

Informe Trimestral del BPI

Septiembre de 2006

Resumen de los Artículos Monográficos

Acumulación de reservas de divisas en mercados emergentes: implicaciones locales¹

En este trabajo se analizan algunas implicaciones locales de la intervención a gran escala en el mercado de divisas a la que han recurrido recientemente las economías de mercado emergentes para evitar la apreciación de sus monedas. En los últimos cinco años, numerosos países han adoptado una política monetaria acomodaticia mientras realizaban este tipo de intervención. Pese al prolongado periodo de tipos de interés bajos que se ha experimentado, diversos factores han mantenido la inflación bajo control, aliviando así un dilema para las políticas de los bancos centrales. No obstante, una prolongada acumulación de reservas a gran escala puede acabar creando otros riesgos distintos de la inflación a corto plazo, como por ejemplo elevados costes de intervención, desequilibrios monetarios, recalentamiento de los mercados de deuda y de activos, así como sistemas bancarios muy líquidos e incluso distorsionados.

Clasificación JEL: E52, E58, F31, F41.

Durante años, las economías de mercado emergentes no han cesado de acumular reservas de divisas a un ritmo inaudito. Los últimos cálculos del FMI señalan que la acumulación continuará siendo sustancial tanto este año como el siguiente². El objetivo general de esta política ha sido evitar o retrasar la apreciación de la moneda local, si bien es debatible hasta qué punto puede ser eficaz esta política y durante cuánto tiempo. Contrariamente a lo que se cree en las economías más grandes con mercados financieros muy integrados en los mercados mundiales de capital, hay indicios de que la intervención esterilizada consigue influir más en los tipos de cambio cuando se trata de economías de mercado emergentes³. Este aspecto no constituye sin embargo

¹ Quisiéramos agradecer los valiosos comentarios de David Archer, Claudio Borio, Már Gudmundsson, Corrinne Ho, Robert McCauley, Ramón Moreno, Frank Packer, Srichander Ramaswamy, Sweta Saxena y William White, así como la excelente labor estadística realizada por Stephan Arthur, Pablo García-Luna y Marjorie Santos. Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI.

² Las *Perspectivas Económicas Mundiales del FMI* prevén un aumento de las reservas de los países en desarrollo por valor de 584.000 y 562.000 millones de dólares en 2006 y 2007 respectivamente (FMI, 2006).

³ Véase Disyatat y Galati (2005) y Mihaljek (2005).

el núcleo de nuestro estudio, sino que lo que nosotros examinamos es a partir de qué momento la acumulación de reservas prolongada comienza a poner en peligro la economía nacional hasta el punto de desincentivar cualquier intervención.

La financiación de una prolongada y sustancial acumulación de reservas repercute en la situación financiera del banco central, del sistema bancario e incluso del sector privado. Las variaciones sustanciales de los balances pueden llegar a tener efectos macroeconómicos significativos que dependen tanto del modo en que se gestionen los riesgos asociados como de la manera en la que se financie la intervención. Podría ocurrir que los efectos en los balances mermaran la eficacia de la esterilización, con posibles repercusiones inflacionistas. También podrían presentarse otros problemas como altos costes de intervención, aumentos insostenibles de los precios del crédito y los activos, así como un sistema financiero cada vez más ineficiente⁴. Así por ejemplo, el recalentamiento de la economía y los elevados costes de intervención a principios de la década de los 90 llevaron a numerosos países latinoamericanos a abandonar este tipo de intervención⁵.

Cabe destacar que el ciclo económico ha sido decisivo para poder sostener los recientes niveles de intervención. Muchos de los países que han acumulado reservas durante los últimos años tuvieron que hacer frente a sustanciales excesos de capacidad e inflación baja, lo que les permitió rebajar sus tipos de interés en vista de las presiones alcistas sobre su moneda. En tales circunstancias, la acumulación de reservas no condujo a las autoridades encargadas de las políticas a la situación vivida en episodios anteriores de elevada inflación, cuando tuvieron que elegir entre su objetivo de inflación y el del tipo de interés.

En la primera sección de este artículo monográfico se analiza el grado de acumulación de reservas con relación a medidas estándar del tamaño de la economía y del sistema financiero. A continuación se examina hasta qué punto se ha esterilizado la intervención y por último se determina si los efectos secundarios indeseables que tendría una intervención incluso completamente esterilizada podrían llevar a replantear en algún momento la política de intensa acumulación de reservas.

⁴ Para saber más sobre estos asuntos, véase Mohanty y Turner (2005) e International Relations Committee Task Force (2006).

⁵ Véase Reinhart y Reinhart (1999) y Griffith-Jones et al (2001).

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 Consúltase 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.

Guy Debelle
+612 9551-8400
debelleg@rba.gov.au

Jacob Gyntelberg
+852 2878-7145
jacob.gyntelberg@bis.org

Michael Plumb
+612 9551-8450
plumbm@rba.gov.au

Mercados de divisas a plazo en Asia: el ejemplo de Australia¹¹

Los controles de capital han dado lugar a la creación de numerosos mercados extraterritoriales de contratos de divisas a plazo con liquidación por diferencias (NDF) para monedas asiáticas. La experiencia australiana en la década de los años 70 y principios de los 80 indica que los mercados de NDF pueden suavizar la transición hacia una moneda plenamente convertible.

CJEL classification: F310, G150, G180, N250.

En los últimos años, los mercados de contratos de divisas a plazo con liquidación por diferencias (NDF, del inglés *non-delivery forward*) han ido adquiriendo importancia para una serie de monedas de la región Asia-Pacífico. Esos contratos se diferencian de los contratos a plazo habituales sobre monedas por soler liquidarse por completo en una moneda extranjera, es decir, sin la entrega de la moneda local. Este tipo de mercados ha evolucionado para monedas con convertibilidad restringida y la negociación ha solido realizarse en centros financieros extraterritoriales. La disponibilidad de los NDF ha permitido cierta cobertura de los riesgos de tipos de interés, incluso en presencia de restricciones cambiarias.

Algunas autoridades asiáticas se están planteando ahora liberalizar sus mercados de divisas, para lo cual deben encontrar la manera de facilitar la transición desde los mercados de NDF extraterritoriales hacia mercados regulares o mercados de contratos a plazo entregables.

Australia también tenía un mercado de NDF que se desarrolló a principios de los años 70 a pesar de las restricciones cambiarias, que fueron suprimidas por las autoridades cuando se permitió la fluctuación del dólar australiano en 1983. En nuestro artículo extraemos conclusiones de la transición australiana desde un mercado de NDF a otro de contratos entregables tras la flotación de

¹¹ Los autores agradecen los valiosos comentarios y opiniones de Mirza Baig, Claudio Borio, Michael Davies, Dan Fabbro, Robert McCauley, Frank Packer, Claudio Piron, Lee Chuan Teck y especialmente de Eli Remolona y Mike Sinclair. Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI ni las del Banco de la Reserva de Australia.

su moneda, que aplicaremos a los mercados asiáticos de NDF teniendo en cuenta sus estructuras actuales.

Tras la sección introductoria de nuestro estudio, daremos un repaso por los controles cambiarios existentes en Australia en la década de los 70 y por el desarrollo del mercado de NDF en ese país, al que suele referirse como el mercado de "cobertura". A continuación analizaremos los mercados de NDF asiáticos y los compararemos con su equivalente australiano. Después describiremos la transición en Australia desde mercados NDF hacia mercados a plazo para contratos con entrega y extraeremos conclusiones para los mercados a plazo asiáticos. Por último, presentamos nuestras conclusiones.