



Mercados financieros sin límite de velocidad

Carlos Arenillas¹

El ecosistema selvático de los mercados financieros sigue sufriendo cambios inquietantes. Una nueva especie se extiende rápidamente y amenaza el ya bastante inestable sistema financiero. Se trata de la negociación de alta frecuencia (*High Frequency Trading* o HFT en inglés), la negociación de activos financieros en periodos inferiores al segundo. El volumen negociado en los mercados por estos “operadores” alcanza un peso e importancia que preocupa, más aún cuando el desconocimiento acerca de la actividad de los HFT y sus implicaciones es alto entre los supervisores y casi absoluto a nivel de los pequeños inversores y de los ciudadanos en general.

¿Que es el HFT?

Técnicamente se define como una subclase de la negociación automatizada o algorítmica, que emplea intensamente la tecnología para interpretar señales de los mercados y, en respuesta, ejecutar estrategias de negociación que suponen el envío de órdenes a los mercados en grandes cantidades y a alta velocidad.

Cuando hablamos de alta cantidad de órdenes y velocidad nos referimos a miles de órdenes en fracciones de segundo, a veces milésimas de segundo.

Un conocido me dio una definición menos técnica pero más sincera sería : el HFT es la negociación de valores financieros mediante ordenadores con el objetivo de obtener subvenciones de las bolsas y/o detectar el flujo de órdenes de los inversores reales , adelantarse y ganar dinero.

¹ Carlos Arenillas es Presidente de Equilibria Investments SIL y ex Vicepresidente de la CNMV

¿Cuándo y cómo surge el HFT?

El HFT surge en los años 90 en EEUU en los mercados de derivados. Desde entonces, especialmente en los últimos cuatro años, se ha ido extendiendo por todos los mercados desarrollados y aumentando su presencia hasta suponer en muchos casos más del 50% de los volúmenes negociados.

El desarrollo de la tecnología es uno de los factores que explican el crecimiento del HFT. Pero la falta de regulación pública de este tipo de actividad y la competencia, un tanto perversa, entre las bolsas y las plataformas de negociación explican mejor su espectacular expansión.

¿Quién realiza el HFT?

El HFT lo ejecutan operadores por cuenta propia y algunas entidades financieras (como grandes bancos). Las plataformas de negociación y las bolsas, en su peculiar carrera por captar negocio, ofrecen a los HFT servicios especiales, como que alojen sus sofisticadas computadoras cerca ellas (esto se conoce como *colocation*), y les ofrecen tarifas de negociación muy favorables (*rebates*) en comparación al resto de los inversores e intermediarios que participan en los mercados.

Problemas y ventajas del HFT

Conviene recordar que la función social de los mercados financieros es la de poner de acuerdo a emisores -demandantes de ahorro- e inversores -oferentes de ahorro-. Entre ellos hay una pléyade de intermediarios que facilitan el proceso de búsqueda de precios y cantidades que equilibran en cada momento la oferta y la demanda de una gran variedad de activos financieros como bonos, acciones, divisas, derivados, etc. Algunos actúan como intermediarios puros -las bolsas y algunos *brókers*-, y otros mezclan su actividad de intermediación con su actividad como inversores por cuenta propia -bancos y sociedades de inversión-. Esto último es una fuente de conflictos de interés.

¿Donde encajar este nuevo tipo de operador o actividad? ¿Tiene su existencia ventajas para el conjunto de participantes en los mercados? ¿Suponen algún riesgo?. Apuntaré algunas respuestas a estas preguntas.

Note el lector que en ningún momento he utilizado la palabra *inversor* para referirme al HFT. Resulta difícil considerar como tal a alguien que solo invierte dinero durante segundos - o menos- y que al final del día no mantiene ningún valor en su cartera. Tampoco son intermediarios. Son por tanto un nuevo e inquietante participante en los mercados.

Algunos defienden que los HFT aportan liquidez a los mercados y facilitan que los precios de los diferentes activos financieros en los múltiples mercados estén alineados. La mayoría pensamos que esto es más que dudoso. La liquidez que aportan los HFT es atípica cuanto menos, ya que no mantienen sus posiciones nada más que en periodos muy cortos de tiempo, y casi nunca más allá del día. A veces, incluso drenan liquidez. El arbitraje entre mercados ya se hacía por parte de diversos inversores e intermediarios. Si ahora no es así y son los HFT los que arbitran es sencillamente por la velocidad a la que estos operan. Si existiera un límite -algo de sentido común- a la velocidad a la que se puede operar en los mercados financieros, los HFT desaparecerían. Es el troceamiento del tiempo de negociación lo que explica su existencia. El hecho de que los HFT negocien en milésimas de segundo, está expulsando de los mercados a muchos inversores e intermediarios, y sembrando desconfianza.

Si el HFT no aporta ventajas para los emisores ni para los inversores ¿por qué existe? Pues porque sí supone una importante fuente de ingresos para las bolsas y plataformas de negociación y desde

luego para los propios HFT. Esto plantea problemas de asimetría y equidad en el acceso a los mercados. Si hay operadores a los que se les permite negociar en milésimas de segundo, mientras que la mayoría de los inversores necesita al menos minutos para tomar una decisión de inversión ¿quién saldrá ganando si se dispone de la misma información?

Uno de los aspectos más oscuros del HFT es que, en parte, su actividad se basa en que acceden al libro de órdenes de los inversores con una ventaja que explotan en beneficio propio. Una ventaja de milésimas de segundos, pero suficiente para este tipo de operadores. Esto se conoce en la jerga como *front running*, y no debería ser permitido por los supervisores.

El HFT plantea serias dudas sobre su efecto sobre la calidad de los precios de los activos financieros. Dado que los HFT -que no son inversores reales- suponen en muchos casos más del 50% de los volúmenes negociados, cabe preguntarse si la formación de los precios en la actualidad cuenta con la calidad y eficiencia que debería exigirse. La existencia de operadores como los HFT con horizontes de inversión tan cortos hace que los mercados y sus precios estén dirigidos por visiones cortoplacistas y reflejen menos eficientemente los fundamentales. Es muy posible que la volatilidad de los mercados tenga relación con el HFT y todo esto plantea cuestiones relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. No conviene olvidar que la propia SEC de EEUU estableció en su informe sobre el *Flash Crash*² el papel negativo que el HFT jugó en este “accidente”, y menos aún que los HFT están gobernados por computadoras que ejecutan algoritmos de los que no sabemos casi nada, que ignoran la información económica y a menudo no saben, ni les importa, qué tipo de activo financiero están negociando.

Por último, no resulta tranquilizador saber que la mayoría de los supervisores carecen de las herramientas informáticas y del personal especializado para supervisar adecuadamente a los HFT. El coste económico de tener sistemas para hacerlo elevaría mucho el coste de la supervisión.

Conclusión

Ha habido demasiados accidentes financieros en los últimos años y este fenómeno de las finanzas de alta frecuencia no augura nada bueno. El virus del HFT se extiende en el ecosistema de los mercados y amenaza con alterarlo con unas consecuencias que desconocemos. En los mercados financieros, como en las carreteras, los accidentes a alta velocidad son más dañinos. Echar un poco de arena en el asfalto de las carreteras financieras para que la velocidad disminuya sería una buena idea en términos de estabilidad del sistema financiero. Si hay que elegir entre estabilidad y eficiencia, se debe optar por la estabilidad. No puede haber eficiencia si no hay estabilidad.

Por supuesto, si se aprobase una tasa sobre las transacciones financieras las finanzas de alta frecuencia desaparecerían del ecosistema financiero.

² El 6 de mayo de 2010 se produjo una caída violenta en los mercados de acciones de EEUU. El índice DJIA llegó a caer 998 puntos en 5 minutos (un -9,2%). Diez minutos después recuperó 600. Fue la segunda mayor caída en puntos de la historia del índice y la mayor en términos intradiarios.