

Algunas tendencias en la inversión mundial en valores

Si en los últimos meses hemos sido testigos de pronunciados movimientos en los precios de los activos negociados en los mercados de valores que han llamado poderosamente la atención de los observadores, y, en el momento de escribir estas líneas, son las incertidumbres asociadas a la evolución del ciclo económico y los posibles desarrollos geopolíticos tras los recientes atentados terroristas en Estados Unidos los que acaparan el interés general, es hora, sin embargo, de poner la vista en el horizonte. Si hay que destacar alguna tendencia sobresaliente de los últimos años y del futuro inmediato en el ámbito de los flujos de inversión es quizá la creciente integración y globalización de los mercados de capital, el desarrollo de los mercados financieros y la concentración de la gestión del ahorro en los inversores institucionales.





Juan Pérez Campanero
Economista

Según señala el Fondo Monetario Internacional, ya en 1998 el volumen de activos bajo gestión de los inversores institucionales de los mercados desarrollados se elevaba a 30.000 millones de dólares, el doble que a comienzos de la década, y una cantidad aproximadamente equivalente al Producto Interior Bruto mundial.

La propia dimensión de los fondos invertibles, la mayor concentración de las decisiones en un número relativamente reducido de inversores institucionales, la difusión rápida y eficiente de la información relevante disponible gracias a la mejora en las comunicaciones y a la mayor capacidad de los sistemas disponibles de proceso de datos, y la igualmente rápida propagación de tecnologías de gestión del riesgo similares disponibles para todos los gestores de carteras, han amplificado la magnitud de las respuestas en los mercados financieros a cambios en las condiciones

subyacentes relevantes. Por ejemplo, según estima el FMI, cuando alcanzaron su nivel más alto los flujos financieros brutos a los países en desarrollo (1997, el año anterior a la crisis de Rusia), el monto de esta financiación total era cuantitativamente equivalente a un ajuste de apenas un 1% en el volumen de activos gestionados por inversores institucionales; y el ratio entre flujos brutos internacionales de capital y flujos netos ha pasado en los últimos quince años de menos de dos veces a más de seis veces, indicando un mucho mayor grado de rotación de los fondos.

Al mismo tiempo, se agudiza la interconexión entre los mercados de capital, ya que la información que afecta o puede potencialmente afectar a una misma clase de activos o a la consideración relativa entre clases de activos es

rápidamente evaluada con criterios similares, y las pautas y procedimientos de gestión del riesgo inherentes a la inversión se hacen más globales, importando más el anclaje de un activo en un determinado sector económico o en una determinada clase de activos que sus especificaciones puramente nacionales, por ejemplo. Esto queda ilustrado por el aumento secular de la correlación entre los índices bursátiles nacionales de los mercados desarrollados, que se ha acelerado en los últimos años (por ejemplo, la correlación entre la bolsa americana y las europeas ha pasado de 0.4 a mitad de la pasada década a 0.8 en 2000). El hecho de que, con la introducción del euro, los gestores institucionales europeos de renta variable y todas las industrias subsidiarias que les dan servicio se estén gradualmente organizando por criterios sectoriales en lugar de nacionales como en el pasado no hace sino reforzar esta tendencia.

En este contexto, los cambios en el sentimiento de los inversores, ya sea en respuesta a cambios reales o percibidos en las condiciones económicas contemporáneas, ya sea en sintonía con modificaciones en los paradigmas con que se interpretan las oportunidades o los riesgos que nos pueden deparar los siempre por naturaleza desconocidos desarrollos futu-



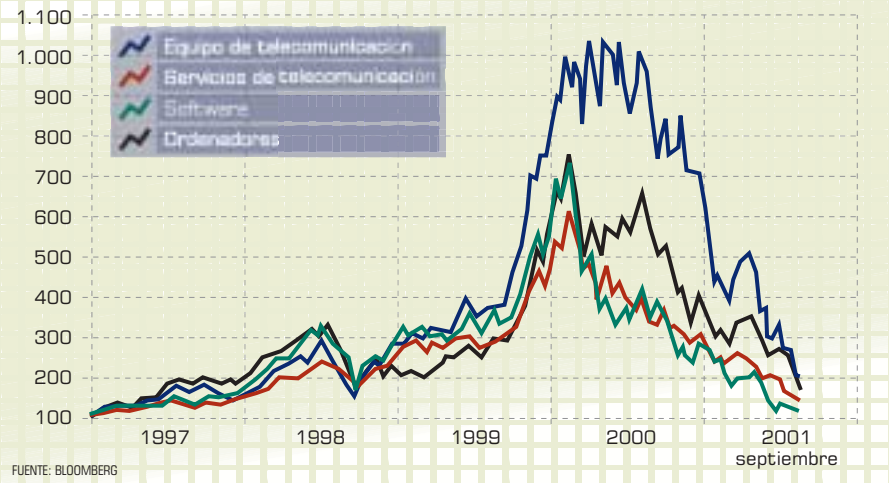
ros, pueden propiciar virulentos ajustes en los precios de negociación de los activos, a medida que el dinero fluye o se retrae de determinadas clases de activos a un ritmo y en una magnitud más intensos que los que hemos vistos en las décadas más recientes. El súbito auge y posterior desplome de las cotizaciones bursátiles (o, de forma paralela, la evolución de los diferenciales de crédito de sus emisiones de bonos corporativos) de las empresas de los sectores de tecnología de la información y comunicaciones (lo que con frecuencia se recogía con el acrónimo TMT, abreviatura de "tecnología, media y telecomunicaciones"), que ilustra el gráfico 1, es un buen ejemplo de este fenómeno.

Otro de los aspectos reseñables de la evolución tendencial de los mercados de capital, es una agudización del papel central que juega el mercado estadounidense. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, Estados Unidos absorbe a comienzos del tercer milenio, aproximadamente dos tercios de las exportaciones netas de capital mundiales, una cifra que en los primeros años de la década pasada era inferior a una quinta parte. Aun aceptando que esta evolución ha estado claramente influida por el diferente perfil cíclico reciente de las economías americana y europea, y por la prolongada postración de la economía japonesa, es no obstante justo reconocer que, ahora más que nunca, las fortunas o las desgracias del mercado americano de valores alcanzan dimensiones globales. La evidencia anecdótica indica además que con gran frecuencia en la operativa diaria de los mercados, la negociación durante la franja horaria asiática o europea de la sesión se mueve sin una clara orientación o con un signo tentativo que luego se corrige o incluso revierte cuando abre el mercado americano y marca el verdadero pulso de la sesión, que acaba por imponerse también en los mercados europeos. Hay que destacar también como un rasgo característico

GRÁFICO 1

EVOLUCIÓN DE LAS COTIZACIONES BURSÁTILES DE SUBSECTORES TMT EUROPEOS

(Enero 1997 = 100)



FUENTE: BLOOMBERG

GRÁFICO 2

DIFERENCIAL DE LA DEUDA ARGENTINA CON LOS BONOS DEL TESORO AMERICANOS

(PB)



FUENTE: BLOOMBERG

de la historia financiera reciente, la mayor flexibilidad y agilidad de las autoridades monetarias y financieras responsables de la política monetaria y de la estabilidad del sistema financiero global. Enfrentadas a un mundo más complejo, en el que la potencia de los flujos financieros es mayor, y en el que la cadena de acciones y reacciones económicas y financieras

se propagan con mayor rapidez, y por tanto los riesgos de disrupciones sistémicas son mayores y más graves, la experiencia reciente demuestra que las autoridades saben reaccionar con celeridad y de forma apropiada, aplicando medidas conmensuradas a los problemas con que se enfrentan y enfoques regulatorios más sofisticados a la naturaleza cambiante de la industria y los mercados financieros. Puede mencionarse, por ejemplo, la rapidez con la que reaccionó la Reserva Federal americana tras las graves amenazas de contracción generalizada del crédito y disloque del sistema financiero que se cernían en 1998 tras el colapso de Long Term Capital Management; o la actuación coordinada de los principales bancos cen-

<Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, Estados Unidos absorbe a comienzos del tercer milenio, aproximadamente dos tercios de las exportaciones netas de capital mundiales, una cifra que en los primeros años de la década pasada era inferior a una quinta parte. >

> trales mundiales tras los atentados terroristas de septiembre de 2001.

Refiriéndonos específicamente a España, hay otra tendencia propia de los últimos años de nuestra historia financiera: la mayor sensibilización a las condiciones económicas y financieras en Latinoamérica. A medida que las corporaciones españolas han optado por profundizar su estrategia multinacional mediante una expansión en los mercados latinoamericanos (una opción sensata por el tremendo potencial a largo plazo de estos mercados y nuestra afinidad idiomática y cultural con estos países), la exposición de los balances y las cuentas de resultados de las multinacionales españolas a Latinoamérica se ha agudizado, y, de forma paralela, lo ha hecho la sensibilidad de las cotizaciones de los títulos españoles a las condiciones en aquellos países. Esta sensibilización al paisaje económico y financiero latinoamericano tiende, de hecho, a ser más intensa de lo que justifica la mera exposición económica de las multinacionales españolas a la región, debido a que los títulos españoles cotizan en mercados maduros y son más líquidos, y por tanto suministran con frecuencia un vehículo ideal de cobertura para los inversores globales que hayan deseado expresar en su carteras una exposición a la región latinoamericana. Este tipo de sobre-reacción a las condiciones latinoamericanas se hace sentir especialmente en los momentos en que decae la confianza en las perspectivas económicas, políticas o financieras de alguno de los mayores países de la región, como sucedió desde el verano de 2001 con Argentina, como se refleja (ver gráfico 2) en el hecho de que el diferencial de la deuda argentina pasara de menos de 600 puntos básicos en la primera mitad de 2000, a más de 1600 en julio o septiembre de 2001. □

Las redes privadas de contratación o ECNs (Electronic Communications Networks)



Mónica Pedrosa
Profesora Titular de
Economía Aplicada. UNED

(Extracto de un trabajo más extenso que se publicará completo en un próximo ejemplar de esta revista.)

La revolución en la tecnología de la información ha provisto a los inversores con nuevas alternativas a la hora de ejecutar sus transacciones. Estos sistemas alternativos de contratación (ATSS o Alternative Trading Systems, como se denominan dentro del mundo financiero anglosajón) son, simplemente, sistemas informáticos que agrupan a compradores y vendedores para la ejecución electrónica de sus órdenes. Dentro de éstos, aquellos que están aprobados por la SEC (Securities and Exchange Commission), adquieren la categoría de Electronic Communication Network (ECN). La Comisión SEC define a las ECN como "cualquier sistema electrónico de disseminación, con amplio alcance a terceros, de órdenes previamente introducidas por un market maker bien sea de mercados organizados u OTC, y que permite que tales órdenes sean ejecutadas en su totalidad o en parte".

Los ECNs nacieron como respuesta a la ley de enero de 1997 (SEC Order Handling Rules) que obligaba a los market makers a anunciar sus mejores precios de oferta y demanda. Así, los ECNs co-

menzaron como un sistema de pantallas que mostraban los precios para luego convertirse en mini mercados. Nosotros podríamos denominarlos "redes privadas de contratación" que tienen la ventaja de agregar y casar órdenes de forma automática vía ordenador, ahorrando tiempo y dinero al inversor que, a diferencia de los sistemas tradicionales, como el de la bolsa de Nueva York o del Nasdaq, no necesitan de un intermediario lo que abarata sus costes (...). Su espectacular crecimiento ha supuesto una amenaza real para las formas tradicionales de negociación a través de la Bolsa de Nueva York o del Nasdaq -cuyo sistema tiene hoy más de treinta años-, lo que ha desencadenado una competencia que está haciendo responder a los sistemas tradicionales con la creación de los suyos propios.

Entre los principales clientes de los ECNs se encuentran los inversores individuales online (brokers, dealers y market makers) aunque también son utilizados por numerosos inversores institucionales.

Su funcionamiento, a diferencia del Nasdaq, que es tan sólo una red de comunicación entre brokers y dealers que no ofrece la ejecución automática de órdenes sino que ésta ha de realizarse a través del teléfono o del fax por un intermediario, es el siguiente: Un subscriptor de un ECN introduce una orden en el sistema por medio de una terminal especial o de un dial directo. La orden se imprime en "la cinta" y el ECN disemina y muestra las órdenes agregadas en el sistema para que los otros subscriptores las vean. En ese momento, el ECN procede al casamiento de órdenes ejecutándolas. Las partes quedan en el

<Dado que en Europa los mercados bursátiles empezaron en seguida con sistemas automatizados y cada uno lleva su propio libro central de órdenes con límite, los ATSS no han encontrado su lugar de la misma manera que las ECNs en Norteamérica (especialmente en el mercado Nasdaq). >



anonimato en la mayoría de los casos, apareciendo los ECN como contrapartes. Además, algunos ECNs cuentan con software de "desvío inteligente", por lo que si no pueden casar una orden dentro de su sistema, a través de sus motores de ejecución internos, por no encontrar una contraparte en su libro electrónico, desvían las órdenes a otras ECNs y market makers (...).

Existen, en este momento, diez ECNs operando en los mercados de valores norteamericanos: Instinet, Island, Archipiélago, REDIBook, Bloomberg Tradebook, Brut, Attain, NexTrade, Market XT, y el reciente GlobeNet. Las cuatro primeras abarcan más del 85% del volumen de las ECN (...)

[LA RESPUESTA DEL NASDAQ Y EL MERCADO TRADICIONAL]

El Nasdaq ha plantado cara a la competencia de los ECNs a través del diseño de SuperMontage. SuperMontage es una versión más moderna de la plataforma del Nasdaq -cuyo sistema tiene ya más de 30 años- que permite visualizar en las pantallas las tres mejores cotizaciones para cada acción en vez de una, calculando, asimismo, el número de títulos disponibles a cada uno de esos precios, permitiendo, además, la ejecución de órdenes como cualquier ECN.. Este sistema, aprobado por la SEC en enero de 2001, no comenzará a funcionar hasta el primer o segundo trimestre de 2002. Este "supersistema" mejorará notablemente la liquidez del mercado del Nasdaq y supondrá una com-

petencia feroz a las ECNs que, según diversos autores, se verán obligadas a relegarse en su función a meros "puentes de enlace entre la orden del cliente y la pantalla de cotizaciones del Nasdaq. Los ECNs servirán al inversor para poder interactuar con Supermontage rápida y eficazmente".

Mientras grandes operadores (dealers) tradicionales del mercado como LaBranche y Knight Trading Group han visto disminuir sus beneficios, Instinet ha visto aumentar los suyos en un 10% en el primer semestre de este año.

Sin embargo, los grandes inversores siguen prefiriendo ejecutar sus órdenes de gran tamaño a través del sistema tradicional, aunque sea a mayores costes, que arrojarlas en el libro del ECN donde atraerían todas las miradas alertando a la competencia que podría iniciar movimientos en sentido contrario .

Como respuesta la bolsa de Nueva York ha propuesto su propio sistema automático de ejecución de órdenes de menor tamaño y posiblemente permita mayor acceso a su libro.

[EL FUTURO DE LOS ECN'S]

Archipelago no es el único ECN que pronto abrirá sus puertas como un mercado en toda regla. Otros ECNs como Instinet, Island e Nextrade han solicitado ya a la SEC que les apruebe sus planes para convertirse en mercados oficiales y tener acceso rápido y directo al National Market

System donde sus cotizaciones serán mostradas junto a las de los otros mercados. En ese caso, Nasdaq y la bolsa de Nueva York se verán resentidos ya que reciben ingresos de sus miembros y de los valores que cotizan, así como de la venta de datos. Sin embargo, cuando las condiciones de mercado son tales que la liquidez se ve muy mermada, serán sólo las cuatro o cinco ECNs de mayor resistencia las que sobrevivirán. Ello hace pensar que su futuro pasa por la necesidad de consolidación y/o de ofrecer un servicio con valor añadido a su nicho de mercado, al menos hasta que se llegue a la plena integración en un único mercado electrónico. En ese momento la naturaleza de las ECNs cambiará y serán más bien puentes de conexión dentro de un gigantesco mercado virtual.

[LOS ECN'S EN EUROPA]

En Europa han proliferado también las redes privadas de contratación tipo ATSS (Alternative Trading Systems) que, al no estar aprobados por la SEC, no pueden denominarse ECNs aunque estén autorizados a casar órdenes y, prácticamente, las diferencias sean puntuales. Entre ellos se encuentra Jiway de Morgan Stanley Dean Witter & Co. y OM Gruppen AB, MarketEdge de Merrill Lynch & Co., PrimeAccess de Goldman Sachs Group Inc., BestWins de Winterflood Securities y Dresdner Kleinwort Benson, y Roundtable de Knight Trading Group. Las ECNs incluyen a Istinet, Tradepoint y TradeBook.

Dado que en Europa los mercados bursátiles empezaron en seguida con sistemas automatizados y cada uno lleva su propio libro central de órdenes con límite, los ATSS no han encontrado su lugar de la misma manera que las ECNs en Norteamérica (especialmente en el mercado Nasdaq). No obstante, en Europa, como los mercados ofrecen cierta resistencia a la integración, es ahí donde los ATS encuentran su lugar en el mercado actuando como puentes de interconexión para la negociación entre los mismos. Así Jiway está especializándose en el mercado de brokers individuales y Tradepoint es la alternativa para los inversores institucionales y las sociedades y agencias de valores (broker/dealers) especializados en blue chips. □