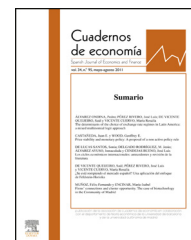


Cuadernos de economía

www.elsevier.es/cesjef



ARTÍCULO

La estructura temporal de los tipos de interés: estrategias de negociación en renta fija

Julián Andrada-Félix^a, Adrián Fernández-Pérez^{b,*} y Fernando Fernández-Rodríguez^a

^a Facultad de Economía, Empresa y Turismo, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, Las Palmas de Gran Canaria, España

^b Department of Finance, Auckland University of Technology, Private Bag 92006, 1142 Auckland, Nueva Zelanda

Recibido el 24 de abril de 2013; aceptado el 17 de septiembre de 2013

JEL CLASSIFICATION

E43;
G12

PALABRAS CLAVE

Estructura temporal
de tipos de interés;
Duración y
convexidad;
Estrategias de
negociación;
Renta fija

CÓDIGOS JEL

E43;
G12

KEYWORDS

Term structure of
interest rates;
Duration and
convexity;
Trading strategies;
Fixed income

Resumen En este trabajo ofrecemos una visión general y actualizada sobre diferentes estrategias de negociación en activos de renta fija que hacen uso de la estructura temporal de tipos de interés (ETTI) en su implementación. Con dicho propósito, hemos comenzado analizando el riesgo de tipos de interés, para posteriormente resumir un conjunto de estrategias de gestión pasiva y activa sobre carteras de renta fija.

© 2013 Asociación Cuadernos de Economía. Publicado por Elsevier España, S.L. Todos los derechos reservados.

The term structure of interest rates: Negotiation strategies on fixed income

Abstract The paper reviews the literature on how the term structure of interest rates (TSIR) can be used to implement passive and active fixed income portfolio strategies. This is done by defining the concept, explaining the risk of interest rates, and detailing several fixed income portfolio strategies.

© 2013 Asociación Cuadernos de Economía. Published by Elsevier España, S.L. All rights reserved.

* Autor para correspondencia.

Correos electrónicos: jandrada@dmc.ulpgc.es (J. Andrada-Félix), adrian.fernandez102@alu.ulpgc.es, adrian.fernandez@aut.ac.nz (A. Fernández-Pérez), ffernandez@dmc.ulpgc.es (F. Fernández-Rodríguez).

1. Estructura temporal de los tipos de interés

La estructura temporal de tipos de interés (ETTI) o curva de tipos al contado (*spot*) se define como la relación funcional entre el tipo de interés nominal en los préstamos sin riesgo de la economía y el tiempo hasta su vencimiento (Pérez-Rodríguez et al., 2002). Los bonos cupón cero, emitidos al descuento, son los títulos de renta fija que mejor reflejan esta relación funcional, ya que garantizan un único pago, denominado valor facial o nominal, al vencimiento establecido en una fecha futura conocida. La forma funcional de la ETTI debería poseer, por sus importantes implicaciones para la teoría financiera, 2 características básicas: continuidad y suavidad. La suavidad garantiza la continuidad de la ETTI a plazo (*forward* implícito), lo cual es un requerimiento para la hipótesis de no arbitraje en el contexto financiero.

Los profesionales del mercado, los inversores, los bancos centrales y las autoridades monetarias están interesados en conocer la ETTI, ya que esta estructura muestra la información del consenso del mercado sobre la futura evolución de los tipos de interés, es decir, permite cuantificar lo que piensa el mercado sobre lo que sucederá en el futuro con los tipos de interés.

De forma sintética cabría señalar que los principales usos de la ETTI son los siguientes:

- Establecer los rendimientos de todos los instrumentos del mercado de deuda.
- Actuar como indicador de futuros niveles de tipos de interés e instrumento esencial de la política monetaria.
- Valoración y comparación de rendimientos a lo largo del espectro de vencimientos.
- Indicar el valor relativo de diferentes bonos de similar vencimiento.
- Cobertura de riesgos y valoración de derivados sobre tipos de interés.
- Estrategias de negociación para la gestión de carteras de renta fija.

La amplia aplicabilidad que presenta la ETTI conduce a que los diversos aspectos de su estimación pueden estar sujetos al uso que pretenda hacerse de ella. En este sentido, cabría señalar que cuando el uso fundamental de la ETTI sea la política gubernamental más que la valoración de instrumentos financieros, su estimación debería basarse en los siguientes criterios: el método de estimación debería tener como objetivo primordial ajustar los tipos *forward* implícitos y no los tipos *spot*, y la curva de tipos *forward* resultante debería ser tan suave como fuera posible porque el objetivo es proporcionar información sobre futuros niveles de los tipos de interés y las expectativas en la política monetaria del banco central.

El presente trabajo tiene como objetivo los inversores y gestores de carteras de renta fija, centrándose en las posibilidades que proporciona un conocimiento preciso de la ETTI de cara al desarrollo de estrategias de negociación empleadas en la gestión de carteras de renta fija. En este sentido, hemos realizado un análisis actualizado de diferentes estrategias de negociación de carteras de renta fija, donde la ETTI será un instrumento esencial para la implementación

de dichas estrategias. Para entender las formas de estimación de la ETTI, recomendamos la lectura de Fabozzi (1993, 1997), Martellini et al. (2003), Yallup (2012) y Andrada-Félix et al. (2013a), entre otros.

Los profesionales del mercado utilizan desde hace mucho tiempo numerosas estrategias de renta fija, y de forma paralela se ha ido desarrollando una prolija literatura académica con el fin de buscar evidencia empírica a dichas estrategias de inversión. El trabajo seminal de donde arranca la posibilidad de construir estrategias de renta fija inmunizadas frente a los cambios en los tipos de interés hay que buscarlo en Macaulay (1938), quien introduce el concepto de duración, aunque asociado a la gestión de fondos de pensiones. En general, un fondo de pensiones se encuentra inmunizado con respecto a sus responsabilidades de pago si tiene suficiente liquidez para atender sus compromisos a pesar de los movimientos que se produzcan en los tipos de interés, y la forma de conseguir tal inmunización no era otra que conseguir que la duración de los pasivos del fondo igualase a la duración de sus activos.

En los años setenta Fisher y Weil (1971) criticaron la duración propuesta por Macaulay proponiendo un nuevo concepto de duración que tendría amplias repercusiones en el diseño de una cartera de renta fija inmune a los movimientos paralelos de la ETTI.

No obstante, la inmunización propuesta por Fisher y Weil solo protege una inversión de los posibles desplazamientos paralelos de la ETTI, por eso el diseño de estrategias de cobertura ante movimientos más complejos de la curva de tipos se puso muy pronto en el ojo de la literatura; en este sentido es digno de mención un remarcable estudio empírico sobre los tipos de desplazamiento que se producen en la ETTI realizado por Jones (1991), quien encuentra que los desplazamientos paralelos y los torcimientos de la ETTI son responsables del 91,6% de los rendimientos del Tesoro, el 3,4% de los rendimientos es atribuible a desplazamientos en mariposa y el resto a factores desconocidos. Tales resultados son consistentes con los ofrecidos por Litterman y Scheinkman (1991); por su parte, Mann y Ramanlal (1997) también encuentra evidencia relativa del buen comportamiento de diversas estrategias de renta fija. Una visión crítica acerca de la evidencia empírica del análisis de duración como forma de garantizar la inmunización de las carteras también se encuentra en Ilmanen (1996c).

Cuando se usa la duración de una cartera y su convexidad como medidas de su exposición al tipo de interés, se suponen desplazamientos paralelos de la curva de tipos de interés. Para caracterizar el riesgo de tipos de interés en caso de movimientos no paralelos se han diseñado medidas capaces de considerar la sensibilidad de la cartera ante los cambios producidos en el tipo *spot* para cada vencimiento de la curva de tipos de interés. Aparece así la idea de considerar una aproximación generalizada a la duración por medio de un vector de duraciones; en esta rama de la literatura destacan, entre otros, los trabajos de Chambers y Carleton (1988), Reitano (1990) y Ho (1992).

El éxito del uso de estrategias de renta fija más complejas que el simple análisis de duración se ha visto incrementado en la medida que se ha producido una mejora en el ajuste de la curva de tipos de interés. La modelización de la función de descuento a partir de los precios de los bonos y

Download English Version:

<https://daneshyari.com/en/article/7342955>

Download Persian Version:

<https://daneshyari.com/article/7342955>

[Daneshyari.com](https://daneshyari.com)