

LA ACTUAL CRISIS FINANCIERA Y LOS *HEDGE FUNDS*

THE CURRENT FINANCIAL CRISES AND THE HEDGE FUNDS

Manuel Varela Parache
Universidad Complutense de Madrid y Universidad San Pablo CEU

Félix Varela Parache
Universidad de Alcalá

Recibido: diciembre de 2007; aceptado: enero de 2008

RESUMEN

La crisis inmobiliaria y financiera que se inició en EE.UU. en 2007 está teniendo consecuencias importantes en otros países. Inicialmente se atribuyó a los “hedge funds”, un tipo de inversor institucional no regulado, con fuerte incidencia en los mercados financieros. En el trabajo se expone que la crisis es, fundamentalmente, una crisis originada en el sector regulado. Los bancos e “investment banks” crearon vehículos especiales de inversión para sacar de sus balances deudas por ellos estructuradas. La falta de liquidez y de financiación ha hecho necesario que volvieran a asumir buena parte de ellas. El origen de la crisis no es un problema de falta de regulación, sino de una supervisión inadecuada de la regulación existente.

Palabras clave: “Hedge funds”; Sistema bancario; Crisis financiera; Préstamos “subprime”.

ABSTRACT

The U.S. housing and financial crisis of 2007 is having far-reaching repercussions in other countries. At the beginning, the crisis was attributed to hedge funds, non-regulated institutional investors with a strong influence in financial markets. The authors hold that the crisis arose from the regulated sector. Banks and investment banks set up special investment vehicles to take out of their balance-sheets debts they have structured. The scarcity of liquidity and financing made it necessary that they assume again a considerable amount of it. At the starting point of the crisis there was not a problem of non-regulation but of inadequate supervision of the existing regulation.

Keywords: Hedge funds; Banks; Financial Crises; Subprime Loans.

Clasificación JEL: G10; E40.

1. INTRODUCCIÓN

En junio de 2007, Bear Sterns, uno de los principales bancos de inversión de EE.UU., anunció que dos “hedge funds” (HF) creados por él, habían perdido prácticamente la totalidad de sus recursos propios. Con ello se iniciaba la crisis de instituciones de este tipo que habían invertido cuantías elevadas en títulos de deuda con garantía colateral de hipotecas, afectadas éstas por la crisis inmobiliaria en dicho país¹. Poco después, otras instituciones, incluidas algunas europeas, como un fondo de BNP, anunciaban que también estaban afectadas. Se trata de una crisis cuya entidad es todavía desconocida y que ha afectado a muchos HF, incluidos los que no habían invertido en obligaciones hipotecarias, pero que se vieron influidos por la caída generalizada de los precios en los mercados financieros, consecuencia de la preferencia por la liquidez, originada por dicha crisis.

Con ocasión de su asistencia en el año 2007 a la reunión de Jackson Hole (Wyoming), donde todos los veranos tiene lugar una sesión con participación de numerosos bancos centrales, el presidente del Bundesbank, A. Weber, señaló que el mundo financiero se enfrenta a una situación similar a un pánico bancario, pero que no afecta directamente a bancos —tradicionales actores en este tipo de crisis— sino a HF y a sociedades instrumentales creadas como vehículos de inversión específicos —en muchas ocasiones por los bancos o los “investment banks”— para titularizar activos, financiándose en el mercado de papel comercial (Commercial Paper)². Lo mismo que los bancos, esas entidades tienen un problema de desajuste de vencimiento: financian a largo plazo y se

¹ En realidad, hubo un precedente que atrajo menos atención. En el mes de mayo, UBS, el primer banco suizo, se vio obligado a reabsorber Dillon Read Capital Management, que había creado hacia menos de dos años, a causa de pérdidas incurridas en inversiones hipotecarias *subprime*.

² En este trabajo, haremos referencia a la distinción entre bancos e *investment banks*. La diferencia surgió en EE.UU. después de la caída bursátil de 1929, al prohibir la *Glass-Steagall Act* que los bancos pudieran, simultáneamente, recibir depósitos y actuar como aseguradores en la colocación de títulos de deuda. Aunque una ley de 1999 rompió la dicotomía total, al permitir que una misma sociedad “*holding*” posea un banco y un *investment bank*, los grandes *investment banks* siguen siendo fundamentales en la colocación de títulos. Las gestoras de los grandes bancos comerciales de EE.UU. han creado sus propios *investment banks*.

endeudan a corto. La diferencia, muy importante, es que los bancos centrales, que pueden ayudar a solventar una situación de pánico bancario, no tienen una posibilidad directa de hacerlo con este tipo de instituciones.

Esta situación es consecuencia del cambio radical experimentado por el sistema financiero en las dos últimas décadas. Antes los bancos concedían préstamos y mantenían en su balance los activos correspondientes; ahora, los siguen concediendo, pero no los mantienen sino que, en muchos casos, los venden incorporados a títulos de deuda. Los HF, como vehículos de inversión muy apalancados que utilizan libremente estrategias operativas complejas y flexibles, son importantes en esta estrategia bancaria de prestar para vender los activos correspondientes. Ha sido la mezcla de este cambio en la estrategia bancaria y del crecimiento de los HF, lo que ha llevado a la presente situación. Lo que funcionó muy bien en los últimos años, ha dejado de hacerlo. La crisis en el mercado hipotecario de EE.UU. ha puesto de relieve los riesgos inherentes a los HF y al modelo de “prestar para vender”³.

Éste es sólo el último episodio –eso sí, muy importante– de las crisis experimentadas por HF. La crisis de Amaranth en 2006, al especular con los precios del gas natural, apenas tuvo repercusiones sistémicas, pese a sus cuantiosas pérdidas. Más grave fue la de Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998, entidad que tuvo la peculiaridad de contar con dos destacados premios Nobel –Merton y Scholes– como asociados y asesores y el agravante de exigir una operación de salvamento organizada por la Reserva Federal de EE.UU., para evitar daños más graves en el sistema financiero de dicho país⁴. No fueron estos los únicos casos en que los HF han estado en el ojo del huracán desde que se crearon. Con razón o sin ella, han sido mencionados en las crisis de la libra esterlina y otras monedas europeas en 1992-93, en la crisis asiática de 1997 y en los problemas derivados de la crisis rusa de 1998; y más recientemente, en el fracaso del intento de conformar una entidad única entre la Bolsa alemana y Euronext.

Siempre que se suscita una situación de este tipo, los HF reaparecen en el primer plano, especialmente si la perturbación significa un grave problema sistémico. En el presente trabajo nos referiremos al concepto y evolución de los HF (epígrafe II), a las crisis de liquidez, como problema básico que ocasionalmente afecta a dichas instituciones (III) y a su relación con la inestabilidad actual (IV), antes de concluir con las principales lecciones derivadas de ella.

³ Gunther y Zhang (2007). Los términos “*originate to hold*” y “*originate to distribute*” que contraponen la estrategia tradicional y actual de la banca los hemos traducido respectivamente por “prestar para mantener” y “prestar para vender”.

⁴ Una exposición sobre el salvamento de LTCM y la controversia que generó puede encontrarse en Haubrich (2007).



2. CONCEPTO Y EVOLUCIÓN DE LOS HF

Como los HF no están regulados legalmente, no existe ninguna definición jurídica a la que recurrir ni estadísticas oficiales únicas que reflejen su importancia. El concepto de HF vendrá determinado por las características de lo que hacen los HF. Lo cual nos lleva a referirnos, siquiera brevemente, a su evolución.

Lo primero que es necesario clarificar es a qué se hace referencia con el término *hedge fund*. No sólo por tratarse de un término inglés, hoy habitualmente utilizado en otras lenguas, sino porque dicho término tiene un origen histórico que induce a confusión, ya que no se corresponde con lo que hacen muchos de los fondos hoy existentes.

El término comenzó a emplearse hace más de 50 años para referirse al fondo de inversión creado por Alfred Winslow-Jones, un sociólogo y periodista financiero. En 1949, cuando preparaba un artículo para *Fortune* sobre los métodos de análisis en el mercado financiero, Jones creó un fondo que trataba de sacar partido de valores que parecían infravaluados, comprándolos con fuerte apalancamiento de crédito, al mismo tiempo que vendía otros valores. Adoptando una posición corta en estos últimos, compensaba la posición larga de los valores elegidos (de aquí la denominación de *hedge fund*) y eliminaba el riesgo de una baja general del mercado. Algunas otras de las características de los HF, aparecieron ya en el fondo creado por Jones: apalancamiento elevado, número de inversores limitado (menos de 100) para evitar la intervención de la Security Exchange Commission (SEC) y estructura de remuneración basada en un porcentaje alto (20%) de los rendimientos. Todas ellas, incluidas las posiciones cortas, muy diferentes de las características operativas de los fondos de inversión entonces existentes.

Aunque el fondo creado por Jones tuvo una evolución satisfactoria hasta 1970, de este tipo de instituciones no se volvió a hablar hasta 1966, cuando *Fortune* publicó un nuevo artículo que ponía de relieve su éxito en comparación con otros fondos de inversión. La publicidad conseguida determinó que en los tres años siguientes se crearan unos 140 nuevos HF, entre ellos el Quantum Fund de George Soros. La estrategia de inversión de muchos de ellos, se hizo menos conservadora, con inversiones a largo plazo siempre muy apalancadas. Ello llevó a fuertes pérdidas con mercados a la baja, como en 1969-1970 y 1973-1974, lo que originó retiradas notables de fondos. Los HF sólo volvieron a adquirir notoriedad en 1986, con la publicación de un nuevo artículo, esta vez en el *Institutional Investor*, que destacaba los formidables resultados del Tiger Fund, de Julian Robertson, que había ofrecido a sus partícipes una rentabilidad anual compuesta de 43% en sus seis años de existencia, una vez pagados todos los gastos e incentivos. Esto renovó el interés por los HF y motivó la creación de muchos nuevos⁵.

⁵ Entre las muchas referencias a la historia de los HF es fácilmente accesible Stultz (2007).

Desde finales de los años ochenta, el crecimiento de los HF fue notorio, lo mismo que su influencia y efectos sobre los sistemas financieros. Todas las crisis de los años noventa, fueron atribuidas –aunque no siempre de forma justificada– a estas entidades. En 1998 se produjo la crisis del LTCM que originó un menor crecimiento de los HF en los tres años siguientes. Pero su buen desempeño en 2000-2003, coincidiendo con la crisis de los mercados bursátiles, motivó un desarrollo sin precedentes tanto del número de fondos como de los activos por ellos manejados. Ambas magnitudes habían crecido notablemente desde 1990, pero lo hicieron especialmente iniciado este siglo. Se calcula que en junio de 2006 había cerca de unos 11.000 que, en conjunto poseían activos por un importe de 1,5 billones de dólares; una publicación reciente eleva esta última cifra a 2,5 billones de dólares, a fin de junio de 2007⁶. El crecimiento experimentado puede constatarse comparando dichas cifras con los 600 HF existentes a principios de los noventa, con activos que no alcanzaban los 40.000 millones de dólares y los menos de 4.000 del año 2000, con activos que no alcanzaban los 500.000 millones de dólares.

También se produjo en dicho periodo un gran aumento de la participación de los fondos de pensiones y un interés creciente de los bancos y de otras entidades financieras en su utilización, así como una diversificación de sus estrategias y una tecnificación de sus procedimientos, cada vez más dependientes de las nuevas tecnologías. Esa variedad creciente de las estrategias y procedimientos, junto al hecho, ya mencionado, de la ausencia de una definición jurídica o legal, hace que para definir los HF haya que recurrir a sistemas descriptivos, recogiendo algunas características que generalmente aparecen en dichos fondos. Pero no todas aparecen siempre en los HF y ninguna de ellas es exclusiva de este tipo de fondos, por lo que algunas de las definiciones hacen referencia a que la institución cumpla una mayoría de dichas características y en algún caso, se menciona la exigencia de que lo haga, como mínimo, con todas menos una de ellas. De un trabajo reciente de Crockett (2007) se deducen las siguientes características:

1. Número reducido de inversores individuales, con elevado poder económico. En los últimos años, se ha producido una participación creciente de fondos de pensiones y otras entidades financieras.
2. Se trata de entidades no reguladas, generalmente domiciliadas “off-shore” por motivos impositivos, pero administradas desde los principales países, especialmente desde centros financieros como Londres y Nueva York.

⁶ No existe ninguna estadística oficial sobre HF y sí diversas evaluaciones. La manejada en el trabajo parte de Hedge Fund Research y está sacada de diversos trabajos publicados en EE.UU. como Kambhu et ál. (2007). Recientemente, Daniel Thomas (Financial Times, 1 de octubre de 2007) ha publicado que los activos manejados por HF casi habían alcanzado los 2,5 billones a fines de junio de 2007. Aunque esta estadística tiene una fuente distinta (Hedge Fund Intelligence), es evidente que la formidable expansión siguió, al menos hasta que se inició la crisis en el mes de julio.

3. Dichas entidades tratan de sacar partido de las imperfecciones de los mercados, para lo cual utilizan instrumentos y estrategias muy sofisticadas y un fuerte apalancamiento crediticio. Su objetivo es conseguir un nivel alto de resultado en términos absolutos, con independencia de la evolución de los mercados.
4. Realizan un manejo muy activo de sus carteras por lo que han adquirido una importancia grande en la formación de precios en todos los mercados financieros, especialmente en los mercados de futuros y derivados.
5. Por último, son entidades con un sistema de administración peculiar que implica mayor estabilidad de los fondos (normalmente la retirada de fondos está sometida a restricciones temporales) y costes elevados, basados en los rendimientos, en ocasiones por encima de un mínimo.

3. LAS CRISIS DE LIQUIDEZ Y LOS HF

La principal ventaja directa de los HF para los inversores ha sido la elevada rentabilidad, aunque no exenta de riesgos. En general, la rentabilidad ha sido alta –incluso, muy alta– en las dos últimas décadas, pero también ha habido dos períodos negativos, marcados por la desaparición de la liquidez en los mercados financieros y caídas generalizadas de precios de los activos financieros: la crisis de LTCM, en 1998-99 y la crisis inmobiliaria, en el verano del 2007. Aunque de muy diferente naturaleza, ambas situaciones originaron una clara preferencia de los inversores por la calidad de los activos y por la liquidez, con caídas generalizadas de precios de los activos mantenidos por los HF. Pero estos dos períodos han constituido la excepción a la regla de los altos rendimientos.

Las crisis de HF no constituyen un suceso raro o infrecuente. Se trata de un sector de la industria financiera que tiene un elevado porcentaje de bajas anuales. Pese a tratarse, en ocasiones, de empresas importantes, de todas esas desapariciones de HF, la crisis de LTCM fue la primera que tuvo efectos sistémicos. LTCM utilizaba sofisticadas estrategias, basadas en complejos modelos matemáticos, para adoptar posiciones que asumían que debía de producirse una reducción de los altos niveles imperantes de volatilidad y márgenes operativos. Utilizaba un apalancamiento crediticio muy alto, de 25 veces sus recursos propios en el momento de la crisis. Se lo permitía su prestigio empresarial y el buen funcionamiento de la estrategia durante los años previos, justamente los anteriores al establecimiento de la Unión Monetaria en Europa. Pero bastó un incidente aparentemente lejano (la crisis rusa del verano de 1998) para que las circunstancias cambiaran. La tendencia hacia activos de mayor calidad provocada por dicha crisis, hizo que desapareciesen las favorables condiciones que hacían posible su operativa. Los márgenes aumentaron y empeoraron las condiciones de crédito. Las exigencias de los bancos que habían dado crédito con garantía de títulos, que con la crisis perdieron valor, fueron imposibles de afrontar. Otras empresas, se vieron

también afectadas por las caídas de precios de los activos y la Reserva Federal tuvo que organizar una operación de rescate en que los bancos e *investment banks* que habían dado crédito a LTCM se convirtieron en partícipes hasta que se realizó una liquidación ordenada de la entidad.

Hay algo en la secuencia de hechos que se produjo en la crisis de LTCM que conviene recordar, porque refleja los riesgos crediticios y de contrapartida que se pueden producir en el caso de fallo de un HF importante o de un sector apreciable de estas instituciones. Un cambio fuerte e imprevisto en las condiciones de mercado puede originar una pérdida apreciable de las posiciones apalancadas y la exigencia de su refuerzo, lo cual da lugar a una gran demanda de liquidez y a una caída de precios de sus activos y de otros similares. Todo ello acaba repercutiendo sobre los bancos que han actuado como *Prime Broker* de esa entidad⁷. Pero también causa un efecto más amplio sobre otras entidades inversoras y HF, al provocar una baja rápida del precio de sus activos.

La crisis de 1998 y la actual son diferentes en la forma de gestarse, aunque no en sus consecuencias. Aquélla fue la crisis originada por el grave percance sufrido por un HF muy importante. Ésta se inicia en el sector inmobiliario y en su financiación, la hipotecaria; sus graves dificultades causan profundas consecuencias en un sistema financiero en que los bancos han dejado de prestar y mantener los activos correspondientes en su balance, para pasar a prestar para vender tales activos. Al ser algunos HF instrumentos decisivos de esta nueva estrategia bancaria, no es extraño que hayan estado en el centro del huracán.

El crecimiento desmesurado de los precios inmobiliarios en los últimos años ha sido una consecuencia de los desequilibrios financieros generados en ellos. Al amparo de la gran moderación de los precios de consumo, los bancos centrales han podido adoptar políticas monetarias suaves, con tipos de interés muy bajos, que han dado alas al crecimiento de precios de los activos financieros e inmobiliarios. Una política siempre bien recibida en un mundo donde dicho crecimiento va unido a un aumento de la riqueza y, al menos temporalmente, a un mayor bienestar colectivo.

No es de extrañar que, en ese mundo, Greenspan fuera el banquero central favorito y el más elogiado por los muchos años de expansión continuada, ya que fue el impulsor máximo de esa política de hacer subir las cotizaciones y los precios de los activos en los momentos de crisis, mediante bajas muy notorias en los tipos de interés. Es lo que los mercados financieros bautizaron

⁷ *Prime Broker* es el nombre con el que se designa la especial relación entre una entidad que opera en los mercados financieros y alguna otra entidad por cuya cuenta intervienen. En nuestro caso, entre el banco o *investment bank* y los HF, que actúan asiduamente en dichos mercados. La ventaja para éstos es que disponen de un sistema centralizado de compensación, de forma que sus requerimientos de garantías colaterales se establecen en términos netos; además, les suelen facilitar servicios de custodia, la financiación que necesitan para su apalancamiento y toda una serie de facilidades que la actual tecnología de la información permite y son fundamentales para un manejo eficiente de los fondos. El *Prime Broker* obtiene sus beneficios de las comisiones sobre dichas prestaciones.

como el “*Greenspan Put*”, que se inició con la crisis de LTCM en 1998 y alcanzó su apogeo con el nivel bajísimo de dichos tipos en 2001-03, con ocasión de la caída de las cotizaciones bursátiles, ligada a la de acciones de nuevas tecnologías. Una política cuya valoración ha cambiado, al considerarse hoy que fue el origen de una mala asignación de riesgos y que incentivó conductas imprudentes en los mercados financieros, que condujeron a la crisis actual.

La bajada de los tipos de interés en 2001-03 fue fundamental para la expansión de los precios inmobiliarios y de los créditos hipotecarios en todo el mundo. Esta expansión estuvo unida, especialmente en EE.UU., a una imprudente gestión de los riesgos. La subida continuada de los precios inmobiliarios parecía hacer innecesaria la verificación de los datos presentados por los prestatarios y facilitaba que estos pudiesen obtener modificaciones en sus hipotecas, que generaban recursos con los que atender otras finalidades, incluso especulativas.

La burbuja inmobiliaria era un hecho evidente y reconocido, que hubiese podido llevar a una crisis inmobiliaria grave, pero similar a otras anteriores. Lo que potenció la crisis y su extensión a todo el sistema financiero fue la nueva estructura financiera en que los bancos prestan y venden los activos correspondientes, en vez de mantenerlos en sus carteras. Una estructura que se había iniciado años antes, titulizando toda clase de instrumentos financieros que implicaban pagos repetidos y con un riesgo parejo. No fueron los créditos hipotecarios los que originaron este tipo de títulos emitidos con el respaldo de activos, muy comunes con los cobros derivados de las tarjetas de crédito. Pero el auge inmobiliario y la bajada de tipos de interés determinarían su fuerte expansión.

El factor fundamental de esta expansión financiera fueron los títulos basados en créditos *subprime*. En EE.UU. un préstamo *subprime* es aquél concedido a personas que no reúnen las condiciones necesarias para obtener un crédito en las mejores condiciones (“prime”). Los préstamos se catalogan en uno u otro grupo según sistemas de puntuación automáticos. La clasificación repercute no sólo en tipos de interés más altos sino también en comisiones y gastos iniciales muy diferentes. Existen, además, condiciones especiales que hacen imposible o muy caro el reembolso anticipado de estos préstamos.

Al amparo del mercado inmobiliario expansivo, iniciado a final de los años noventa e impulsado muy decisivamente por la crisis bursátil y la bajada de tipos de interés del 2001, los créditos se expandieron fuertemente. Los bancos hipotecarios concedían préstamos hipotecarios con facilidad, protegidos por un mercado alcista y la abundancia de liquidez facilitada por la Reserva Federal (y en otros países, por sus respectivos bancos centrales). La calidad del préstamo no importaba. Sobre todo cuando dichos bancos podían ir descargando sus carteras, vendiéndolos a otras entidades financieras –generalmente, *investment banks* y grandes bancos con importante participación en los mercados de capitales– que los utilizaban como colateral y fuente de ingresos de las obligaciones estructuradas, que colocaban a los inversores. Fue la gran

expansión de los títulos basados en créditos *subprime*, que se multiplicó por tres entre finales del 2001 y el 2005.

Factor decisivo en esa titulización hipotecaria fueron las agencias de *rating*. Si éstas no hubiesen dado calificaciones elevadas, no se hubiera podido producir una titulización tan alegre. No es extraño que su actuación esté siendo objeto de revisión tanto en EE.UU. como en Europa. La titulización contribuyó a transferir los riesgos de los bancos a los mercados y especialmente a los vehículos de inversión colectiva, creados por los bancos para colocar tales riesgos a los inversores. Unas entidades que invertían a largo plazo pero se financiaban a corto, principalmente en el mercado de papel comercial con líneas de respaldo bancario que permitían hacer frente, inicialmente, a las dificultades que pudieran surgir en él. Así ocurrió. Al caer los precios de las obligaciones estructuradas con garantías *subprime*, la financiación en papel comercial respaldada por dichos activos se hizo imposible y las empresas tuvieron que recurrir a sus líneas de respaldo bancario. La incertidumbre y la desconfianza se extendieron a todos los mercados a corto plazo, incluido el interbancario. Ante ello, las autoridades monetarias de los principales países tuvieron que inyectar liquidez para evitar consecuencias más graves sobre sus economías.

En definitiva, los bancos que se desprenden de los riesgos en la estructura financiera que denominamos "prestar para vender", se encuentran que estos parcialmente les vuelven a través de las entidades que tuvieron que crear como vehículos para colocar los títulos estructurados. Al fallar la financiación a corto plazo, tuvieron que hacerse cargo de ella. En todos los casos, por el importe de las líneas de respaldo; en muchos, por importes mayores, al tratarse de sociedades instrumentales muy vinculadas a ellos, aunque no estuviesen en sus balances.

4. LOS HF Y LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

No es sorprendente que la crisis financiera de 2007 refuerce las propuestas para una regulación de los HF. Dichas propuestas se iniciaron con la crisis del LTCM y sus posibles efectos sistémicos. Entonces se desarrolló la idea de una regulación indirecta de los HF, a través de los bancos e intermediarios financieros que se interrelacionaron con ellos: un sistema poco intromisivo, que parece haber puesto freno al excesivo apalancamiento crediticio. Pero el aumento de la importancia de los HF y la mayor participación en ellos de entidades financieras reguladas, reavivaron las presiones en los últimos cuatro años y la crisis del 2007 las ha agudizado. La alternativa entre regulación directa e indirecta no está del todo resuelta.

La regulación directa consiste en reglas dictadas por las autoridades y que pueden afectar tanto al activo como al pasivo de las entidades financieras; es la habitualmente utilizada con bancos y entidades de inversión reguladas, aunque está siendo objeto de muchas críticas por aquellos que entienden que

da lugar a un aumento del riesgo moral y una actuación menos cuidadosa de tales entidades. Aunque hay muchas formas de regulación directa, un inconveniente decisivo en el caso de los HF es que, al tratarse de entidades domiciliadas *off shore*, la imposición de una reglamentación directa parece una tarea imposible de realizar.

La regulación indirecta de los HF parte del principio de que prácticamente todas sus actuaciones tienen lugar con instituciones reglamentadas, sujetas a supervisión. La capacidad de perturbación de los HF sobre el sistema financiero, dependerá de su relación con estas entidades financieras. Estas deben estar muy interesadas en una buena vigilancia de los riesgos, sobre todo en su carácter de *Prime Broker*, porque la experiencia reciente (no sólo en LTCM, sino también en Amaranth) ha sido costosa. Por otra parte, las autoridades supervisan los riesgos crediticios y operativos en que incurren los bancos.

Lo que puedan hacer los HF, depende de las contrapartidas que encuentren en los bancos. Sin crédito, un Fondo puede perder sus recursos, lo que es importante para los partícipes, pero no para el sistema financiero. Es lógico que las autoridades supervisoras vigilen la incidencia de los riesgos de los HF sobre las entidades financieras con las que trabajan. También habrán de evitar que algunas de estas últimas traten de conseguir ventajas competitivas mediante una extensión imprudente del crédito.

La regulación indirecta de los HF fue la enseñanza que quedó después de la crisis de LTCM. Sin embargo, con ello no se cerró la controversia sobre la regulación de estas entidades. Esta continuó recibiendo atención con el aumento de la importancia de los HF a principios de siglo y su creciente influencia en los mercados. También contribuyeron la lucha del SEC para reglamentar algunos aspectos de los HF (cuantías mínimas de las inversiones de particulares, registro de operadores, etc.) y la postura crítica de algunas autoridades, como las alemanas, con su falta de regulación. Los partidarios de establecerla parecieron encontrar nuevos argumentos con la crisis actual, inicialmente relacionada con problemas de determinados HF. Pero, como ya hemos señalado, fue una crisis inmobiliaria que se extendió al sector financiero a través de empresas financieras no reguladas, que estructuraban el crédito inmobiliario en títulos valores. Una crisis de garantías colaterales y quienes estructuraron esas garantías en títulos no fueron HF, propiamente dichos, sino sociedades instrumentales creadas por los bancos e *investment banks* para ese fin. No fue una crisis motivada por la falta de regulación de los HF; paradójicamente, fue una crisis derivada de una regulación y una supervisión inadecuadas de bancos y mercados. La regulación llevó a los bancos a sacar activos de sus balances, utilizando sociedades instrumentales, cuando ni los reguladores habían previsto los riesgos fuera de balance que eso implicaba ni las autoridades supervisoras habían puesto en práctica mecanismos adecuados de control.

En todo caso, la crisis ha tenido un fuerte impacto en los HF. Algunos habían invertido cifras cuantiosas en títulos inmobiliarios y anunciaron su liquidación

o recapitalización en las primeras semanas de la crisis, lo mismo que las sociedades instrumentales de los bancos, a las que nos hemos referido. Pero el efecto de la crisis fue general. La desconfianza creada y la búsqueda de liquidez, originaron una caída de los precios de sus activos; al mismo tiempo, el hundimiento del mercado de papel comercial significó el cierre –o, al menos, el encarecimiento– del mercado en que se financiaban.

De los datos existentes, se deduce que los HF han superado razonablemente la crisis. Aunque sufrieron pérdidas en julio y agosto, éstas no parecen haber sido elevadas; y en septiembre su rentabilidad ha sido modesta, pero positiva. Tampoco han tenido problemas para reponer márgenes sin vender activos a cualquier precio y se ha producido una disminución bastante ordenada del apalancamiento de créditos, en los sectores que han sufrido más con la crisis. Por último, la retirada de fondos de los partícipes no ha sido elevada y parece haberse realizado sin dificultades. Sin embargo, todos estos hechos hay que interpretarlos con prudencia porque la crisis no ha finalizado, la liquidez continúa siendo escasa y costosa y hay una desconfianza justificada en los sistemas de valoración de los activos. Probablemente el reconocimiento de las pérdidas incurridas no ha llegado a su fin, ni en los activos inmobiliarios estructurados ni en otros activos detentados por los HF.

5. LAS ENSEÑANZAS DERIVADAS DE LA CRISIS ACTUAL

Aunque pueda descartarse que sea una crisis originada por los HF, la crisis actual nos deja algunas enseñanzas interesantes. La primera afecta los riesgos fuera de balance. La regulación bancaria, con su exigencia de recursos propios, ha llevado a los bancos a sacar los riesgos de sus balances, vendiéndolos a otros inversores. Se trata de un hecho positivo, que las autoridades deben facilitar, ya que permite una mejor asignación de riesgos. Pero los supervisores de entidades financieras no pueden ignorar que una parte de esos riesgos permanecen, de hecho, en las instituciones, pese a haber desaparecido de sus balances. La vigilancia de las sociedades instrumentales y los riesgos de los bancos con ellas –aunque queden fuera de balance– es algo que tendrá que preocupar más en el futuro.

La segunda enseñanza es la deficiente valoración de activos no sujetos a negociación y que, por tanto, no son valorados por el mercado. La valoración hecha de acuerdo con modelos basados en datos históricos es inadecuada, especialmente si hay riesgos manifiestos de existir una burbuja especulativa. No es tampoco tranquilizador que quienes realicen las evaluaciones sean las mismas entidades que estuvieron detrás de la emisión de los títulos estructurados. Si a todo ello se une unas agencias de *rating* cuyas valoraciones pueden estar viciadas por el conflicto de intereses, el resultado sólo puede ser explosivo. Lo grave de todas estas deficiencias es que muestran serias debilidades de los modelos de valoración de riesgos internos y de valoración por las agencias, que adquirirán creciente importancia con la entrada en vigor

de Basilea II. Se hacen frecuentes referencias a la necesidad de transparencia. Ésta debe exigirse a no sólo todas las instituciones que intervienen en la creación de activos financieros, sino también a los productos que, directa o indirectamente, crean o ayuden a crear.

La tercera enseñanza que se deduce de la crisis reciente es que habrá que revisar el papel de todas las instituciones para hacerlas más adecuadas a la complejidad financiera actual. A los problemas de la supervisión y las agencias de *rating*, ya nos hemos referido. Pero también los bancos centrales tendrán que reconsiderar su papel en un mundo en que –como ocurre en EE.UU.– la banca sólo suministra poco más de una séptima parte del crédito total y en el que el buen funcionamiento de los mercados financieros es fundamental. Algunos han llegado a proponer que no basta con que los bancos centrales asuman el papel de prestamista en última instancia, sino que deben también ser creadores de mercado de última instancia, asumiendo riesgos para los que hoy no están capacitados (Buiter y Sibert, 2007). Sin adoptar posiciones tan extremas, es evidente que el papel de los bancos centrales, ya no puede ajustarse a los mismos patrones de hace siglo y medio, cuando Bagenhot definió su actuación como prestamistas de última instancia. En el modelo tradicional, quien valoraba el riesgo (la banca) era el mismo que lo asumía; y el banco central, con su papel de prestamista de última instancia, podía solventar los problemas temporales que se planteasen. Actualmente quien valora el riesgo no lo asume sino que lo traspasa; y el banco central puede suministrar liquidez, pero no a quien lo ha asumido. Esto es lo que está ocurriendo actualmente.

El nuevo modelo es más eficiente, pero también más complejo e implica mayores riesgos. Mejorarlo exigirá esfuerzos. Tanto los gobiernos como el sector financiero deben colaborar para conseguir un modelo que sea más equilibrado y basado en el mercado. Para ello, se necesitará muchas modificaciones en el sistema, entre ellas que las autoridades mejoren su conocimiento de los productos financieros estructurados y puedan exigir que las entidades que los estructura tengan que retener parte del segmento de mayor riesgo de los títulos colocados (Portes, 2007); también que haya un mecanismo más realista de valoración de las agencias de *rating* y que las transacciones que no transfieren definitivamente el riesgo no sean tratadas como si lo hubiesen hecho, como ha ocurrido en la crisis inmobiliaria.

La primera de las exigencias anteriores es, sin duda, gravosa. Podría ser exigida sólo mientras los títulos objeto de colocación sean objeto de negociación bilateral y no se hayan estandarizado. Pero el objetivo debería ser que dichos títulos se estandarizaran y se mejorase lo suficiente la información sobre ellos como para poder ser objeto de negociación en los mercados. Todas las crisis significan enseñanzas para los reguladores y los partícipes en los mercados. Así como la enseñanza de la crisis de LTCM fue el establecimiento de una adecuada supervisión indirecta, la de ésta tiene que ser que los instrumentos financieros tienen que estar valorados por los mercados o, en otro caso, que

las autoridades deben extender a ellos su regulación y supervisión. Hay que preservar la innovación para que ésta pueda progresar, pero complementarla con mejor regulación cuando sus resultados no queden debidamente reflejados en los precios de los mercados.

Pero todo lo anterior afecta al sector regulado y a cómo éste puede transferir sus riesgos a través de vehículos de inversión específicos. Ellos son los protagonistas de la crisis reciente. Los HF no han jugado ningún papel relevante en ella. Lo que hemos denominado su regulación indirecta sigue siendo la que parece más adecuada. La exigencia de bancos y *prime brokers* son esenciales; a ellas debe unirse una mayor exigencia por parte de inversores institucionales, que crecientemente invierten en ellos. El resultado debe ser una mayor transparencia de su funcionamiento y resultados, pero sin poner en peligro el carácter privado de sus procedimientos y, por lo tanto, su capacidad innovadora.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Buiter, W. y Sibert, A. (2007): "The Central Bank as the Market Maker of Last Resort: From Lender of Last Resort to Market Maker of Last Resort"; 13 de agosto de 2007.
- Crockett, A. (2007): "The Evolution and Regulation of Hedge Funds", *Financial Stability Review*, 10.
- Gunther, J. W. y Zhang, A. (2007): "Hedge Fund Investors More Rational Than Rash", *Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Letters*, 2(8).
- Haubrich, J.G. (2007): "Some Lessons on the Rescue of Long-Term Capital Management", *Federal Reserve Bank of Cleveland, Policy Discussion Papers*, 19. <http://www.voxeu.org/index.php=node/459>.
- Kambhu, J.; Schuermann, T. y Stiroh, K.J. (2007): "Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk", *Economic Policy Review*, 3.
- Portes, R. (2007): "Regulating the International Financial System: Towards a More Balanced, Market-Based Model", 15 de noviembre de 2007. Disponible online en: <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/719>.
- Stulz, R. M. (2007): "Hedge Funds: Past, Present and Future", *Dice Center WP* 2007-3; disponible online en www.ssrn.com/abstract=939629.