

La evolución del ecosistema de negociación de renta fija: los mercados de crédito norteamericano y europeo

Colaboradores

Nicholas Godec, CFA, CAIA, CIPM
Director
Head of Fixed Income Tradables
nicholas.godec@spglobal.com

Srichandra Masabathula
Associate Director
Fixed Income Products
srichandra.masabathula@spglobal.com

La inversión pasiva en renta fija

Los mercados internacionales de bonos son extensos e incluyen bonos individuales que se negocian con sus propios términos, cupones y vencimientos. Los bonos individuales con frecuencia también son ilíquidos o difíciles de conseguir y, por lo tanto, no están disponibles ampliamente. Los índices de renta fija han ayudado a estandarizar los mercados de bonos tomando este mercado, en su mayoría extrabursátil (OTC), y creando unidades definidas. Estas unidades pueden ser igual de amplias que la totalidad del mercado o pueden enfocarse en segmentos clave, como alto rendimiento (high yield) o bonos corporativos de grado de inversión, valores con garantía hipotecaria o bonos municipales, por nombrar algunos. Los índices se pueden subdividir por franja de calificación, rango de vencimiento, sector o características de sostenibilidad, entre muchos otros aspectos.

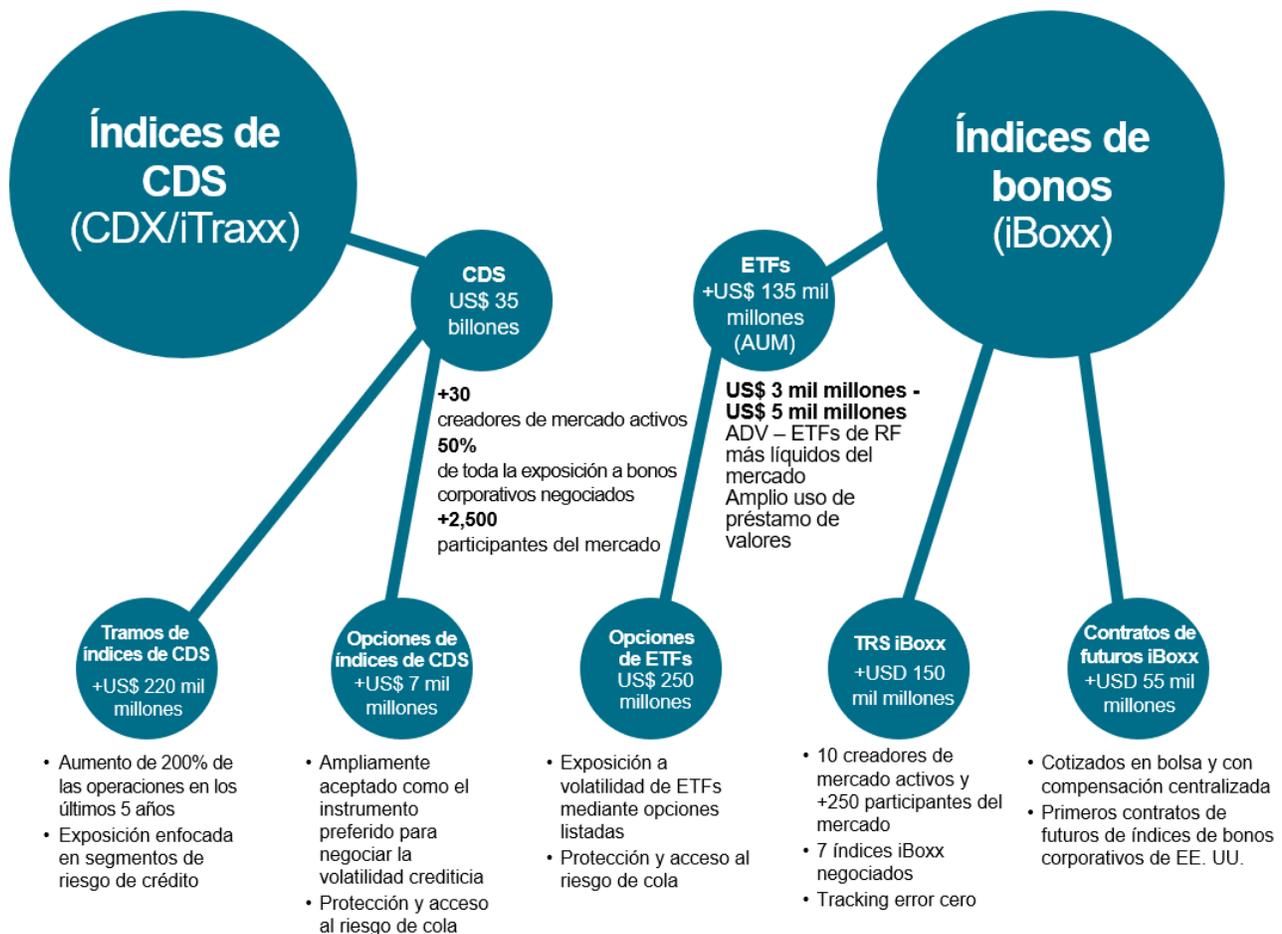
Los índices negociables de renta fija van más lejos y ofrecen a los participantes del mercado estrategias que pueden usarse como la base para productos negociables. Estos índices sustentan distintos tipos de productos financieros, incluidos ETFs y swaps de rendimiento total (TRS) estandarizados, futuros e índices de swaps de incumplimiento crediticio (CDS). Estos instrumentos evolucionaron para medir un segmento líquido de los mercados de bonos y ofrecer opciones con diversificación inherente, capacidad de inversión y negociación eficiente. Además, también ofrecen transparencia ya que las metodologías de construcción de los

índices son públicas y la inclusión de los productos negociables de renta fija subyacentes del índice también suele ser pública. Asimismo, los índices negociables de renta fija aumentan la transparencia al proporcionar una medida continua para la fijación de precios de los mercados de bonos.

Los índices negociables de renta fija fueron diseñados para entregar un medio eficiente para medir el mercado de bonos. Esta guía fue preparada para servir como una referencia introductoria a estos instrumentos y para destacar su desempeño en periodos recientes del mercado. Aunque algunos de estos instrumentos midan segmentos del mercado similares, cada instrumento tiene características únicas que los podría hacer más atractivos dependiendo de diferentes circunstancias de negociación.

A medida que se ha desarrollado el ecosistema de los índices negociables de renta fija, la adición de nuevas herramientas generó un aumento en los volúmenes de todos los instrumentos (vea la figura 1).

Figura 1: ecosistema de negociación de renta fija vinculado a índices de S&P DJI



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, DTCC y OSTTRA. Datos de 31 de diciembre de 2022. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Educación sobre índices

Para uso exclusivo de inversionistas institucionales y no para uso de inversionistas minoristas.

De benchmarks a índices negociables

La transición desde benchmarks amplios hacia índices líquidos creados para sustentar productos negociables implica una construcción cuidadosa para seleccionar componentes líquidos para los índices. La composición final busca reflejar segmentos líquidos del mercado y reducir el riesgo no sistemático mediante la limitación de las ponderaciones de los componentes. La eficiencia y transparencia del índice subyacente puede facilitar la replicación con productos de inversión.

Índices de bonos - iBoxx Benchmark contra iBoxx Liquid

Dentro de los índices iBoxx, los productos negociables típicamente se basan en índices líquidos en vez de benchmarks amplios. Los benchmarks amplios buscan ser una representación integral del mercado en la medida de lo posible y, al mismo tiempo, mantener criterios de selección básicos para garantizar la calidad del benchmark. Los índices líquidos emplean criterios de selección mucho más estrictos en comparación con los benchmarks amplios para asegurar que únicamente los bonos más líquidos sean elegibles para el índice.

Podemos ver hasta qué punto los índices líquidos filtran el universo del benchmark más amplio comparando los criterios del índice iBoxx USD Liquid High Yield con los del índice iBoxx USD High Yield Developed Markets (vea la figura 2).

Figura 2: comparación de los índices

Categoría	iBoxx USD Liquid High Yield Index	iBoxx USD High Yield Developed Markets Index
Deuda pendiente mínima	US\$ 400 millones	US\$ 200 millones
Tamaño mínimo del emisor	US\$ 1 mil millones	NA
Límite de ponderación por emisor	3%	NA
Periodo de bloqueo	3 meses	NA
Duración mínima	6 meses	NA
Periodo mínimo hasta el vencimiento	12 meses, 18 meses para nuevas adiciones	12 meses

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Criterios de febrero de 2023. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

Al comparar los dos índices, la deuda pendiente mínima exigida por emisión se duplica de US\$ 200 millones a US\$ 400 millones para el índice líquido. Además, el iBoxx USD Liquid High Yield Index incorpora un criterio para el tamaño del emisor, de manera que el emisor general debe tener un mínimo de US\$ 1 mil millones de deuda pendiente. Estos criterios apuntan al segmento más líquido del mercado de alto rendimiento, por lo que seleccionan los bonos más líquidos de los emisores de alto rendimiento más líquidos. El iBoxx USD Liquid High Yield Index también incluye un límite de ponderación por emisor de 3%, el cual ayuda a

garantizar que el índice esté diversificado y evita que el riesgo no sistemático afecte su perfil de riesgo/rendimiento.

El iBoxx USD Liquid High Yield Index además tiene un criterio de duración mínima, de manera tal que los nuevos ingresos se mantienen en el índice por seis meses después de su adición, excepto en el caso de mejoras de la calificación o incumplimientos. Asimismo, el índice tiene un periodo de bloqueo de tres meses, lo que evita que los bonos eliminados del índice se reincorporen por un periodo de tres meses desde el momento de eliminación, incluso si el bono cumple todos los demás criterios del índice después de su eliminación. Las reglas de duración mínima y periodo de bloqueo son exclusivas del iBoxx USD Liquid High Yield Index y tienen el efecto de reducir la rotación del índice, lo que mejora la negociabilidad al evitar costos de negociación arbitrarios.

A 31 de diciembre de 2022, gracias a los efectos de estas medidas de liquidez mejorada, el valor del iBoxx USD High Yield Developed Markets Index se redujo de un valor nominal de US\$ 1.4 billones a un valor nominal de US\$ 1.0 billón en el iBoxx USD Liquid High Yield Index; y el número de bonos pasó de 2,021 a 1,169.

Índices de CDS – Naturalmente negociables

Los índices iTraxx/CDX comprenden cestas negociables de swaps de incumplimiento de crédito uninominales. A diferencia de los índices de bonos, estos no necesariamente requieren de un instrumento de “envoltorio” (wrapper) para darle exposición al índice. Dado que los índices fueron diseñados para ser usados como cestas negociables, la liquidez es posiblemente el criterio más importante en la construcción de los índices iTraxx/CDX. La composición del índice consiste en los títulos que han exhibido la mayor actividad de negociación en el mercado de CDS al momento de la selección de los componentes, y que además cumplen otros criterios específicos del índice como la calificación y la deuda pendiente.

Por ejemplo, los criterios de selección del iTraxx Europe, el cual es un índice europeo de grado de inversión diversificado por sectores, incluye a los bonos europeos de grado de inversión más líquidos sin infringir ninguno de los límites sectoriales (vea la figura 3). Los rangos sectoriales entregan cierta flexibilidad para incluir los créditos más líquidos en el índice y, al mismo tiempo, mantener una exposición sectorial amplia.

Figura 3: iTraxx Europe – número mínimo y máximo de componentes por sector

Sectores del iTraxx Europe	Número mínimo de componentes	Número máximo de componentes
Autos e industrial	24	36
Consumidores	20	30
Energía	16	24
Tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones (TMT)	16	247
Finanzas	30	30

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Criterios de febrero de 2023. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

Un conjunto de herramientas en crecimiento – una matriz para elegir

¿Cómo escogen los inversionistas entre los distintos índices disponibles? No existe una única respuesta, depende de su objetivo y otros criterios, algunos de los cuales son descritos más adelante. Hay que tomar en cuenta varios aspectos de decisión.

Exposición financiada versus no financiada

Si un inversionista recibe una entrada de efectivo y quiere ganar exposición a un benchmark, los ETFs de renta fija son un medio para conseguirla. Los instrumentos sin financiamiento permiten obtener más de 100% de exposición al mercado, protegerse de determinada exposición asumiendo una posición corta y participar en el alfa portátil en los mercados. Los productos no financiados también se pueden usar para replicar posiciones financiadas, ya que son una garantía del valor nocional de la exposición.

Índices iBoxx de bonos al contado frente a los índices iTraxx/CDX de CDS

Una diferencia clave entre los índices iBoxx de bonos al contado y los índices iTraxx/CDX de CDS sería la correlación con el mercado al contado contra la exposición al crédito puro. Los productos vinculados a iBoxx, tales como ETFs de renta fija, TRS iBoxx y los futuros del iBoxx Corporate Bond Index, proporcionan una exposición amplia que incluye una exposición al tipo de interés y al crédito similar al segmento objetivo del mercado de bonos. Para los índices con una exposición al crédito puro, ya sea por exposición o por cobertura, los índices de CDS como los CDS y iTraxx son buenas opciones. Los índices de CDS reflejan una macroexposición con instrumentos que tienen diferenciales de compra y venta relativamente estrechos.

También existen algunas diferencias estructurales entre los índices de bonos iBoxx y los índices de CDS. En primer lugar, los índices de bonos iBoxx son ponderados por capitalización de mercado, mientras que los índices de CDS son ponderados equitativamente. En segundo lugar, los índices de CDS reflejan tenores fijos, de los cuales el tenor de cinco años es el más líquido. Por su parte, los índices iBoxx se componen de bonos con variados vencimientos. En tercer lugar, los instrumentos que siguen a los índices de bonos iBoxx proporcionan exposición a los bonos subyacentes que fueron usados para construir los índices, en cambio, los índices de CDS entregan exposición al riesgo de crédito amplio de los emisores. Finalmente, los índices de CDS son más específicos por región; por su parte, los índices iBoxx principalmente se basan en divisas. Por ejemplo, si bien el iBoxx USD Liquid Investment Grade Index puede contener bonos en dólares estadounidenses emitidos por emisores europeos, su equivalente de CDS, el CDX North American High Yield Index, contiene únicamente emisores norteamericanos. Cabe agregar que tanto los índices iBoxx de bonos y los índices de CDS son transparentes, se basan en reglas y tienen estructuras de gobernanza fuertes, lo que los vuelve unos instrumentos robustos para el mercado.

Liquidez y eficiencia de negociación

Cuando se trata de seleccionar instrumentos para los participantes del mercado, la liquidez y la eficiencia de la negociación generalmente son elementos clave. La liquidez ayuda a garantizar que las ideas y estrategias del inversionista se puedan aplicar en el mercado de la forma prevista. Los costos de negociación, como los diferenciales de compra y venta altos y otros costos adicionales asociados a la apertura de posiciones grandes en una sola negociación, pueden con frecuencia causar una reducción de los rendimientos de la estrategia o una protección ineficiente.

Los swaps de índices iTraxx/CDX y los ETFs que siguen los índices iBoxx tienden a ser instrumentos altamente líquidos desde la perspectiva de su medida de promedio de volumen diario (ADV). Además, en términos de diferenciales de compra y venta, los swaps de índices de CDS son eficientes, ya que los índices europeos y norteamericanos de grado de inversión cotizan con diferenciales de compra y venta incluso menores a un punto base casi todos los días. Los índices y ETFs de CDS, en parte gracias a su facilidad de acceso, también han mostrado que su liquidez tiende a mejorar en momentos de estrés en el mercado, a pesar de cualquier iliquidez de los bonos subyacentes. Esto se vio en marzo de 2020, momento en el cual la liquidez general de los bonos subyacentes del mercado disminuyó debido a la venta masiva provocada por el inicio de la pandemia de COVID-19; los swaps basados en índices de CDS y los ETFs basados en índices iBoxx fueron los pocos instrumentos que proporcionaron información esencial sobre el mercado mediante volúmenes sin precedentes y transparencia.

Los swaptions iTraxx/CDX, que reflejan exposición a la volatilidad crediticia, experimentaron volúmenes récord en 2022 y superaron los US\$ 7 billones (vea la figura 4). Estos swaptions están disponibles para operar en múltiples sistemas de ejecución de swaps (SEF) y sistemas multilaterales de negociación (MTF) bajo una estructura de compensación centralizada. Debido a su estructura estandarizada, sumada a la posibilidad de negociar con varios precios de ejercicio y vencimientos, las opciones sobre índices de CDS mejoran el diverso conjunto de herramientas para gestionar la exposición disponible para los participantes del mercado.

Finalmente, los swaps de rendimiento total estandarizados iBoxx y los futuros del iBoxx Corporate Bond Index ofrecen una exposición amplia a renta fija con mayor eficiencia en términos de tracking error, ya que los instrumentos se liquidan al mismo nivel del índice. Si bien los TRS iBoxx han mostrado volúmenes constantes desde su creación en 2012, los futuros iBoxx son instrumentos relativamente nuevos, ya que su operación comenzó a finales de 2018.

Figura 4: instrumentos negociables de renta fija – medidas de liquidez

Instrumentos	Exposición	Índice subyacente	Volúmenes anuales de 2022	Promedio del volumen diario en 2022	Promedio del diferencial de compra y venta en 2022 ¹
ETFs	GI EUR	iBoxx EUR Liquid Corporates Large Cap Index	US\$ 467 millones	US\$ 1.9 millones	US\$ 0.16
	AR EUR	iBoxx EUR Liquid High Yield Index	US\$ 2.7 mil millones	US\$ 10.8 millones	US\$ 0.15
	GI USD	iBoxx USD Liquid Investment Grade Index	US\$ 551 mil millones	US\$ 2.2 mil millones	US\$ 0.07
	AR USD	iBoxx USD Liquid High Yield Index	US\$ 752 mil millones	US\$ 2.9 mil millones	US\$ 0.01
Swaps de índices iTraxx/CDX	GI EUR	iTraxx Europe	US\$ 13.2 billones	US\$ 52.3 mil millones	1.1 pb
	AR EUR	iTraxx Crossover	US\$ 3.3 billones	US\$ 13.1 mil millones	5.6 pb
	GI USD	CDX.NA.IG	US\$ 13.7 billones	US\$ 54.4 mil millones	0.6 pb
	AR USD	CDX.NA.HY	US\$ 3.9 billones	US\$ 15.3 mil millones	2.7 pb
Swaptions iTraxx/CDX	GI EUR	iTraxx Europe	US\$ 3.4 billones	US\$ 13.3 mil millones	3.8 pb
	AR EUR	iTraxx Crossover	US\$ 787 mil millones	US\$ 3.1 mil millones	17.3 pb
	GI USD	CDX.NA.IG	US\$ 2.6 billones	US\$ 10.4 mil millones	4 pb
	AR USD	CDX.NA.HY	US\$ 590 mil millones	US\$ 2.3 mil millones	17.4 pb
TRS iBoxx	GI EUR	iBoxx EUR Corporates Index	US\$ 14 mil millones	US\$ 56 millones	47 pb
	AR EUR	iBoxx EUR Liquid High Yield Index	US\$ 12 mil millones	US\$ 50 millones	61 pb
	GI USD	iBoxx USD Liquid Investment Grade Index	US\$ 17 mil millones	US\$ 66 millones	35 pb
	AR USD	iBoxx USD Liquid High Yield Index	US\$ 86 mil millones	US\$ 341 millones	30 pb
Futuros iBoxx	GI USD	iBoxx iShares \$ High Yield Corporate Bond Index	US\$ 18 mil millones	US\$ 72 millones	6 pb
	AR USD	iBoxx iShares \$ Investment Grade Corporate Bond Index	US\$ 38 mil millones	US\$ 152 millones	7 pb

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos de 31 de diciembre de 2022. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

Los volúmenes anuales totales de cada uno de los instrumentos negociables de renta fija se encuentran en el Anexo.

¹ En el caso de los índices iTraxx/CDX, la tabla muestra los diferenciales entre precios de comprador y vendedor de los tenores de cinco años de la serie emitida más reciente de los respectivos índices.

En el caso de los swaptions iTraxx/CDX, la tabla muestra los diferenciales de compra y venta de pagador/receptor de los contratos swaption a la par de tres meses (precio de ejercicio estándar más cerca al nivel de referencia) que toman como referencia la última serie emitida de los respectivos índices. Para los swaptions a la par, los diferenciales de compra y venta de pagador y receptor son más o menos los mismos.

En el caso de los TRS iBoxx, la tabla muestra los diferenciales de compra y venta de los contratos TRS iBoxx que vencen durante los siguientes tres meses.

Educación sobre índices

Para uso exclusivo de inversionistas institucionales y no para uso de inversionistas minoristas.

Pago de impuestos

Las negociaciones de corto plazo que utilizan futuros podrían beneficiarse de una tasa de interés combinada que dé más importancia a la tasa de las ganancias de capital a largo plazo. Además, usar ETFs de renta fija podría tener la ventaja fiscal de que los inversionistas pagan impuestos sólo cuando ellos operan y no cuando otros operan dentro del fondo, como es el caso de algunos otros fondos envoltorio.

Resumen

La figura 5 resume información que los participantes del mercado podrían tener en cuenta al evaluar envoltorios negociables.

Figura 5: resumen de los instrumentos negociables

Instrumento	Financiamiento	Duración/ Riesgo de tipo de interés	Liquidez	Exposición diversificada	Establecimiento del tamaño de la posición	¿Se puede vender?/ ¿costo?	Seguimiento/ Exposición	Acceso
Bonos al contado	Financiado	Sí	Media/baja	No, a menos que estén en una cartera diversificada	Demora mucho tiempo	Difícil/costoso	Exposición exacta	Mercado extrabursátil
ETFs	Financiado	Sí	Alta	Sí	Variado	Sí/puede ser costoso	Tracking error bajo	Cotizado en bolsa
TRS iBoxx	No financiado	Sí	Media	Sí	Fácil	Sí/menos costoso	Sin tracking error	SEFs/MTFs, extrabursátil, 10 creadores de mercado activos
Índices iTraxx/CDX	No financiado	No/crédito puro	Muy alta	Sí, pero menor	Muy fácil	Sí/No es costoso	Tracking error mayor/exposición estrecha	SEFs/MTFs, (compensación centralizada), 30 creadores de mercado activos
Swaptions iTraxx/CDX	No financiado	No/crédito puro	Alta	Sí, pero menor	Fácil	Sí/No es costoso	Tracking error mayor	SEFs/MTFs, (compensación centralizada), respaldado por los principales creadores del mercado de índices de CDS
Futuros iBoxx	No financiado	Sí	Nuevo	Sí	Fácil	Sí/No es costoso	Sigue ETFs y el MB de cerca	Cotizado en bolsa
Tramos iTraxx/CDX	No financiado	No/crédito puro	Media	Sí, pero menor	Fácil	Sí/No es costoso	Exposición a riesgo no sistemático	SEFs/MTFs, respaldado por los principales creadores del mercado de índices de CDS
Opciones sobre ETFs	No financiado	Sí	Media	Sí	Fácil	Sí/No es costoso	Tracking error bajo	Cotizado en bolsa

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

Educación sobre índices

Para uso exclusivo de inversionistas institucionales y no para uso de inversionistas minoristas.

Estas herramientas no se negocian de forma aislada, existe un sólido mercado de negociación de valor relativo entre ellas. Por ejemplo, los operadores pueden decidir si los futuros les parecen relativamente costosos en comparación con los ETFs que siguen la misma exposición. Esta podría entonces ser una oportunidad de arbitraje para comprar uno y vender el otro. Por su parte, este tipo de inversionista propicia la eficiencia de precios garantizando que los precios de los instrumentos negociables no se alejen del índice subyacente que siguen. También hay muchos otros mecanismos para impulsar la eficiencia de precios. Los ETFs de renta fija cuentan con el proceso de creación y reembolso para que los ETFs puedan seguir su mercado subyacente. Los TRS y futuros iBoxx se liquidan en relación con los niveles oficiales del índice en la fecha de caducidad del contrato, por lo que al vencimiento, los inversionistas reciben el rendimiento de mercado de ese periodo con un tracking error mínimo. La liquidez bilateral de los índices de CDS ayuda a que los índices reflejen el costo actual de la protección frente a las pérdidas crediticias o la compensación por proporcionar financiación crediticia.

Estructura del mercado

Operación y compensación

Los ETFs y futuros iBoxx son cotizados en bolsa, por lo que son altamente transparentes y fáciles de ejecutar. La amplia gama de participantes autorizados, otros proveedores de liquidez y los operadores de alta frecuencia que participan activamente en el mercado pueden afectar la toma de decisiones de los inversionistas en torno a los ETFs y los futuros iBoxx en los casos de uso previstos. Además de aportar a la liquidez de los propios ETFs, los participantes autorizados también mejoran la liquidez de los bonos subyacentes mediante el mecanismo de creación y reembolso incorporado en el funcionamiento de los ETFs, lo que hace que la información que podemos observar sea más completa.

Para los derivados OTC, el éxito de los instrumentos está en gran parte vinculado al número de creadores de mercado que proporcionan liquidez, lo cual ayuda a garantizar la eficiencia de los productos en el mercado. Los swaps de índices iTraxx/CDX son instrumentos derivados de crédito altamente líquidos y cuentan con más de 30 creadores de mercado activos que proporcionan liquidez. Los swaptions iTraxx/CDX también son respaldados por los principales creadores de mercado de CDS y el aumento del uso de estos instrumentos en las estrategias cuantitativas contribuye a la expansión de este mercado.

Existe una tendencia cada vez mayor de reducir el riesgo negociando bajo una estructura de compensación y ejecutando en SEFs y MTFs establecidos. Tanto los instrumentos basados en CDS y los TRS iBoxx están disponibles para negociar en SEFs y MTFs, lo que facilita el acceso a estos y mejora la transparencia del mercado. Es más, los índices y swaptions iTraxx/CDX se compensan de forma centralizada, lo que reduce el riesgo de contraparte. Por

último, los instrumentos derivados de crédito son respaldados por la confirmación electrónica de las operaciones en plataformas como OSTTRA a fin de facilitar la ejecución y el seguimiento de los datos de las operaciones mediante repositorios estructurados.

Estandarización

La estandarización ha sido un factor importante para la expansión del uso de los instrumentos negociables de renta fija, especialmente para los instrumentos derivados OTC. Los instrumentos basados en CDS y los TRS iBoxx tienen condiciones contractuales estandarizadas, como cupones fijos, fechas de pago de cupones, fechas de vencimiento y procedimientos de eventos de crédito (sólo para CDS) para la fungibilidad de las operaciones y una mayor liquidez. Las condiciones contractuales estandarizadas contribuyen a mejorar la eficiencia del mercado, ya que todos los agentes bursátiles crearían mercados con el mismo contrato fungible y con la misma estructura. Esto también permite a los inversionistas anular operaciones con distintos agentes bursátiles y facilita los procesos de novación de las operaciones.

Los instrumentos de CDS y los TRS iBoxx están respaldados por el Acuerdo Principal para operar instrumentos derivados OTC de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA). Una vez establecido el Acuerdo Principal de la ISDA entre las contrapartes, se puede citar en una serie de operaciones, lo que elimina la necesidad de que las contrapartes especifiquen las condiciones contractuales para cada operación por separado. Además del Acuerdo Principal de la ISDA, los instrumentos de CDS ahora están respaldados por las Definiciones de Derivados de Crédito de la ISDA de 2014, el cual es un documento normativo detallado que proporciona las definiciones estándar del mercado para las operaciones de CDS. De manera similar, los TRS iBoxx tienen el respaldo de las Definiciones de Derivados de Tipo de Interés de 2006 de la ISDA, este es un documento que rige las operaciones de derivados que incluyen componentes de tipos de interés.

Además de las definiciones amplias basadas en las clases de activos que entrega la ISDA, existe documentación específica por producto para los instrumentos negociables de renta fija. Tanto los instrumentos basados en CDS como los TRS iBoxx tienen su propio documento complementario de términos estándar y plantillas de confirmación para la estandarización de las operaciones ejecutadas por las contrapartes.

Casos de uso principales

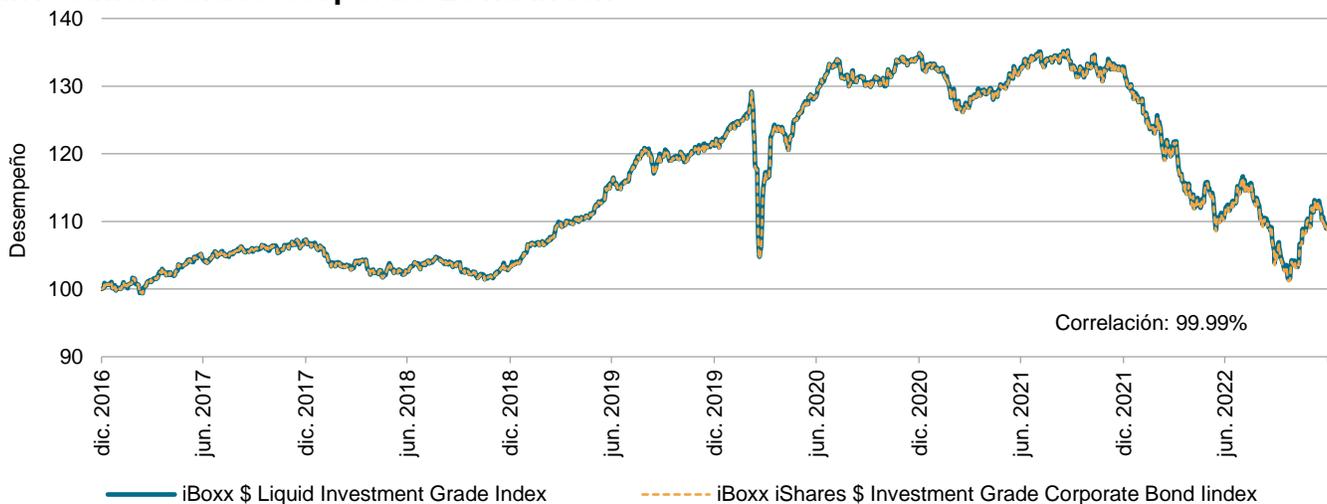
Protección

Los instrumentos de crédito basados en índices no financiados permiten a los participantes del mercado protegerse del riesgo de crédito macroeconómico utilizando derivados, en vez de tener que desinvertir en tenencias físicas. Esto puede llevarse a cabo asumiendo una exposición a la venta utilizando índices de CDS, TRS estandarizados o futuros, los cuales pueden tener una alta correlación con los activos físicos.

Valor relativo

Los inversionistas también pueden usar instrumentos negociables de renta fija vinculados a índices para aprovechar el valor relativo entre distintos instrumentos. La negociación de valor relativo consiste en aprovechar la fijación de precios relativa incorrecta de instrumentos similares. Por ejemplo, debido a que los índices subyacentes utilizados para acceder al mercado de grado de inversión en dólares mediante TRS iBoxx y contratos de futuros iBoxx son muy similares, los dos instrumentos presentan una oportunidad natural para obtener primas de riesgo mediante la negociación del valor relativo. La figura 6 ilustra el desempeño del índice iBoxx \$ Liquid Investment Grade Index (símbolo de cotización: IBOXIG, subyacente a los TRS iBoxx) y el iBoxx iShares \$ Investment Grade Corporate Bond Index (símbolo de cotización: IBXXIBIG, subyacente a los futuros iBoxx) para destacar las similitudes entre los dos índices.

Figura 6: desempeño del iBoxx \$ Liquid Investment Grade Index y el iBoxx iShares \$ Investment Grade Corporate Bond Index



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos al 30 de diciembre de 2022. El iBoxx iShares \$ Investment Grade Corporate Bond Index fue lanzado el 18 de mayo de 2018. Todos los datos presentados antes de la fecha de lanzamiento son hipotéticos y generados mediante pruebas retrospectivas. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante pruebas retrospectivas.

Educación sobre índices

Para uso exclusivo de inversionistas institucionales y no para uso de inversionistas minoristas.

Una estrategia común de valor relativo consiste en asumir simultáneamente posiciones largas y cortas en dos activos con una alta correlación, lo que crea la posibilidad de que los inversionistas obtengan rendimientos positivos con un riesgo limitado.

Garantía de liquidez

Los instrumentos negociables de renta fija se pueden utilizar para acceder rápidamente a exposición a beta y muchas veces pueden ser herramientas prácticas incluso para los inversionistas activos. Dada la relativa iliquidez del mercado de bonos al contado, estos instrumentos basados en índices, sumados a su gran liquidez, suelen ser los instrumentos elegidos por una amplia variedad de inversionistas en renta fija.

Como ejemplo, pensemos en una gestora hipotética de un fondo activo de renta fija que tiene la tarea de invertir una cantidad importante de una gran entrada en el fondo que ella gestiona en el mercado de alto rendimiento en euros. Aunque la inversionista tenga buenas habilidades para la selección de títulos y tenga un buen historial de desempeño superior al del mercado, obtener los bonos específicos a precios favorables igualmente puede ser un proceso largo dadas las características del mercado de bonos al contado. Esta es frecuentemente la causa del “arrastre de caja” de los fondos, que es cuando las entradas de efectivo no generan ningún rendimiento debido a la ausencia de instrumentos líquidos para obtener la exposición necesaria. En tales casos, los instrumentos vinculados a índices líquidos y financiados, como los ETFs que siguen el índice iBoxx EUR Liquid High Yield (el cual tuvo un promedio de volumen diario de US\$ 10.8 millones en 2022), se pueden utilizar para poner a trabajar los fondos inmediatamente, lo que permite que el inversionista gane al menos rendimientos de mercado y le da margen para centrarse en el mejor timing para seleccionar valores individuales y generar alfa. La negociación activa en ETFs no sólo permite establecer posiciones grandes en el mercado de bonos de alto rendimiento en euros, sino que también contrarrestar gradualmente la posición en los ETFs a medida que se identifican las posiciones que generan alfa.

Volatilidad crediticia

Como ya fue mencionado, los inversionistas también pueden aprovechar el ecosistema negociable de renta fija para expresar opiniones sobre la volatilidad de los mercados de crédito o protegerse de ella. En los últimos años, también se ha producido un crecimiento de los productos basados en volatilidad dentro del ecosistema de productos negociables de renta fija. Aunque los swaptions iTraxx/CDX son productos bastante maduros y tienen más de US\$ 7 billones de valor notional negociado, recientemente también se ha producido un crecimiento de las opciones que hacen referencia a ETFs listados en Estados Unidos. Mientras que los swaptions iTraxx/CDX pueden ayudar a proporcionar exposición a volatilidad de crédito puro, las opciones sobre ETFs de bonos proporcionan exposición a la volatilidad del crédito y del

tipo de interés. Estos dos tipos de productos basados en opciones pueden complementarse para adaptarse a necesidades específicas.

Los swaptions iTraxx/CDX y las opciones sobre ETFs pueden utilizarse para aplicar todo tipo de estrategias estándar de opciones o para cubrir el riesgo a la baja. Estos instrumentos también pueden ser usados para formarse una opinión sobre la volatilidad implícita y realizada en los macromercados crediticios utilizando swaptions iTraxx/CDX. La volatilidad implícita, como su nombre indica, es la volatilidad prospectiva del mercado de crédito implícita en los swaptions iTraxx/CDX, mientras que la volatilidad realizada es la volatilidad retrospectiva del mercado de crédito calculada a partir del movimiento de los diferenciales del índice iTraxx/CDX en ese periodo. Los inversionistas avezados pueden aprovechar esta relación utilizando swaptions iTraxx/CDX.

Conclusión

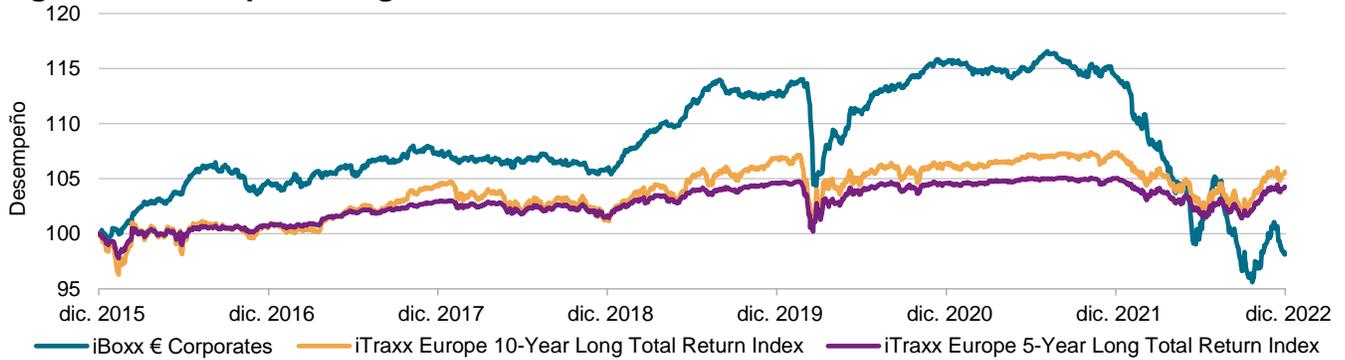
Los índices de renta fija han jugado un papel central en la modernización de los mercados de renta fija al proporcionar transparencia y un método de estandarización. Los índices negociables de renta fija van un paso más allá al crear índices diseñados para sustentar instrumentos negociables y, de este modo, han construido un puente para que los inversionistas puedan utilizarlos y obtengan información para tomar decisiones. La amplitud de los vehículos de inversión basados en índices ha crecido desde los ETFs, swaps de rendimiento total, índices de swaps de incumplimiento crediticio y futuros hasta opciones sobre índices de CDS y ETFs. Las herramientas vinculadas a índices, como los ETFs de renta fija, también han sido responsables del aumento en la liquidez de los bonos individuales gracias a nuevas prácticas como la negociación de carteras. Apenas empezamos a ver el efecto que tendrá la inversión pasiva con índices².

² Para obtener más información sobre los temas tratados en este artículo, por favor consulte la [Guía de índices de CDS](#) y la [TRS iBoxx estandarizados – Guía de convención de operación](#) (documentos en inglés).

Anexo

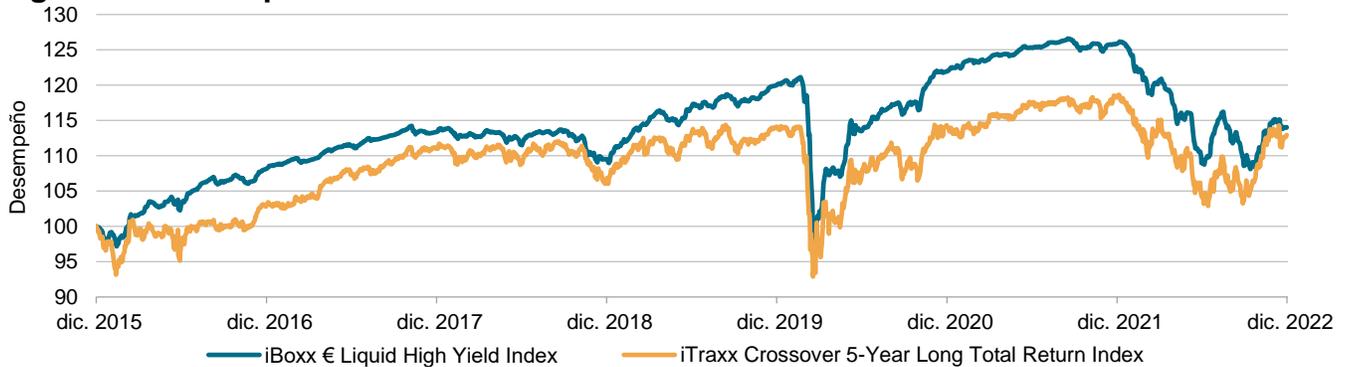
Índices de renta fija negociables – desempeño de los índices

Figura 9: desempeño de grado de inversión en euros



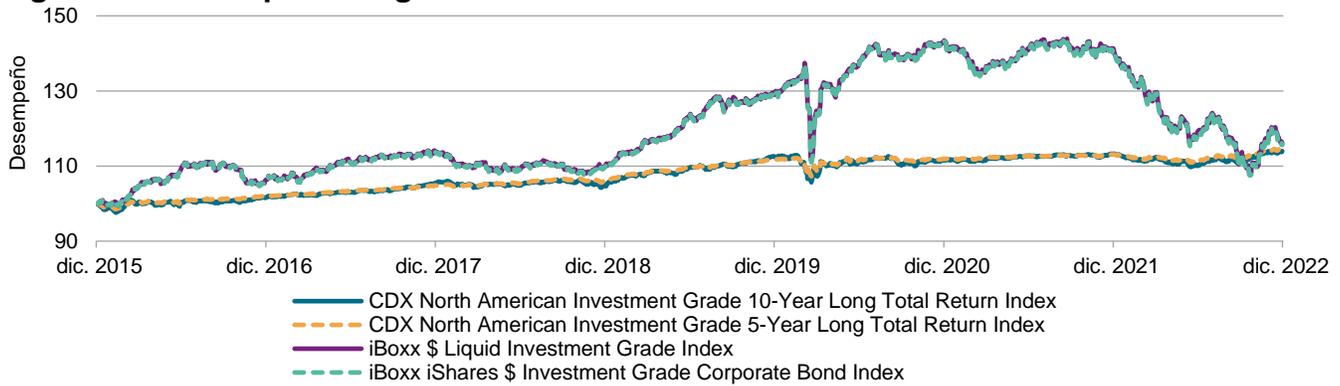
Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos de 31 de diciembre de 2022. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Figura 10: desempeño de alto rendimiento en euros



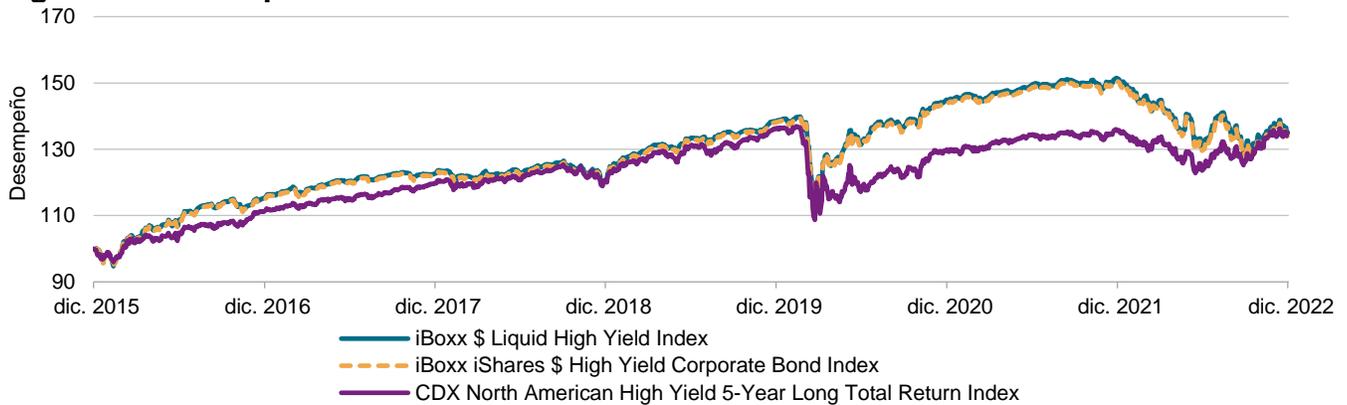
Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos de 31 de diciembre de 2022. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Figura 11: desempeño de grado de inversión en dólares



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos de 31 de diciembre de 2022. El iBoxx iShares \$ Investment Grade Corporate Bond Index fue lanzado el 18 de mayo de 2018. Todos los datos presentados antes de la fecha de lanzamiento son hipotéticos y generados mediante pruebas retrospectivas. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante pruebas retrospectivas.

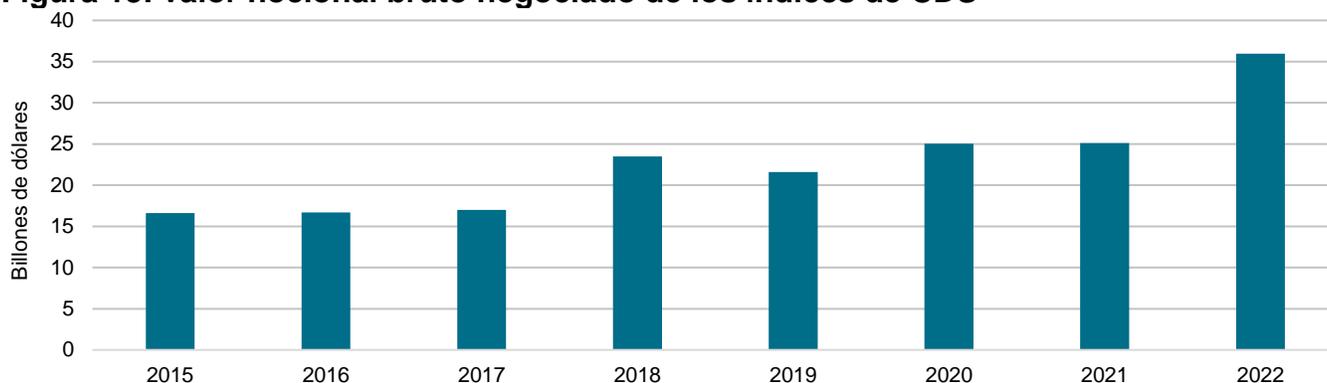
Figura 12: desempeño de alto rendimiento en dólares



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos de 31 de diciembre de 2022. El iBoxx iShares \$ High Yield Corporate Bond Index fue lanzado el 18 de mayo de 2018. Todos los datos presentados antes de la fecha de lanzamiento son hipotéticos y generados mediante pruebas retrospectivas. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante pruebas retrospectivas.

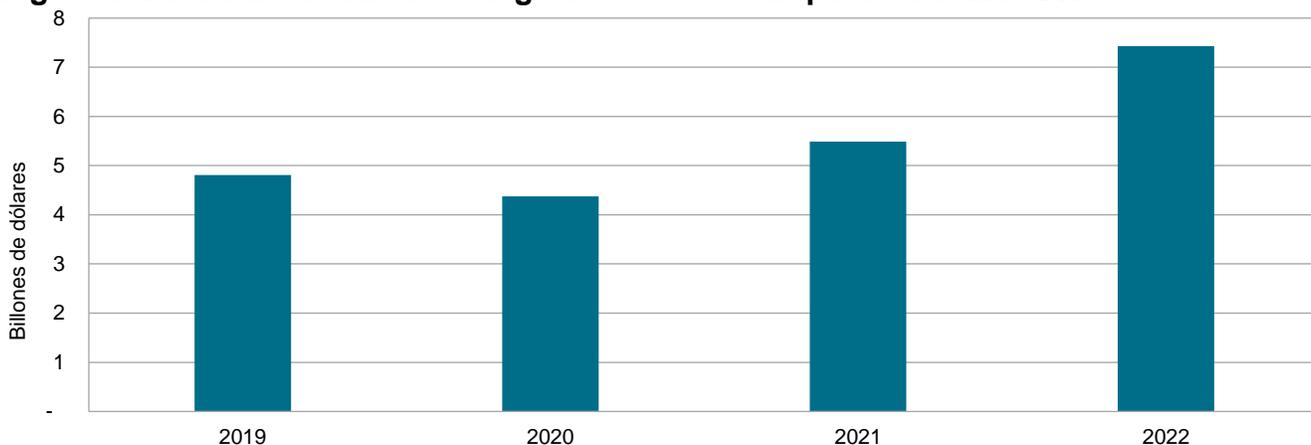
Productos negociables de renta fija – volúmenes anuales

Figura 13: valor nominal bruto negociado de los índices de CDS



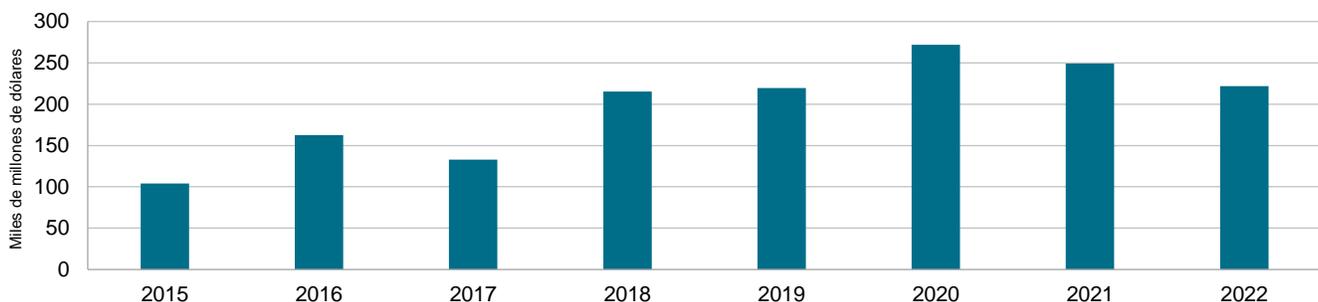
Fuente: DTCC. Datos al 30 de diciembre de 2022. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Figura 14: valor nominal bruto negociado de los swaptions iTraxx/CDX



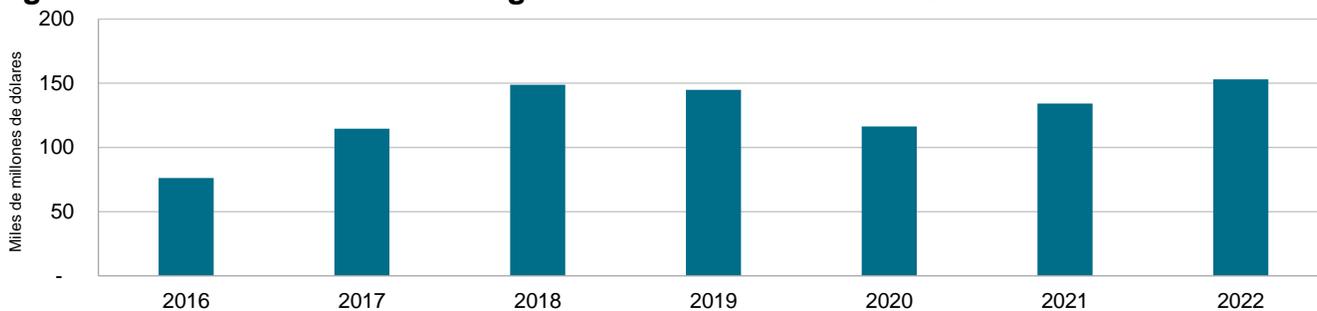
Fuente: OSTTRA. Datos de 31 de diciembre de 2022. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Figura 15: valor nominal bruto negociado de los tramos iTraxx/CDX



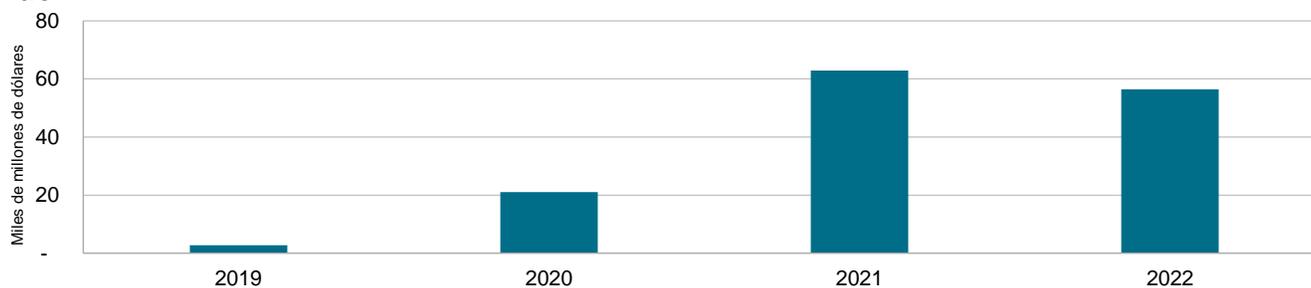
Fuente: DTCC. Datos al 30 de diciembre de 2022. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Figura 16: valor nocional bruto negociado de los TRS iBoxx estandarizados



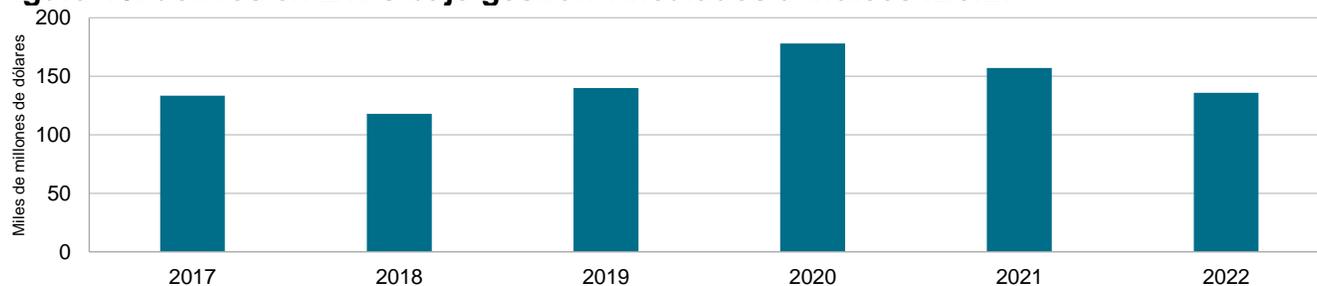
Fuente: DTCC. Datos al 30 de diciembre de 2022. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Figura 17: valor nocional bruto negociado de los futuros del iBoxx Corporate Bond Index



Fuente: Cboe Global Markets. Datos al 30 de diciembre de 2022. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Figura 18: activos en ETFs bajo gestión vinculados a índices iBoxx



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos al 30 de diciembre de 2022. El desempeño de los índices se basa en rendimientos totales calculados en dólares (USD). El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Divulgación de desempeño/Datos generados mediante pruebas retrospectivas

El iBoxx iShares \$ Investment Grade Corporate Bond Index y el iBoxx iShares \$ High Yield Corporate Bond Index fueron lanzados el 18 de mayo de 2018. Toda la información presentada antes de la fecha de lanzamiento de un índice es hipotética (obtenida mediante pruebas retrospectivas), no constituye desempeños reales y se basa en la misma metodología que estaba vigente en la fecha oficial de lanzamiento de un índice. Sin embargo, cuando se crea un historial mediante pruebas retrospectivas para periodos en los que existen anomalías de mercado o que no reflejan el ambiente general de mercado en un determinado momento, es posible flexibilizar las reglas de la metodología del índice con el fin de abarcar un universo de valores lo suficientemente amplio para simular el mercado que el índice busca medir o la estrategia que busca capturar. Por ejemplo, se pueden reducir los requisitos de capitalización de mercado o liquidez. Además, las bifurcaciones no se han tenido en cuenta en los datos de pruebas retrospectivas con respecto a los Índices de Criptomonedas de S&P DJI. En el caso de los índices S&P Cryptocurrency Top 5 y 10 Equal Weight, el factor de custodia de la metodología no fue considerado. El historial generado a partir de pruebas retrospectivas se basa en los componentes del índice que cumplen con este criterio en la fecha de lanzamiento. Las metodologías completas de los índices están disponibles en www.spglobal.com/spdji. El desempeño generado mediante pruebas retrospectivas refleja la aplicación de la metodología y la selección de componentes del índice en retrospectiva y es posible que el conocimiento de factores que pueden haber afectado positivamente su desempeño no dé cuenta de todos los riesgos financieros que puedan afectar a los resultados y puede considerarse que reflejan el sesgo de supervivencia y de uso de información futura. Los rendimientos reales pueden ser significativamente diferentes (e inferiores) de los rendimientos de pruebas retrospectivas. El rendimiento pasado no es señal o garantía de resultados futuros.

Consulte la metodología del índice para obtener más detalles sobre el índice, incluidos la manera en que se rebalanza, el momento en que se realiza dicho rebalanceo, los criterios para las incorporaciones y eliminaciones, además de todos los cálculos del índice. El desempeño generado mediante pruebas retrospectivas es para uso exclusivo de inversionistas institucionales y no para uso de inversionistas minoristas.

S&P Dow Jones Indices define diversas fechas para ayudar a nuestros clientes a proporcionar transparencia en sus productos. La fecha del primer valor es el primer día en el cual existe un valor calculado (ya sea en vivo o de pruebas retrospectivas) para un índice determinado. La fecha base es la fecha en la cual el índice se establece a un valor fijo para efectos de cálculo. La fecha de lanzamiento designa la fecha en la cual los valores de un índice se consideran en vivo por primera vez: los valores del índice proporcionados para cualquier fecha o período antes de la fecha de lanzamiento del índice se consideran de pruebas retrospectivas. S&P Dow Jones Indices define la fecha de lanzamiento como la fecha en la cual se dan a conocer los valores del índice al público, por ejemplo mediante el sitio web público de la compañía o su transferencia automática de datos a terceros. Para los índices con la marca Dow Jones introducidos antes del 31 de mayo de 2013, la fecha de lanzamiento (que, antes del 31 de mayo de 2013, era denominada “fecha de introducción”) se fija en una fecha en la cual no se permitieron realizar más cambios a la metodología del índice, pero que puede haber sido anterior a la fecha de divulgación al público.

Generalmente, cuando S&P DJI crea datos de índices mediante pruebas retrospectivas, utiliza datos históricos reales a nivel de componentes en sus cálculos (por ejemplo, datos históricos sobre precios, capitalización de mercado y eventos corporativos). Dado que la inversión ESG está en etapas tempranas de desarrollo, es posible que ciertos puntos de datos utilizados para calcular los índices ESG no estén disponibles para la totalidad del período deseado de historial generado con pruebas retrospectivas. El mismo problema de disponibilidad de datos también se podría dar para otros índices. En casos en que no haya información real disponible para todos los períodos históricos relevantes, S&P DJI puede utilizar un proceso de “Asunción de datos retrospectivos” de datos ESG para el cálculo del desempeño histórico generado por pruebas retrospectivas. La “Asunción de datos retrospectivos” es un proceso que aplica los puntos de datos en vivo reales más antiguos disponibles para una empresa componente del índice a todas las instancias históricas anteriores en el desempeño del índice. Por ejemplo, la Asunción de datos retrospectivos asume por defecto que las empresas actualmente no involucradas en una actividad comercial específica (también conocido como “participación en un producto”) nunca estuvieron involucradas históricamente y viceversa. La Asunción de datos retrospectivos permite que la prueba retrospectiva hipotética se extienda por más años históricos de los que sería posible utilizando únicamente datos reales. Para más información sobre la “Asunción de datos retrospectivos”, consulte las Preguntas frecuentes. La metodología y factsheets de cualquier índice que utilicen asunción de datos retrospectivos en el historial generado por pruebas retrospectivas lo indicarán explícitamente. La metodología incluirá un Anexo con una tabla que muestra los puntos de datos específicos y períodos relevantes para los que se utilizaron datos proyectados retrospectivos.

Los rendimientos del índice mostrados no representan los resultados de las operaciones reales de activos/valores invertibles. S&P Dow Jones Indices mantiene el índice y calcula los niveles y desempeño mostrados o analizados, pero no gestiona los activos reales. Los rendimientos del índice no reflejan el pago de ningún costo de operación ni costo de ventas que un inversionista pueda pagar para comprar los valores subyacentes del índice o los fondos de inversión que pretenden seguir el rendimiento del índice. La imposición de estos costos y comisiones ocasionaría que el rendimiento real y de pruebas retrospectivas de los valores/fondos fueran más bajos que el rendimiento del índice mostrado. Para dar un ejemplo sencillo, si un índice tuvo un rendimiento del 10% sobre una inversión de US \$100,000 por un período de 12 meses (o US \$10,000) y una comisión real basada en activos del 1.5% se impuso al final del período sobre la inversión más el interés acumulado (o US \$1,650), el rendimiento líquido sería 8.35% (o US \$8,350) para el año. Durante un período de tres años, una comisión anual de 1.5% tomada al final del año asumiendo un rendimiento de 10% por año daría lugar a un rendimiento bruto acumulado de 33.10%, una comisión total de US\$ 5,375 y un rendimiento neto acumulado de 27.2% (o US\$ 27,200).

Descargo de responsabilidad

© 2023 S&P Dow Jones Indices. Todos los derechos reservados. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US500, US 30, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, Select Sector, S&P MAESTRO, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, LCDX, MBX, MCDX, PRIMEX, TABX, HHPI, IRXX, I-SYND, SOVX, CRITS y CRITR son marcas comerciales registradas de S&P Global, Inc. ("S&P Global") o sus asociadas. DOW JONES, DJ, DJIA, THE DOW y DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE son marcas comerciales de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). El uso de estas y otras marcas comerciales se ha otorgado bajo licencia a S&P Dow Jones Indices LLC. Se prohíbe la redistribución o reproducción total o parcial sin autorización previa por escrito de S&P Dow Jones Indices LLC. Este documento no constituye una oferta de servicios en aquellas jurisdicciones donde S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Global, Dow Jones o sus respectivas asociadas (en conjunto "S&P Dow Jones Indices") no cuenten con las autorizaciones necesarias. Con excepción de algunos servicios personalizados de cálculo de índices, toda la información proporcionada por S&P Dow Jones Indices es impersonal y no está adaptada a las necesidades de ninguna persona, entidad o grupo de personas. S&P Dow Jones Indices recibe retribución relacionada con el otorgamiento de licencias de sus índices a terceros y la entrega servicios personalizados de cálculo de índices. El desempeño pasado de un índice no es señal o garantía de resultados futuros.

No es posible invertir directamente en un índice. La exposición a una clase de activos representada por un índice puede estar disponible por medio de instrumentos de inversión basados en ese índice. S&P Dow Jones Indices no patrocina, avala, vende, promueve o administra ningún fondo de inversión ni otros vehículos de inversión ofrecidos por terceros y que busquen proporcionar un rendimiento sobre la inversión basado en el desempeño de cualquier índice. S&P Dow Jones Indices no garantiza que los productos de inversión basados en el índice seguirán con exactitud el desempeño del índice o proporcionarán rendimientos positivos sobre la inversión. S&P Dow Jones Indices no es asesor de inversiones y S&P Dow Jones Indices no hace ninguna declaración relacionada con la conveniencia de invertir en ninguno de tales fondos de inversión u otros vehículos de inversión. La decisión de invertir en alguno de tales fondos de inversión u otro vehículo de inversión no debe tomarse con base en ninguna de las declaraciones que contiene este documento. S&P Dow Jones Indices no es un asesor de inversiones, un asesor de operación de commodities, un operador de un fondo común de commodities, un corredor de bolsa, un fiduciario, un promotor (tal como se define en la Ley de Compañías de Inversión de 1940 y sus enmiendas), un experto tal como se enumera en la ley 15 U.S.C. § 77k(a) o un asesor fiscal. La inclusión de un valor, commodity, criptomoneda u otro activo en un índice no es una recomendación de S&P Dow Jones Indices para comprar, vender o mantener dicho valor, commodity, criptomoneda u otro activo y tampoco debe considerarse como asesoramiento de inversión o de operación de commodities.

Estos materiales se han preparado exclusivamente con fines informativos con base en información generalmente disponible al público de fuentes que se consideran confiables. El contenido de estos materiales (incluidos los datos del índice, las calificaciones, análisis y datos crediticios, investigaciones, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o producto de los mismos), ya sea en su totalidad o en parte ("Contenido") no puede modificarse, ser objeto de ingeniería inversa, reproducirse o distribuirse de ninguna forma y por ningún medio, ni almacenarse en una base de datos o sistema de recuperación, sin la autorización previa por escrito de S&P Dow Jones Indices. El Contenido no debe utilizarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P Dow Jones Indices y sus proveedores externos de datos y licenciantes (en conjunto "Partes de S&P Dow Jones Indices") no garantizan la precisión, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P Dow Jones Indices no incurrirán en ninguna responsabilidad por errores u omisiones, sea cual fuere su causa, por los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido. EL CONTENIDO SE PROPORCIONA "EN EL ESTADO EN QUE SE ENCUENTRA". LAS PARTES DE S&P DOW JONES INDICES RECHAZAN TODAS Y CADA UNA DE LAS GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, LAS CUALES INCLUYEN A TÍTULO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITATIVO, LAS GARANTÍAS DE MERCANTIBILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN O USO ESPECÍFICO, O LAS GARANTÍAS REFERENTES A QUE EL CONTENIDO NO CONTIENE FALLAS, ERRORES O DEFECTOS DE SOFTWARE, QUE EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO SERÁ ININTERRUMPIDO O QUE EL CONTENIDO FUNCIONARÁ CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso las Partes de S&P Dow Jones Indices serán responsables ante nadie por daños directos, indirectos, incidentales, ejemplares, compensatorios, punitivos, especiales o consecuenciales, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluidos a título enunciativo, pero no limitativo, las pérdidas de ingresos o ganancias y costos de oportunidad) en relación con cualquier uso del Contenido, incluso si se hubiere advertido de la posibilidad de tales daños.

S&P Global mantiene ciertas actividades de sus divisiones y unidades comerciales separadas unas de otras con el fin de preservar la independencia y objetividad de sus actividades respectivas. En consecuencia, ciertas divisiones y unidades comerciales de S&P Global pueden contar con información que no está disponible para otras unidades comerciales. S&P Global ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de cierta información que no es del dominio público y que se recibe en relación con cada proceso analítico.

Además, S&P Dow Jones Indices ofrece una amplia gama de servicios a, o en relación con muchas organizaciones, entre ellas emisores de valores, asesores de inversión, corredores e intermediarios, bancos de inversión, otras instituciones financieras e intermediarios financieros y, en consecuencia, puede recibir honorarios u otras prestaciones económicas de dichas organizaciones, que incluyen las organizaciones cuyos valores o servicios pueda recomendar, calificar, incluir en carteras modelo, evaluar o abordar de algún otro modo.

Este documento ha sido traducido al español únicamente por propósitos de conveniencia. Si existieran diferencias entre las versiones en inglés y español, la versión en inglés prevalecerá. El documento en inglés está publicado en www.spglobal.com/spdji.