

Stefan Gerlach
+41 61 280 8523
stefan.gerlach@bis.org

Srichander Ramaswamy
+41 61 280 8230
srichander.ramaswamy@bis.org

Michela Scatigna
+41 61 280 8427
michela.scatigna@bis.org

150 años de volatilidad en los mercados financieros⁶

En este artículo se investiga el comportamiento de la volatilidad de los rendimientos en los mercados de títulos de renta fija y variable en ocho países a partir de muestras de datos muy extensas. La volatilidad ha sido elevada durante episodios de turbulencias económicas y políticas, en especial en el periodo de entreguerras. Asimismo, el aumento de volatilidad ha sido generalizado desde comienzos de los años 70.

Clasificación JEL: G1, G2.

Pese al aumento de la volatilidad en los mercados financieros en el segundo trimestre de 2006, la volatilidad en la mayoría de mercados ha permanecido por debajo de su nivel hacia finales del milenio⁷. Los cambios de volatilidad afectan a la disposición de los inversionistas para mantener activos de riesgo, y por ende a sus precios. Asimismo, el nivel de volatilidad en los mercados financieros puede influir en las decisiones de inversión de las empresas y en la disposición y capacidad de los bancos para conceder créditos. Los cambios bruscos en el nivel de volatilidad de estos mercados también pueden sembrar inquietud entre los órganos encargados de las políticas. Por ejemplo, un aumento repentino de la volatilidad puede disuadir a los principales participantes de mercado de ofrecer precios de compra y venta, lo que a su vez puede reducir la liquidez y provocar reacciones adversas de los precios, con posibles consecuencias para la economía real.

La importancia de la volatilidad financiera queda de relieve por la enorme cantidad de estudios a los que ha dado lugar. Puesto que la volatilidad (el segundo momento de la distribución de rendimientos) no es observable, gran parte de los trabajos han consistido en medir, modelar y comprender su

⁶ Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Los autores agradecen los valiosos comentarios de Katrin Assenmacher-Wesche, Claudio Borio, Petra Gerlach, Már Gudmundsson, Serge Jeanneau, Frank Packer y Christian Upper.

⁷ Consúltese BPI (2006) para saber más sobre el reciente descenso de la volatilidad en los mercados financieros.

evolución⁸. Obviamente, gran parte de estos estudios son metodológicos y se centran en datos del pasado reciente. Para comprender la importancia de los factores que pueden afectar sólo gradualmente a los mercados financieros (como los cambios en la distribución de probabilidad de resultados macroeconómicos, la eficacia de los sistemas de gestión de riesgos y la evolución de la liquidez del mercado), resulta interesante investigar el comportamiento de la volatilidad a lo largo de periodos muy prolongados y a través de una amplia gama de mercados financieros. Aunque ya se han realizado algunos de estos estudios, éstos han solido centrarse en países y mercados concretos o en episodios puntuales⁹. Por cuanto sabemos, aún no se ha realizado ningún estudio multipaís sobre la evolución de la volatilidad en una amplia gama de mercados e instrumentos financieros durante un extenso periodo de tiempo.

El presente artículo utiliza series de datos extremadamente prolongadas sobre rendimientos mensuales de deuda y acciones para documentar la evolución de la volatilidad de la rentabilidad en Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido. En el caso de algunos países, los datos se remontan hasta incluso 1850, y en todos los casos los datos llegan hasta 2005. También analizamos cómo reacciona la volatilidad a las condiciones macroeconómicas. Aunque hubiera sido interesante estudiar también la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo y de los tipos de cambio, lo cierto es que en muchos casos los datos mostraban una variación bastante limitada o incluso ninguna en absoluto. Así pues, los tipos de interés a corto plazo suelen evolucionar muy a la par de los tipos de interés oficiales fijados por los bancos centrales, que en muchos episodios históricos han quedado fijados durante largos periodos de tiempo. Igualmente, en muchos casos los tipos de cambio bilaterales han estado fijos durante largos periodos a consecuencia del mecanismo del patrón oro o del sistema de Bretton Woods. Por ello, en nuestro estudio nos centramos en la volatilidad de los rendimientos para los títulos de renta fija y variable.

Aunque el propósito del artículo simplemente es describir la evolución de la volatilidad, enseguida quedan claras diversas conclusiones interesantes. En primer lugar, la volatilidad varía considerablemente con el tiempo y suele estar

La volatilidad varía con el tiempo...

⁸ Bollerslev et al (1992) y Poon y Granger (2003) analizan estudios sobre modelización y previsión de la volatilidad en los mercados financieros. También suelen utilizarse medidas ex ante de la incertidumbre derivada de las cotizaciones de instrumentos derivados (es decir, la volatilidad implícita), si bien estas medidas incorporan primas por riesgo y además los datos utilizados apenas se remontan a unas cuantas décadas.

⁹ Ejemplos del primer tipo de estudios son Kearns y Pagan (1993) sobre la volatilidad del mercado bursátil en Australia entre 1857 y 1987, y Mitchell et al (2002) sobre la volatilidad de los rendimientos de los bonos Consols en el Reino Unido en 1821–60. Como ejemplos del segundo tipo de estudios se encuentran Choudhry (1997) sobre la volatilidad de los rendimientos de las acciones en 1926–44 y Voth (2002) sobre la volatilidad bursátil durante la Gran Depresión.

... si bien no muestra una fuerte correlación con las condiciones macroeconómicas

regida, como era de esperar, por episodios ocasionales de turbulencias económicas y políticas¹⁰. En segundo lugar, la volatilidad ha aumentado en todo el mundo desde aproximadamente 1970. Tercero, aunque el análisis econométrico señala que la debilidad económica o la mayor inflación se asocian a un aumento de volatilidad en los mercados financieros, con el tiempo estas correlaciones se vuelven inestables. Asimismo, no parece haber una relación clara entre la volatilidad macroeconómica y aquella de los mercados financieros. Todo ello podría explicarse por la omisión en nuestro análisis de ciertos factores pertinentes, como el estallido de crisis financieras o episodios de inestabilidad política.

¹⁰ Estos episodios a menudo conllevan crisis financieras, que como señalan Kearns y Pagan (1993), son cruciales a la hora de desencadenarse la volatilidad financiera.