

Curso Avanzado sobre Mercado de Capitales Estrategias de Trading

ESTRATEGIAS CON INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA (PPT2)

Manuel Oyhamburu

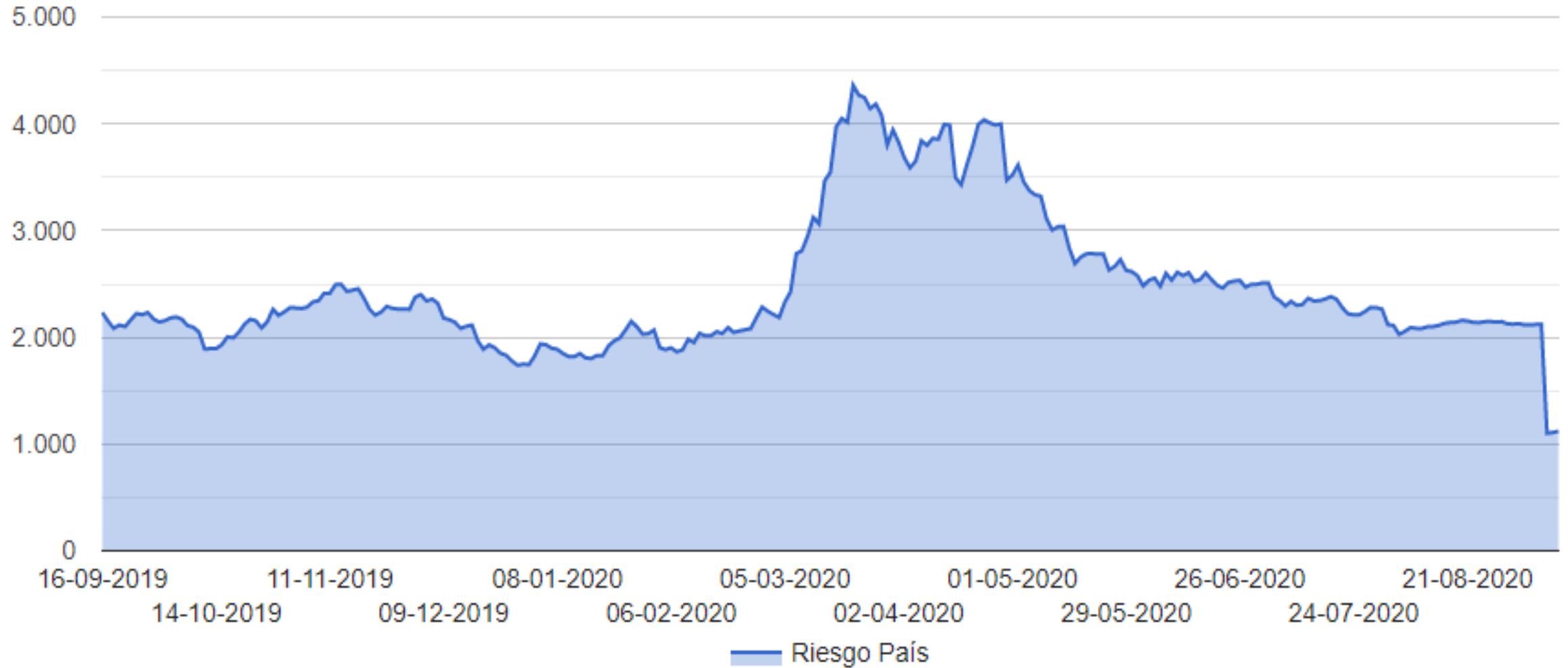
@oyhamburu81

@FundacionBCBA



	Moody's	S&P	Fitch
GRADO INVERSOR	Aaa Mayor calidad con menor riesgo.	AAA Mejor calificación.	AAA Máxima seguridad.
	Aa Alta calidad con riesgo bajo.	AA Gran calidad bajo riesgo.	AA Seguridad muy alta.
	A Grado medio/alto y bajo riesgo de crédito.	A Por encima de la media, algo de riesgo.	A Sólo una situación económica sistémica alteraría sus finanzas
	Baa De grado medio. Moderado riesgo.	BBB Adecuada capacidad de pago pero sujeto a cambios económicos.	BBB Mediana clase, pueden no ser confiables en el Largo Plazo.
GRADO ESPECULATIVO	Ba Calidad de crédito cuestionable. Existen elementos especulativos.	BB Por debajo de la media. Muy propensa a los cambios económicos.	BB Solvencia pero con ciertos riesgos.
	B Sujeta a especulación. Alto riesgo de crédito.	B Especulativa. La situación financiera sufre variaciones notables.	B Solvencia muy justa.
	Caa Riesgo de crédito alto.	CCC Vulnerable. Muy dependiente de la situación económica, claros indicios de posibilidad de impago.	CCC Probabilidad alta de impago.
	Ca Áltamente especulativa. Alto riesgo.	CC Áltamente especulativa. Muy vulnerable.	CC Probabilidad de impago muy alta.
	C Grado más bajo. Muy alta probabilidad de impago.	C Extremadamente vulnerable. Riesgo de impago muy alto	C Impago inminente.

EMBI + JP Morgan



Fuente: [Ámbito.com](http://Ambito.com) - 14 de septiembre 2020

@FundacionBCBA



Ganancia/Pérdida de Capital ante TIR estable

Fecha	Precio con TIR (10,81%)	Variación precio	C.Y	TIR (11%)
15/9/2020	51,473		0,206%	
15/9/2021	57,050	10,84%	0,769%	11,04%
15/9/2022	62,915	10,28%	0,795%	11,05%
15/9/2023	69,327	10,19%		10,99%

Suma Var. Precio +
Rendimiento Corriente
período anterior.

Ganancia/Pérdida de Capital ante TIR estable

TO26
TIR N.A. estable en
22,5%

Fechas	Rendimiento corriente	Variación precio	TIR - R.C.
17/10/2016	21,30%		1,20%
17/4/2017	21,17%		1,33%
17/10/2017	21,03%	1,20%	1,47%
17/4/2018	20,87%	1,33%	1,63%
17/10/2018	20,71%	1,47%	1,79%
17/4/2019	20,52%	1,62%	1,98%
17/10/2019	20,32%	1,79%	2,18%
17/4/2020	20,10%	1,97%	2,40%
17/10/2020	19,86%	2,17%	2,64%

Estrategias Inversión en Bonos

- i. Lectura y análisis de principales condiciones de emisión (C.E.).
- ii. Diseño de flujos de caja a partir de las C.E.
- iii. Calculo de principales medias de vinculadas con el rendimiento: Paridad, TIR, R.C.
- iv. Cálculo de medidas vinculadas con plazo promedio y el riesgo de tasa de interés: PPV, Duracion de Macaulay, D.M., Convexidad.
- v. Análisis de escenarios Macroeconómicos posibles: Política fiscal, monetaria, cambiaria.
- vi. Análisis y revisión de otros riesgos asociados: liquidez, inflación, tipo de cambio, calificación de riesgo, default.
- vii. Análisis de sensibilidad y trayectorias teóricas de precio y reinversión hasta vencimiento.
- viii. **Escenarios para la ETTI vinculados con el análisis de variables y políticas macroeconómicas (principalmente monetaria), local e internacional.**

Estrategias Inversión en Bonos

- El proceso de Gestión de portafolios de inversión consta de las siguientes actividades:
 - Definir los objetivos y el horizonte de inversión
 - Desarrollo e implementación de una estrategia de inversión
 - Seleccionar los activos
 - Supervisión y ajustes al portafolio
 - Evaluación de desempeño y performance de la inversión

• Gestión:

ACTIVA

PASIVA

En base a Fabozzi (1993)

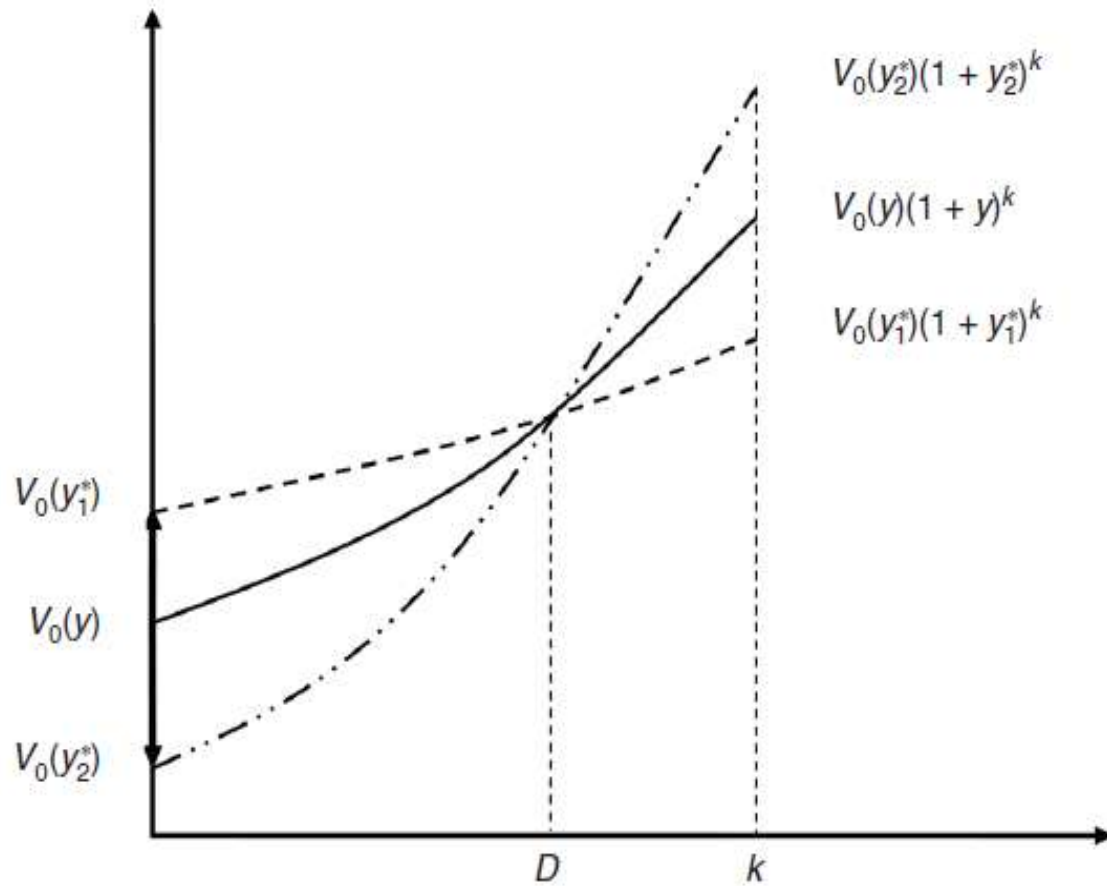
Gestión Pasiva	Gestión Activa
<p>Se asume eficiencia semi-fuerte* en los mercados.</p> <p>Se aceptan los precios de mercado de los Bonos como acertados.</p> <p>Se asume expectativas de mercado correctas (no se realizan pronósticos).</p> <p>Se intentan mantener un equilibrio apropiado riesgo-rentabilidad, controlando al mismo tiempo el riesgo de tipo de interés en sus carteras de renta fija.</p> <p>Buy and hold</p> <p>Cash-flow matching</p> <p>Inmunización</p> <p>Indexación</p>	<p>Se asume existen ineficiencias de mercado.</p> <p>Existen posibilidades de arbitraje en el mercado.</p> <p>Se realizan pronósticos y proyecciones sobre la evolución de la tasa de interés y volatilidad futura para la toma de decisiones. También sobre el tipo de cambio y la tasa de inflación.</p> <p>Tácticas de posicionamiento en función de una expectativa. Anticipación al mercado.</p> <p>Arbitraje en diferentes tramos de una curva determinada.</p> <p>Arbitraje por movimientos de una curva en relación a otra (por ejemplo, dos soberanos emergentes).</p> <p>Tomar posiciones derivadas de las predicciones sobre los tipos de interés.</p> <p>Estrategias en base a cambios en la forma/pendiente de la curva: Ladder; Bullet; Barbell;</p>

* Los precios contienen toda la información y datos históricos, e incorporan además toda la información que se hace pública de manera casi inmediata.

Estrategias de Gestión Pasivas

- **Buy and hold:** Se compra un activo para mantenerlo hasta vencimiento. La ganancia/pérdida de capital es conocida. Sólo se debe definir qué Bono comprar y cuándo. La reinversión calcularse considerando las tasas forward implícitas en la curva. Se supone que el Retorno Total puede conocerse de antemano, sobre todo ante una ETTI plana o casi plana.
- **Cash-flow matching (Igualación de Flujo de Fondos):** Construir un portafolio de Bonos cuyo cash flow sea lo más similar posible a la estructura del Flujo de pasivos. El objetivo es replicar o emparejar los flujos de tesorería de los activos con los pasivos. En esta estrategia los bonos cupón cero juegan un papel muy importante. No tiene requerimiento de DURACION.
- **Inmunización (Dinámica):** Consiste en construir una cartera de bonos cuya DURACION iguale a la DURACION de la cartera de pasivos (pagos). De esta forma se inmuniza el Retorno Total de los cambios en la tasa de interés. Este tipo de estrategias sólo funcionan si los cambios en la curva de rendimientos son paralelos y su resultados son mejores si el valor absoluto de la pendiente de la curva no es demasiado elevado (curva plana o casi plana).
- **Indexación:** Estructurar y mantener un portafolio de Bonos que replique un índice. La DURACION y Convexidad del portafolio debería ser similar al del índice de referencia **en todo momento**. No hay una fecha de DURACION objetivo fija.

Inmunización vía DURACION

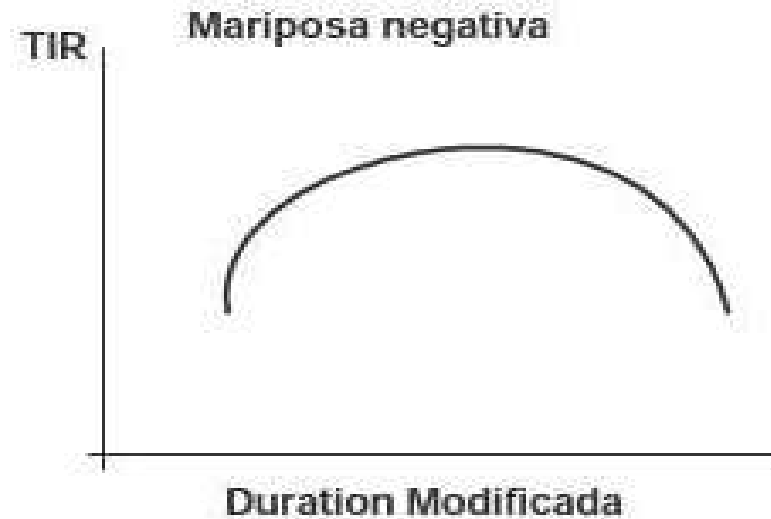
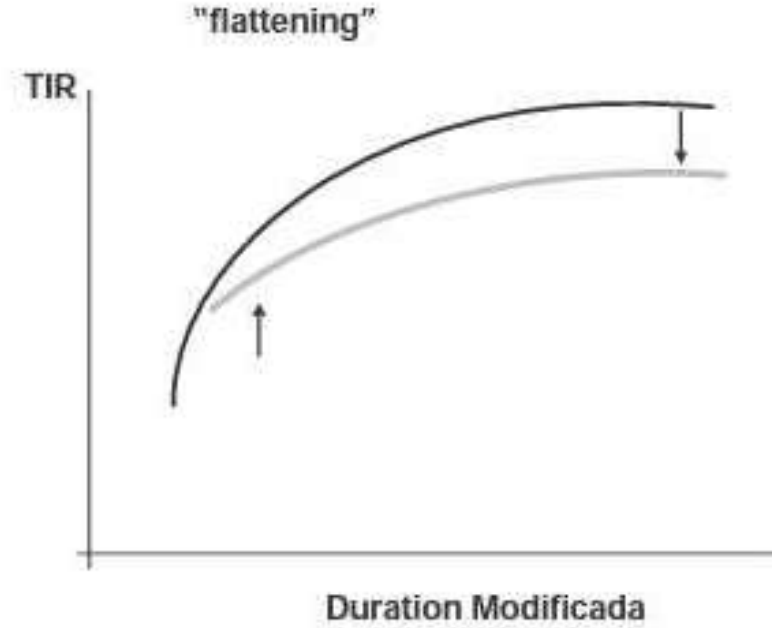
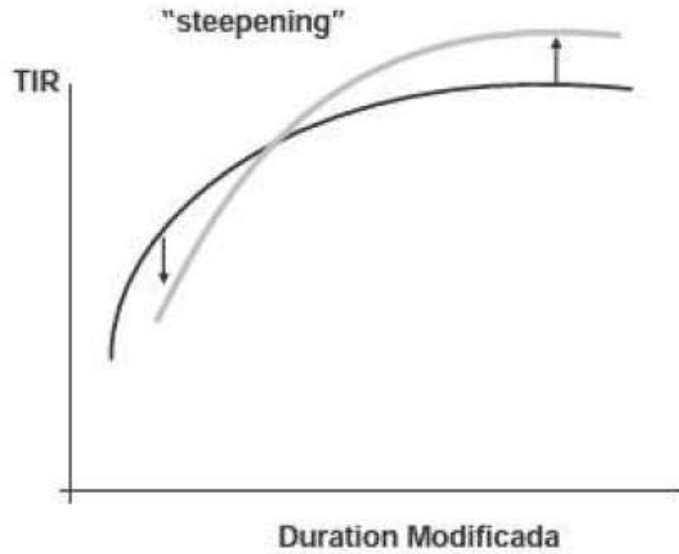


- Armandando una cartera de Bonos se puede mejorar el desempeño de esta estrategia, ya que se puede obtener mayor convexidad dada una determinada DURACION.
- A mayor convexidad mejor será la performance de la cartera de Bonos cuando la tasa cambie.
- El Retorno Total de un portafolio con mayor convexidad (dada la DURACION y la TIR) será mayor.
- Los riesgos de inmunización vía DURACION se vinculan a que la curva de rendimientos presenta cambios no paralelos, evitando la compensación entre las ganancias (pérdidas) por la variación de precios y las pérdidas (ganancias) por reinversión de cupones.
- La inmunización vía DURACION armandando una cartera que incorpore mayor convexidad, con dinámica de rebalanceo, mitigan dicho riesgo. Mientras mayor periodicidad de rebalanceo menor será la diferencia. Incluso, la convexidad podría ofrecer un RT mayor a la TIR original.

Estrategias de Gestión Activas

- Arbitraje:
 - En diferentes segmentos de la curva.
 - Entre diferentes curvas de emisores
- Trading a lo largo de la Curva en relación a escenarios proyectados.
- Otras estrategias en relación a predicciones de movimientos en la pendiente de la curva:
 - **Bullet:** Consiste en concentrar la inversión en un vencimiento particular, usualmente vencimiento medio, de la curva de tipos de interés.
 - **Barbell:** Consiste en concentrar la inversión en los vencimientos a corto plazo y a largo plazo de la curva de tipos de interés. Esta estrategia puede construirse de modo que sea neutral a la duración en relación al objetivo.
 - **Ladder:** (Vencimientos escalonados) consiste en repartir la inversión en proporciones iguales sobre bonos con diferentes vencimientos. El Bono más lejano representará el horizonte de inversión.

Movimiento que cambian la pendiente de la curva



Estrategia Barbell

Tomar posición con un riesgo muy reducido, sin volatilidad.

Tomar posición con un nivel de riesgo elevado.



De esta manera, la parte de la cartera arriesgada permitiría obtener beneficios en el caso de que se produjese una baja de tasas mientras que la otra protegerá la cartera de la volatilidad, compensando el riesgo.

Bajo la estrategia Barbell no se invertiría nada en la zona de “riesgo medio” (tramo medio de curva).

Si se invierte en renta fija, se compraría, por un lado, productos a muy corto plazo; y por otro, bonos con mayor DURACION. Si hablamos de acciones, compraríamos, por una parte, acciones defensivas y por otra, acciones cíclicas o de alto potencial de crecimiento, con alta volatilidad.

Nassim Nicholas Taleb ha mencionado esta estrategia en alguno de sus libros.

Para Taleb no se trata de buscar el equilibrio; el clásico punto medio, sino todo lo contrario.

Se trata de dividir la cartera de inversión en dos partes con ponderaciones bien diferentes...



Bibliografía

- Dumrauf, Guillermo L. Análisis Cuantitativo de Bonos. Editorial: Alfaomega
- Fabozzi , Frank J. Bond Markets, Analysis and Strategies (9th Edition). Pearson.
- Fabozzi, Frank J. The handbook of fixed income securities. McGraw-Hill.
- Martellini, Lionel; Priaulet Philippe y Priaulet Stephane. Fixed-Income Securities: Valuation, Risk Management and Portfolio Strategies. Wiley Finance.
- Más, Ariel. Títulos Públicos y Obligaciones Negociables en el Mercado de Capitales Argentino. Ediciones Técnicas Empresarias.
- [Mascareñas Pérez Iñigo, Juan . Gestión de activos financieros de renta fija. Ediciones Pirámide.](#)

¡MUCHAS GRACIAS!

Maunel Oyhamburu

@oyhamburu81

@FundacionBCBA

