

INFORME BRADY: TODA LA VERDAD SOBRE EL GRAN CRASH

Después de dos meses, el grupo de trabajo encargado por Reagan de estudiar los sucesos del 19 de octubre en Wall Street, ha presentado un informe que es una verdadera acusación para / las estructuras financieras norteamericanas.

Estas son las partes esenciales del informe presentado al Presidente Ronald Reagan por la Comisión, presidida por el ex-senador Nicholas F. Brady, encargada de estudiar las razones / del crash de Wall Street el 19 de octubre de 1987.

\* \* \* \*

Entre el 1 y el 16 de octubre, el índice Dow Jones había caído más de 250 puntos. Las ventas se habían desatado principalmente por dos causas simultáneas: por una parte, los datos extremadamente decepcionantes sobre la situación comercial norteamericana que, en los mercados extranjeros, ejercieron una / presión a la baja sobre el dólar y un empujón al alza sobre los tipos de interés a largo plazo.

Por otra parte, el ajuste de la legislación sobre la imposición antiadquisiciones, que había presionado a los agentes de bolsa a vender las acciones de las sociedades candidatas a las adquisiciones, con el resultado de una caída precipitada / de las cotizaciones y de un efecto vertiginoso generalizado en todo el mercado.

La caída provocó fuertes tendencias a la venta, que fueron suficientes para aplastar el mercado de acciones. Una tendencia concentrada en dos sectores de vendedores reactivos, los gestores de carteras y algunos grupos de fondos comunes, se vió exacerbada a causa de las operaciones de algunos "operadores especulativos" (aggressive trading oriented institution), que han -- vendido en previsión de ulteriores caídas del índice.

Un ejemplo puede servir para ilustrar el alcance de la propensión a la venta de las sociedades de cartera al cierre del / viernes. Entre el miércoles y el viernes, el cliente de una sociedad de cartera había cumplido fielmente las instrucciones de su asesor. Durante el fin de semana, el asesor informó a su cliente de que, basándose en el cierre del viernes y conforme a / los parámetros del modelo de la sociedad gestora, el lunes tendría que vender el 70% de sus acciones.

Naturalmente, este es un ejemplo límite, pero el modelo típico de las sociedades de gestión de cartera prevé, como respuesta a una caída del 10% del mercado, un aumento de ventas de hasta el 20% de una cartera. Diversas fuentes indican que en el / momento de la caída del mercado, las acciones administradas por estas sociedades rondaban entre los 60 y 90 mil millones de dólares.

Las consecuencias verificadas fueron dos. Primero: los gestores de carteras se mostraron muy activos en las ventas entre el miércoles y el viernes. En el mercado a plazo (futures), en el que se concentraron sus actividades esa semana, vendieron / el equivalente en acciones a aproximadamente 530 millones de / dólares, 965 millones el jueves y 2.100 el viernes.

Segundo: los mismos gestores comenzaron el lunes con un volumen de ventas ya negociadas. Con un mercado a la baja del 10%, de acuerdo con sus esquemas operativos, habrían tenido que realizar ventas por valor de 12.000 millones de dólares como mínimo (el 20% de 60.000 millones).

Pero, de hecho, se realizaron ventas por menos de 4.000 millones de dólares. Un pequeño número de sociedades de gestión de fondos de inversión tuvo que luchar también contra estas / fuertes tendencias. Estas sociedades había preparado una estrategia que permitía a sus clientes rescatar con facilidad sus / cuotas de participación en los fondos. Ya sólo durante el viernes,

el rescate de estos fondos por parte de los clientes excedió a la venta en 750 millones de dólares. Estos clientes tenían derecho a un reembolso basado en las cotizaciones del mercado al cierre del viernes y así, durante el fin de semana, estos fondos tuvieron que hacer frente a numerosas solicitudes de / rescate.

Se acumulan las tensiones. La actividad de un exiguo y / aguerrido grupo de entidades especializadas en intercambios / especulativos, además de contribuir a la caída, provocó el inicio de las posteriores tendencias a la venta del lunes. Estos agentes pudieron intuir correctamente las orientaciones estratégicas de los gestores de cartera y fondos comunes. Pudieron predecir las ventas que los operadores estaban obligados a realizar como reacción a la caída del mercado.

Además, sabían que estas entidades estaban atrasadas en sus programas operativos de ventas. La situación les daba la oportunidad de vender anticipadamente con respecto a las ventas forzadas de los gestores de cartera y fondos de inversión, con la perspectiva de volver a comprar a precios inferiores.

Estos especuladores actuaron en ese período en ambos lados del mercado e incluso, a veces, el mismo día. El jueves, / siete de estas entidades de cambio realizaron ventas por un total apenas superior a 800 millones de dólares en acciones, es decir, el 9% del volumen de la Bolsa de Nueva York.

Sus actividades en aquellos días fueron el preludio de la oleada de ventas del lunes. El arbitraje sobre índice fue muy activo en el período de esos tres días, transfiriendo las tendencias de venta del mercado a plazo (futures) al mercado de / acciones. Pero fue la rapidez de las actividades de arbitraje, más que el nivel agregado diario, la que tuvo un impacto específico en el mercado de acciones.

La consistente actividad de arbitraje sobre índice ha coincidido muy a menudo con los importantes cambios en las sesiones del mercado de acciones.

**Signos de inestabilidad.** Al aproximarse la sesión del lunes, aleteaban en el mercado numerosos signos de inestabilidad. Durante el fin de semana, numerosos artículos de prensa analizaron, con abundancia de detalles, las frágiles condiciones de los mercados de capitales norteamericanos e internacionales. En su edición del 17 de octubre, el influyente semanario Barron's señaló que el Dow Jones Industrial Average (DJIA) no había tenido una semana peor desde el 18 de mayo de 1940 / cuando, a causa del desmoronamiento del ejército francés ante el avance nazi, el índice bajó un 15%.

Otro artículo importante, aparecido en la edición dominical del New York Times, en el que se mencionaba al secretario del Tesoro James A. Baker, quien exhortaba al Banco Central de Alemania Federal a suavizar las condiciones del crédito y a estimular la economía alemana, parecía querer amonestar al Bundesbank, señalando que en el caso de que Alemania no practicara una rápida distensión monetaria, los Estados Unidos estarían menos dispuestos a sostener el dólar en los mercados extranjeros.

Como reacción a los informes de la prensa, los inversores japoneses y europeos comenzaron a vender dólares en las primeras negociaciones del lunes. Además, durante el fin de semana se hizo cada vez más evidente que los gestores de carteras habían realizado ventas de contratos a plazo inferiores a lo previsto en sus esquemas operativos. En consecuencia, se acumuló el potencial necesario para dar un fuerte impulso a las ventas en la mañana del lunes.

De un día para otro, el índice Nikkei caía a 25.746, con una pérdida de 620 puntos, y se verificaban también otras tan-



tas caídas en Hong-Kong y Sydney. Hacia el mediodía, en Londres los títulos de acciones habían descendido un 10%, con el índice Financial Times a 2.077 y una pérdida de 224 puntos.

Los horarios de negociaciones de las Bolsas de Londres y Nueva York coinciden habitualmente durante dos horas cada jornada. Una explicación de la fuerte caída de Londres fue que ese mercado estuvo cerrado el viernes, y sólo en aquel momento los inversores hubieran tenido la oportunidad de reaccionar a la caída del mercado de Nueva York del jueves y el viernes.

Así, las cotizaciones de las acciones y de las obligaciones norteamericanas negociadas en Londres bajaron rápidamente en las primeras horas de la mañana del lunes, hora de Nueva York. Algunos gestores de carteras trataron de atenuar las expectativas de venta en Nueva York, descargando títulos norteamericanos en el mercado de Londres.

En particular, una sociedad de fondos de inversión vendió en Londres 95 millones de dólares de su cartera de acciones antes de la apertura de la Bolsa de Nueva York.

A las 8:05, hora de Nueva York, algunas fuentes comunicaron que tropas de los Estados Unidos habían bombardeado plataformas petrolíferas en el golfo Pérsico, como respuesta a un ataque iraní contra un petrolero de Kuwait de bandera norteamericana. Era de esperar una huida por parte de los inversores hacia las obligaciones en dólares, pero el temor de la ruptura de los acuerdos del Louvre fue más fuerte y, por consiguiente, se verificó una importante debilitación del dólar a la apertura de las contrataciones en la Bolsa de Nueva York.

El mercado de títulos del Tesoro se abrió con mayor rendimiento: el de los bonos a 30 años subió al 10,50% y las órdenes de venta de las acciones inundaron la Bolsa de Nueva York.

**Grandes desequilibrios.** A las 9 horas, en la Bolsa de Nueva York la avalancha de órdenes de venta ya había provocado grandes desequilibrios. Antes de las 9:30, había 500 millones de dólares, equivalente a 14 millones de acciones, en espera de ser vendidos por el sistema computerizado Director Order Turnaround (Dot), que entre las 9:30 y las 10 recibía otras órdenes de venta por valor de 475 millones de dólares.

Esto representaba aproximadamente el 25% del volumen récord de 51 millones de acciones en los 30 primeros minutos de contratación. En el curso de la hora siguiente, se introdujeron en el Dot nuevas órdenes de venta por valor de 1.100 millones de dólares en acciones. Estas fuertes presiones de venta se iban acumulando, mientras se excluían de las contrataciones muchas acciones a causa del desequilibrio de las órdenes.

En Chicago, el índice Major Market abría a 430 con 11 puntos, 2,5% menos que al cierre, ya débil, del viernes anterior. En el Chicago Mercantile Exchange, los gestores de carteras que se habían quedado retrasados en sus programas de venta del viernes reaccionaron con rapidez, vendiendo 3.000 contratos en la primera media hora. Esto suponía el 18% del volumen total de los intercambios en aquel período de tiempo.

A las 9:45, el DJIA había descendido 21 puntos. Como la mayor parte de las acciones del índice no habían abierto a tiempo, la media se basaba, en parte, en las cotizaciones al cierre del viernes. La tendencia a la venta por parte de los inversores de fondos comunes y de los arbitrajes sobre índice fue intensa. Una sociedad gestora de fondos comunes vendió 500 millones de dólares en la primera media hora, lo cual representaba el 25% del volumen.

Al menos 6,2 millones de acciones, equivalentes al 12% del volumen total, se vendieron por los operadores de arbitrajes sobre índice en la primera media hora. En ese momento del lunes,

el margen entre el contrato y el índice oscilaba entre 10 y / 17 puntos. Ese día, un premio de un punto hubiera representado un valor justo. La medida del descuento o premio se había convertido en uno de los signos que indicaban la dirección del / mercado de acciones más seguida también por los inversores que no utilizaban los cambios de futures como instrumento de contratación. El beneficio potencial del arbitraje que se puede / conseguir vendiendo el índice y comprando simultáneamente el / contrato, alcanzaba una regresión anual del 47%, dados los niveles de cotización.

**Falso índice.** Pradójicamente, el amplio margen de la mañana del lunes era totalmente falso. Dado que muchas acciones del índice no se habían cotizado todavía, el índice se calculaba según las cotizaciones del cierre del viernes. Los agentes que operaban con arbitrajes sobre el índice (index arbitrage), aunque conocían el hecho de que muchas acciones no se habían / negociado todavía, creyeron que existían un amplio margen.

Este convencimiento llevó a estos operadores a pensar que el mercado se dirigía hacia niveles muy inferiores y, en lugar de vender contratos sobre índice y, a la vez, comprar las acciones, muchos de ellos vendieron simplemente el índice y esperaron a comprar, creyendo poder adquirir más tarde las acciones a un precio inferior. Además de aconsejar a los operadores sobre index arbitrage de abstenerse de comprar futures, el margen real sugería también a los compradores de títulos no operar en el que parecía ser un mercado débil y con cotizaciones relativamente altas.

A las 10.30, el Dow Jones había bajado 104 puntos. Treinta minutos después, había bajado otros 104 puntos, cotizándose a 2.080. El volumen de intercambios, a las 11 de la mañana, había alcanzado los 154 millones de acciones, un nivel récord. A las 10:33, un gestor de carteras que tenía la posibilidad de vender para sus clientes tanto acciones como futures, vendió el prime-

ro de 13 paquetes de acciones de 100 millones de dólares que vendió ese mismo día.

Esa entidad vendió acciones en lugar de futures, ya que / la medida del margen en el mercado a plazo hacía parecer la / venta de acciones más provechosa. Esta alternativa de vender / acciones no era posible para la mayoría de los otros grandes / gestores de carteras, ya que éstos no tenían autoridad para / vender las acciones de sus clientes. Por ello, continuaron ven- / diendo futures durante toda la mañana y primera hora de la tar- / de, con enormes descuentos sobre los precios del mercado de ac- / ciones.

Hacia las 11 de la mañana, la mayoría de las acciones ha- / bían abierto decididamente a la baja en la Bolsa de Nueva York / y los corredores de bolsa sobre el índice, que todavía no ha- / bían concluido los acuerdos comprando futures, se dieron cuen- / ta de repente de que el margen entre el contrato y el índice / era prácticamente nulo.

Cogidos por sorpresa, se precipitaron a aceptar la contra- / tación, que subió de 254 a las 10:50, hasta 265,5 a las 11:40. / En estos 50 minutos, las ventas por parte de las entidades de / gestión de carteras cayeron temporalmente y las breves cobertu- / ras de un importante inversor extranjero, que había adquirido / 218 millones de dólares en futures, provocaron la negociación / del contrato con premio sobre el índice, por primera vez en la / sesión. Entre las 11 y las 11.40 los corredores de bolsa com- / praron 110 millones de dólares en acciones, mientras vendían / futures.

Los inversores no especulativos, considerando que el mer- / cado había alcanzado un nivel adecuado, comenzaron también a / comprar acciones.

**Drástico giro.** A pesar de todo, el mercado comenzó a acusar un dramático vuelco a las 11.40, con una contratación que descendía de 265,5 a 251,5 a las 12.40, mientras que el Dow Jones bajaba de 2.140 a las 11.46 hasta 2.053 a las 12:55. 36 millones de acciones se negociaban por el sistema de intercambio mecanizado Dot.

La caída de las cotizaciones de debía a la falta de compradores significativos y a la reanudación de las ventas en masa / por parte de las sociedades de gestión de cartera. Entre las / 11:30 y las 13.30, estas sociedades vendieron más de 10.000 acciones a plazo, el equivalente a 1.300 millones de dólares. Estas acciones suponían el 28% del volumen total de futures, objeto de la contratación, y el 41% del volumen público.

Los operadores de index arbitrage vendieron en ese período acciones por valor de 350 millones de dólares, mientras que la venta de carteras de acciones completas totalizaba 560 millones de dólares, de los cuales 400 millones de una sola sociedad de gestión. A las 13:09, la agencia de prensa Dow Jones informaba que el presidente de la Comisión de Control de Bolsa afirmaba no haber discutido con el presidente Ronald Reagan sobre / una suspensión de las contrataciones en la Bolsa de Nueva York, aunque, dijo, "todo es posible".

Entre las 13:15 y las 14:05, la cotización de la contratación caía de 255 a 227, el índice de 258 a 246 y el Dow Jones / de 2.081 a 1.969, sobrepasando el valor 2.000 por primera vez / desde el 7 de enero de 1987. A las 13:25, la agencia Dow Jones mencionaba a la Comisión de Control de la Bolsa de Nueva York que afirmaba no haber discutido sobre un cierre de las contrataciones de títulos. De cualquier forma, la incertidumbre creada por la imposibilidad de vender pudo haber exacerbado ulteriormente las dramáticas tendencias a la venta. De hecho, entre las 13:30 y las 14 horas una sociedad de cartera realizó 1.762 ventas por un valor de 200 millones de dólares, lo que representa-



ba el 20% del volumen total durante aquellos 30 minutos.

Entre las 13 y las 13:30, los corredores de bolsa vendieron 216 millones de dólares, y la venta de valores de cartera totalizó 305 millones de dólares en acciones. Todas estas operaciones de venta constituían el 30% del volumen total de las acciones intercambiadas en ese período.

**Breve recuperación.** A las 14.05 se produjo una breve recuperación al alza, la última de la sesión, en el mercado de futures. La contratación saltaba de 227 a 239 a las 14:35 el interés de la compra estaba centrado en el mercado de futures y el índice aumentó sólo 4 puntos. El Dow Jones subió 50 puntos, alcanzando el valor 2.000.

Hacia las 14 horas de esa tarde, los corredores de bolsa de sistema manual redujeron sustancialmente su actividad, ya que no se les aseguraba la ejecución inmediata de sus órdenes. Esto dejaba fuera de juego a importantes compradores del mercado de futures, y la perseverancia de las ventas de los gestores de cartera había provocado una fuerte diferencia entre el contrato y el índice, con el consiguiente aumento del margen, que ya era enorme.

Mientras los mercados de acciones y de futures estaban al borde del colapso, comenzó la huída hacia la salvación en el mercado de títulos de renta fija. En las 24 horas siguientes, la renta de los bonos del Tesoro a 90 días descendía del 6,75% a poco más del 5% y los bonos a 30 años subían de 85 a 96,5, mientras que la atención de los operadores del mercado pasaba bruscamente del miedo a la inflación y a la crisis monetaria, a una preocupación por la deflación, la recesión y la caída potencial del mercado.

La caída del mercado de acciones quedó paralizada por el cierre a las 16:00 horas. El índice había caído 508 puntos, un 23%, con un volumen de intercambio de 604 millones de acciones.

Ese día, el contrato se había precipitado de 285,25 el viernes a 201,50 al momento del cierre, una caída del 29% sobre un volumen de 162.000 contratos. El volumen de las contrataciones en el mercado bursátil de Nueva York había trastornado los sistemas mecanizados de elaboración de datos y comunicación en Bolsa.

La ejecución de las operaciones se informaba con más de / una hora de retraso, lo que creaba confusión entre los agentes. Un grave problema fue el mal funcionamiento del sistema automático de gestión de órdenes, el Dot, a causa de la falta de capacidad para manejar el volumen de las órdenes. A través del / Dot, pasaron órdenes por 396 millones de acciones, pero no se ejecutaron por 112 millones de acciones y, de éstas, 92 millones eran órdenes a plazo.

Por la improcedencia de la información, los inversores no sabían si se habían ejecutado sus órdenes a plazo y, por lo / tanto, no podían establecer nuevos límites. De los 284 millones de acciones cuyas órdenes fueron ejecutadas por el Dot, 33 millones eran de compras y 148 de ventas. Las órdenes a plazo que se habían negociado incluían 69 millones de acciones en compra y 24 en venta. De los 396 millones de acciones negociadas por el Dot, 89 millones estaban relacionadas con operaciones sobre programa y sobre arbitraje, representando un 15% del volumen / total de la Bolsa en esa sesión.

Al cierre de las contrataciones, las entidades especializadas en la Bolsa de Nueva York tenían depósitos por valor de / aproximadamente 1.300 millones de dólares, frente a los 900 millones de dólares del viernes 16 de octubre. Estos importantes depósitos fueron un factor determinante para poner orden en el mercado al día siguiente.

Los mercados de las option fueron incapaces de mantener el paso por los rápidos cambios de precio en los mercados de

acciones que tuvieron lugar el 19 de octubre; mientras que el volumen de los valores mobiliarios y el de los contratos a plazo (futures) había subido drásticamente desde el viernes, el volumen de los cambios en bolsa de las option estaba en un 35% del nivel anterior. Las option habían estado paralizadas durante casi todo el día a causa de las prolongadas y lentas negociaciones.

Como consecuencia de ello, los operadores que tradicionalmente invertían en el mercado de option se volvieron hacia los mercados de futures y de valores mobiliarios para reducir la exposición de las acciones y cubrir las posiciones. En el sector de las option, muchos contratos a corto plazo, que dan el derecho a vender un título en una fecha futura, exigen la venta de ese título cuando el mercado está a la baja.

Dada la imposibilidad de cerrar las operaciones en option, es probable que se haya producido un volumen de transacciones más elevado que en los futures y en los mercados de las equity que en el que hubiera podido producirse si el mercado de las option hubiese operado con normalidad. En muchos mercados de option, los pequeños inversores representan un componente predominante. Cuando un agente ordena a los inversores aumentar el depósito exigido en garantía por la compra de acciones, los pequeños inversores que se encuentran en apertura sobre las option, son los primeros en recibir la orden. Si no pueden aumentar el depósito, sus posiciones se liquidan.

De comentarios hechos por numerosos operadores, se hizo evidente que las liquidaciones forzosas contribuyeron a la enorme presión a la baja en el mercado durante toda la sesión (...).

El 19 de octubre, los principales vendedores del mercado de futures eran portfolio insurance provider, entidades financieras que utilizan técnicas computerizadas para proteger au-

tomáticamente los títulos de sus clientes de las oscilaciones de las cotizaciones. Las ventas totales de las actividades de estas entidades de cartera fueron equivalentes a unos 33.000 contratos, lo que representa el 21% del volumen total de las transacciones, y el 43% del volumen de las transacciones realizadas por el público.

Significativamente, aunque estas entidades representaban el grupo más grande de vendedores, cubrieron la exposición de sus acciones menos de lo que requerían sus programas computarizados. Además, las entidades que utilizan la técnica de asegurar la cartera, y que reaccionan con un retraso de un día, vendieron el lunes el volumen suficiente para cubrir adecuadamente la fluctuación del mercado del viernes.

La caída del 23% que sufrió el mercado el lunes implicaba que los portfolio insurers, si hubiesen seguido sus esquemas, hubieran tenido que vender inevitablemente mucho más el martes. Además de los 4.000 millones de dólares vendidos por los portfolio insurers en contratos a plazo, la mayor parte de los -- 2.200 millones de dólares de los programas de venta de valores mobiliarios parece haber estado relacionada con los mecanismos de los portfolio insurers. Uno solo de éstos vendió 1.300 millones de dólares en acciones. Las compras en el mercado de futures estaban estrechamente relacionadas con las actividades / de arbitraje sobre índices de las acciones y con las de cobertura a corto plazo.

**Los sucesos del martes.** La caída del lunes en los mercados de acciones norteamericanos tuvo una fuerte repercusión en todos los mercados internacionales. El índice Nikkei bajó 3.336 puntos, situándose en 21.910, una caída del 13,2%. Dado que en la Bolsa de Tokyo existe un límite del 15% para las posibles / oscilaciones diarias de los precios, hubo un volumen de intercambios relativamente suave, a medida que todas las acciones / del mercado (excepto tres) alcanzaban ese límite y el intercam



bio se paralizaba en el transcurso de la sesión.

A mediodía, en Londres, el Financial Stock Exchange Index descendió 296 puntos, situándose en 1.755, una baja del 14%. / En Hong-Kong, la Bolsa se cerró durante el resto de la semana, y también la Bolsa de contratos a plazo, la Hong Kong Futures Exchange, corría seriamente ese mismo riesgo. Ciertas declaraciones oficiales de la Banca del Japón a primera hora del martes garantizaban que Japón seguiría manteniendo su apoyo a los acuerdos del Louvre, llevando cierta calma a los mercados.

A las 8:41 de aquella mañana, el presidente de la Fed, / Alan Greenspan, hacía una breve declaración: "La Federal Reserve, coherente con sus propias responsabilidades hacia el país, como Banco central, ha reafirmado hoy su disponibilidad para / garantizar la liquidez necesaria para el sostén del sistema económico y financiero!"

Esta declaración provocó una subida en el mercado de las obligaciones, ya que se interpretó como síntoma de que la Federal Reserve había reconocido la existencia de una situación excesivamente restringida del crédito. La huída hacia el mercado de las obligaciones demostró, por lo tanto, que los inversores se sentían atraídos por formas de inversión más seguras.

A las 9:30, la Bolsa de Nueva York anunció haber solicitado a sus participantes que no utilizaran el sistema Dot para / realizar el program trading (programas computerizados de compra-venta de acciones). Esto habría permitido eliminar las actividades de arbitraje sobre los índices de acciones, rompiendo la relación de intercambio entre contratos a plazo e índices de acciones. De cualquier forma, hubo una gran confusión entre los agentes, quienes se preguntaban si era o no era posible hacer arbitraje "manual" o si se podrían pasar transacciones computerizadas sobre acciones individuales a través del sistema Dot.



En Nueva York, desde el comienzo de las transacciones en la Bolsa de valores, fue evidente el giro de la situación con respecto al lunes, desde el momento en que muchas acciones no abrían a causa del desequilibrio en las órdenes de compra. A pesar de que numerosas sociedades habían anunciado programas de recompra de sus propias acciones tanto el lunes como el martes por la mañana, los desequilibrios en las órdenes de apertura no podían haber sido provocados por la actividad de sostén de las propias acciones, puesto que una intervención de este tipo está prohibida al comienzo de cada sesión.

En consecuencia, la mayor parte de las órdenes de compra a la apertura del mercado eran "órdenes de mercado" y esto possibilitaba a los agentes specialist de la Bolsa de Nueva York cotizar las acciones con valores significativamente más altos que los del cierre del lunes.

Desde las 9:30 a las 10:27, el índice Dow Jones subía de 1.739 a 1.936, a medida que los specialist cotizaban sus propias acciones con valores cada vez más altos, y en muchos casos, también con volúmenes elevados. (...).

Apenas el volumen de compras fue absorbido y los mercados de futures comenzaban a caer, el mercado cambiaba su marcha y bajaba de 1.936 a las 10:27 hasta 1.711 a las 12:29. La presión sobre las ventas implicaba a todo el mercado y estaba provocada por el temor a que recomenzasen las actividades de arbitraje / sobre índices de acciones, de los portfolio insurers y de recuperación de los fondos comunes de inversión.

**Paralización en Chicago.** El Chicago Board of Options Exchange y el Chicago Mercantile Exchange suspendieron las contrataciones de option y futures a las 11:45 y 12:15 respectivamente, tomando nota de que las contrataciones de muchas acciones / se habían suspendido a causa de un exceso de órdenes de venta y que era demasiado difícil obtener información sobre los pre-

cios de las acciones del New York Stock Exchange.

Al momento del cierre del Chicago Mercantile Exchange, la diferencia entre la cotización de los contratos a plazo y el / índice de la Bolsa era superior a 46 puntos, la más alta jamás registrada. Con el cierre del Chicago Mercantile Exchange, el último eslabón en la relación entre el mercado de acciones y / el de contratos a plazos se había roto. Algunas entidades de / specialist aprovecharon la ocasión para cotizar las acciones / en apertura a niveles más altos. También los inversores que / compraban para limitar los riesgos, y que antes desafiaban la aparente diferencia entre cotizaciones de futures y el índice de acciones, comenzaron a comprar. Esas compras no podían continuar a un ritmo sostenido y la subida de la Bolsa se agotó en breve.

Durante los 49 minutos en los que el mercado de contratos a plazo había permanecido cerrado, el índice Dow Jones subió / de 1.711 a 1.835 puntos. La cotización de futures estaba, a / las 13:04, en 213, en alza respecto al valor de 183 en que se encontraba al momento del cierre temporal a las 12.15. A ese nivel, la cotización de futures se encontraba 17 puntos por de / bajo con respecto al índice del mercado de acciones. Aunque no tuvo lugar ninguna operación de arbitraje, la renovada sensa-- ción de que la diferencia estaba destinada a agrandarse, era suficiente para descorazonar a los compradores en potencia. /

Los intercambios iniciales de los contratos a plazo se / habían caracterizado por compras especulativas y por un con-- tenido volumen de ventas por parte de los portfolio insurers. El volumen de la contratación, en la primera media hora des-- pués de la reapertura, había sido relativamente alto: 7.500 contratos por un valor de 800 millones de dólares. Otra fuer-- za que condicionó el mercado en ese momento fue el aumento / del número de empresas norteamericanas que habían anunciado / su deseo de volver a comprar sus acciones en el mercado.

A la caza de oportunidades. De hecho, el lunes y el martes, las empresas habían anunciado programas de recuperación / de las acciones propias por un valor aproximado a 6.200 millones de dólares. Esto, junto con la reducción de la diferencia entre el precio de los futures y el índice de las acciones, pudo haber inducido a muchos proveedores del mercado a creer que los rescates podrían garantizar un tope a la baja de los precios.

Los cazadores de oportunidades se precipitaron a comprar y los vendedores pudieron finalmente descargar importantes paquetes de acciones directamente a las empresas. Apenas los valores de las acciones comenzaron a subir, hubo una avalancha para cubrir posiciones a corto plazo y el índice Dow Jones comenzó a subir hacia el término de la jornada; sin embargo, en ese momento, las ventas al contado, nuevas incertidumbres sobre el desarrollo del mercado de fondos federales y las ventas de los portfolio insurers provocaron nuevamente un rápido descenso.

El índice Dow Jones, que se había parado en 1.712 a las 12:30, había subido hasta 1.919 a las 15:33 para volver a bajar, cerrando a 1.841. La ausencia de una clara relación entre las acciones, los contratos a plazo y aquellos con premio, había / inducido a muchos inversores, que habían comprado con fines especulativos, a salir del mercado. Muchos de esos inversores, que hubieran podido adquirir, retrasaron la compra en espera de / que se delinease un cuadro más claro. Un elemento que estuvo siempre presente desde el jueves al martes fue la concentración de la actividad de compra-venta en manos de un restringido número de inversores.

Esta concentración había alcanzado su apogeo el lunes, - cuando los diez compradores y vendedores más importantes, a / pesar del volúmen récord de las contrataciones, desarrollaron en Bolsa el 9% de las ventas y el 15% de las compras, respectivamente.

En el mercado de contratos a plazo, los 10 principales compradores y vendedores que operaban con fines especulativos determinaron el 25-26% del volumen total de las contrataciones. En ambos sectores del mercado, estas diez grandes entidades / efectuaron exclusivamente ventas el viernes y el lunes y compras sólo el martes. En el transcurso de la sesión del martes, los 10 principales compradores adquirieron 2.100 millones de / acciones y los 10 más importantes vendedores se desprendieron de acciones por valor de 1.600 millones de dólares.