes del vencimiento originalmente pactado, con el objetivo de limitar la exposición potencial futura. En dichas fechas, la posición se valúa a mercado y la operación se liquida conforme al valor resultante.

Es relevante el monitoreo a valor de mercado (MtM, *mark-to-market*) de las operaciones derivadas, ya que dicho valor permite anticipar el posible impacto económico de una terminación anticipada mandatoria.

Dado que el escenario de una terminación anticipada opcional está condicionada a la ocurrencia de un evento y puede no materializarse, su inclusión como mitigante requiere asumir explícitamente la probabilidad de ejercicio. En contraste, la terminación anticipada mandatoria es de cumplimiento obligatorio, lo que garantiza que el horizonte de exposición estará acotado.

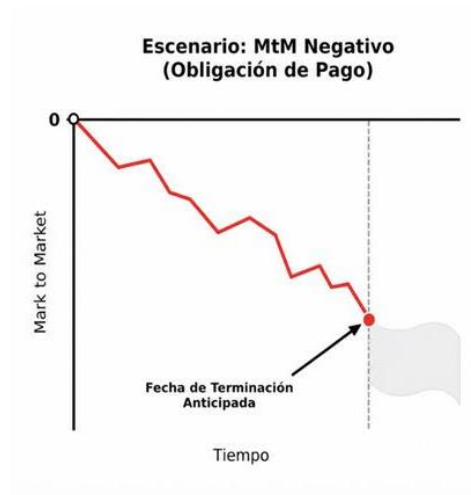
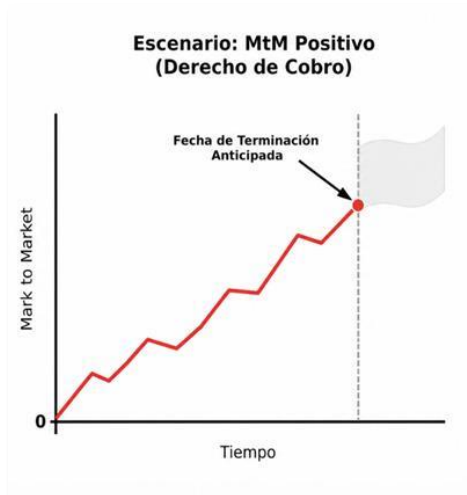


En consecuencia, dependiendo de las condiciones de mercado, perfil crediticio y metodología de cálculo, puede reducirse el costo asociado al CVA y obtenerse condiciones de cotización más favorables, incluyéndose los siguientes beneficios:

- ✓ **Mejora en cotizaciones:** contribuye a reducir el costo por CVA incorporado en el *pricing*.
- ✓ **Eficiencia en el balance:** menor consumo de líneas de derivados.
- ✓ **Gestión de riesgos:** reducción de la exposición potencial futura.

Si bien el beneficio del mitigante deriva de la reducción de la exposición esperada durante la vida de la operación, en la fecha de terminación anticipada el valor de mercado puede ubicarse tanto a favor como en contra del cliente dependiendo de la evolución de los factores de mercado.

Valor de mercado positivo	Valor de mercado negativo
El cliente tiene una posición a favor en este caso, recibiendo el monto de liquidación correspondiente.	El cliente tendría que pagar el monto de liquidación correspondiente, cerrando la operación y eliminando la exposición futura.



Es importante destacar que, si bien la cláusula de terminación anticipada mandatoria puede mejorar las condiciones de cotización inicial al reducir el CVA, también introduce la posibilidad de que el cliente deba liquidar anticipadamente la operación en una fecha preestablecida bajo condiciones de mercado potencialmente adversas. En consecuencia, su conveniencia debe evaluarse considerando no solo el beneficio inicial en precio, sino también la flexibilidad deseada y la tolerancia del cliente a una eventual terminación anticipada.

¿Cuándo es relevante su implementación?

El CVA refleja el costo asociado al riesgo de incumplimiento de la contraparte durante la vida de la operación. A mayor plazo y mayor exposición esperada, mayor será el ajuste por riesgo de contraparte (CVA).

La incorporación de un mitigante, como la cláusula de terminación anticipada mandatoria, implica que la operación deja de considerar exposición hasta su vencimiento original y pasa a tener un horizonte de exposición más corto. En este sentido, contar con un acuerdo de terminación anticipada mandatoria permite limitar la exposición potencial futura dentro de la valuación del derivado y, en consecuencia, reducir el costo asociado al CVA incorporado en el precio de la operación, mejorando así las condiciones de cotización. Siendo

Estimado lector le informamos que este boletín contiene información general de los productos derivados aquí mostrados. Para conocer detalles específicos de las características, beneficios potenciales, riesgos asociados, cobertura, condiciones, costos y requisitos de los productos derivados disponibles en Banorte lo exhortamos a que contacte a su promotor. Este documento ha sido preparado estrictamente con fines informativos, por tanto, no debe considerarse una recomendación de inversión. La información mostrada del derivado es vigente a la fecha de su valuación. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este boletín o de su contenido.

particularmente relevante en ausencia de acuerdos de colateral, como mecanismo alternativo para acotar el riesgo de incumplimiento.

En este sentido, es una herramienta que permite:

- ✓ Mantener acceso a condiciones económicas asociadas a una operación de mayor plazo
- ✓ La posibilidad de reducir simultáneamente la exposición potencial futura y el costo asociado por CVA
- ✓ Optimizar el consumo en líneas de derivados

No obstante, su implementación resulta particularmente adecuada cuando el objetivo principal del cliente es optimizar costo y eficiencia de balance, y cuando existe disposición a gestionar de forma activa la posible necesidad de reestructurar o renovar la cobertura al momento de la terminación anticipada.



¿En qué se diferencia contratar un Swap de menor plazo respecto a incorporar la cláusula de *Mandatory Early Termination* en un Swap de largo plazo?

Una pregunta natural al evaluar el uso de terminación anticipada mandatoria es si incorporar esta cláusula equivale simplemente a contratar un derivado con un vencimiento más corto. Aunque ambos esquemas reducen el horizonte de exposición, no generan exactamente el mismo efecto desde una perspectiva estratégica y de cobertura.

En un Swap tradicional de menor plazo, por ejemplo, un swap a 4 años, las condiciones económicas pactadas corresponden a una operación cuyo vencimiento contractual es precisamente en este horizonte.

En cambio, en un Swap de mayor plazo, por ejemplo, un Swap a 7 años con terminación anticipada mandatoria en el año 4, la operación conserva las condiciones económicas propias de una operación diseñada para un horizonte más largo, en este caso 7 años, aun cuando esté sujeto a liquidación anticipada en el año 4.

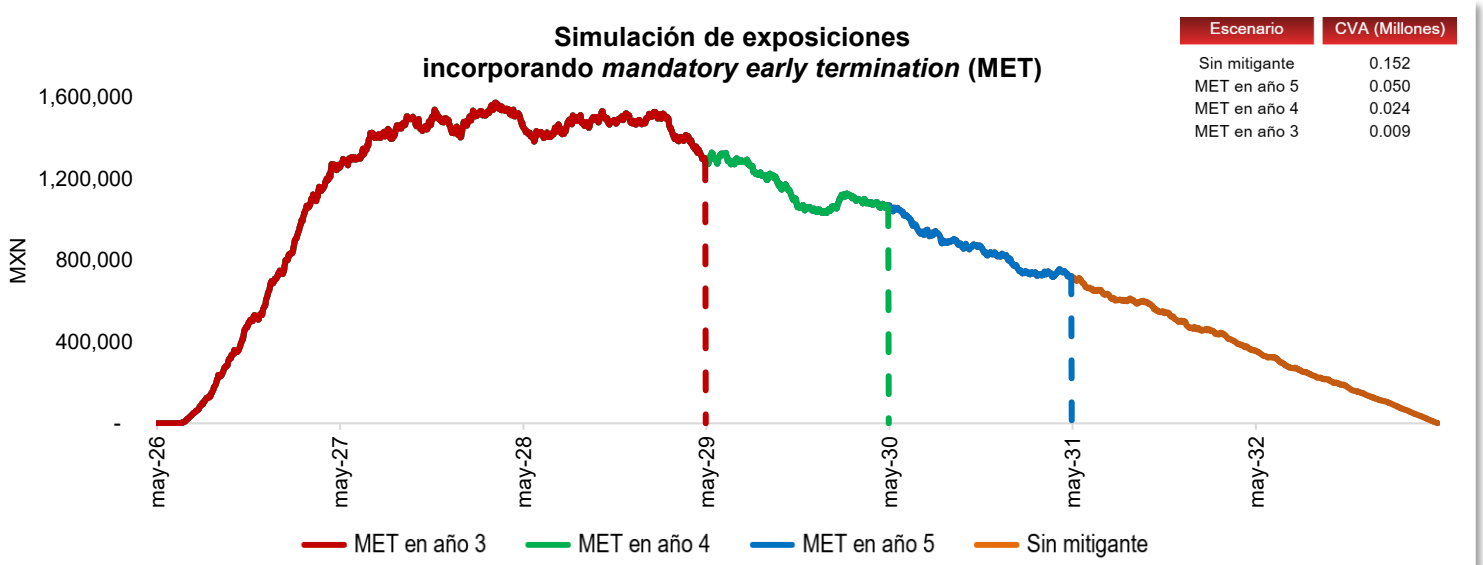
En ambos escenarios, al llegar al año 4, si el cliente requiere mantener la cobertura por el periodo remanente, deberá contratar una nueva operación bajo las condiciones de mercado vigentes en el momento. No obstante, el segundo caso suele resultar contractualmente más sencillo en la continuidad comercial. Asimismo, al momento de la terminación anticipada, brinda al cliente una mayor flexibilidad para reevaluar su estrategia, renegociar condiciones o reestructurar la operación conforme a sus necesidades.



Ejemplo Ilustrativo: Potenciales beneficios en costo por CVA

Supongamos que se contrata un *Interest Rate Swap* a 7 años por un notional de MXN 100 millones. Al momento de cotizar la operación, se incorpora el ajuste por riesgo de contraparte (CVA) correspondiente.

A continuación, se presenta el comportamiento de las exposiciones esperadas del swap, así como los cargos por concepto de CVA bajo distintos escenarios: uno que incorpora los efectos de incluir la terminación anticipada mandatoria en los años 3, 4 y 5, y otro sin considerar el mitigante.



Como se observa en la gráfica, la inclusión de una fecha de terminación anticipada mandatoria acota el horizonte de exposición de la operación, lo que se traduce en una reducción en CVA. Para este caso en específico y bajo ciertos supuestos metodológicos, esta disminución se refleja directamente en un menor costo de cobertura para el derivado con terminación anticipada en el año 3 reduciendo el CVA aproximadamente un 94% respecto al escenario sin mitigante.

En este sentido, su uso no solo permite gestionar la exposición crediticia de una operación, sino que se consolida como una herramienta clave para optimizar el costo total de las coberturas, al reducir estructuralmente el CVA y mejorar la eficiencia en el uso de líneas y capital.

En un entorno donde el costo del riesgo de contraparte impacta cada vez más en el *pricing* de derivados, el uso de herramientas como la terminación anticipada mandatoria se consolida como herramienta estratégica para optimizar el diseño de la cobertura, consumo de capital y eficiencia financiera.



Para mayor detalle, te invitamos a contactar a tu ejecutivo de coberturas para una asesoría personalizada.

Estimado cliente, ponemos a su disposición nuestros boletines dentro del microsítio Banca Transaccional Banorte: www.banorte.com/bancatransaccional