



«Con este tipo de prácticas y con la proliferación del HFT y de disciplinas operativas, tiene sentido que, de manera extraordinaria, se deban aplicar límites a la volatilidad»

«Flash crash»

Una de las notas características más reseñables de los mercados financieros durante las últimas semanas ha sido su extraordinaria volatilidad, como reflejan indicadores como el VIX (correspondiente al S&P 100, pero cuya evolución es similar a la de sus homólogos del Eurostoxx 50), que se han situado claramente por encima de su media (40% frente al promedio del 20-25%). Pero la volatilidad no sólo se asocia a la alternancia de sesiones con revalorizaciones y caídas de los índices, sino a fuertes movimientos dentro de la misma jornada, en apenas unas horas. Ejemplos claros los vimos el pasado 10 de agosto, cuando los índices pasaron de revalorizarse un 2,5% a media mañana a cerrar con pérdidas del 5,5% (es decir, una variación del 8%!), o el del 24 de agosto, cuando, en este caso, sólo el Dax alemán perdió un 3% en media hora ante el rumor (desmentido prácticamente al momento por las agencias de *rating*) de una rebaja de la calificación crediticia.

Esta extrema volatilidad horaria vivida en los últimos días nos recuerda al denominado *flash crash* del 6 de mayo de 2010 sufrido por los mercados estadounidenses (cuando se produjo, las Bolsas europeas estaban cerradas). Entonces, en sólo unos minutos, el Dow Jones perdió cerca de 1.000 puntos (9%) y unas 200 compañías cotizadas se desplomaron hasta cotizar en apenas unos centavos de dólar. *The race to zero* es el nombre con el que ya se conoce a este movimiento, que coincide con el título de la conferencia del pasado 8 de julio de [Andrew G. Haldane](#), miembro del Banco de Inglaterra. En ella, el autor reconoce que no están claros los motivos del *flash crash* (por cierto, la condición necesaria para recibir esta denominación es que los índices bursátiles recuperen las cotizaciones a un ritmo similar a como lo

han perdido). No está probado ni que fueran las teorías iniciales de error humano (*fat finger*) ni, ni siquiera, las dos más verosímiles: la acusada fragmentación de la liquidez entre mercados regulados y sistemas de negociación en EEUU o, la más «responsable» en mi opinión, los avances tecnológicos que permiten el *trading* de alta frecuencia (*high frequency trading* o HFT). Porque, según apunta Haldane, el límite actual para la ejecución de una operación son 10 micro segundos, lo que, junto a la creación de potentes ordenadores, que pueden calcular complejos algoritmos en cuestión de nanosegundos, se genera una avalancha de órdenes que pueden provocar episodios de *flash crash*. Más aun si se generalizan prácticas como el *quote stuffing*, que, como define la CNMV en su *Boletín trimestral*, III/2010, «consiste en el envío al mercado de un elevado número de órdenes de compra-venta que inmediatamente después de formularse son canceladas. El objetivo de esta operativa suele consistir en intentar colapsar y ralentizar el sistema de negociación y hacer que el resto de los participantes se centre en unas órdenes que posteriormente se van a retirar».

Con este tipo de prácticas y con la proliferación del HFT y de disciplinas operativas, como el *stop loss* o la asignación estratégica de activos a partir del VaR, tiene sentido que, aunque de manera coyuntural y extraordinaria, se deban aplicar límites a la volatilidad que deriven en suspensión de la cotización o, incluso, en la prohibición del aumento de posiciones cortas en acciones del sector financiero en varios países europeos (España, Francia, Bélgica, Grecia e Italia), decidida el pasado 11 de agosto bajo la coordinación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y prorrogada dos semanas después ::

DAVID CANO es socio de Afi y director general de AfiNet Global, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es