

La crisis del Long-Term Capital

Angel Vilariño

La huída a la calidad

En los meses de septiembre y octubre de 1998 estallaron las tensiones acumuladas. La situación de inestabilidad financiera abierta por la crisis asiática continuó durante el primer semestre de 1998 y se extendía el temor de graves repercusiones sobre los mercados y las economías de América Latina. Sin embargo los precios de las acciones en Estados Unidos y las principales bolsas de Europa habían remontado la situación, lo que era considerado como una prueba de la fortaleza de los sistemas financieros de esos países.

La crisis rusa de agosto parecía un hecho local sin grandes ramificaciones internacionales, salvo la conexión con algunos bancos europeos, fundamentalmente alemanes y suizos. Sin embargo esta visión fue rotundamente negada por los hechos. En palabras del Banco Internacional de Pagos de Basilea, durante los dos meses siguientes a la moratoria rusa “(...) los mercados financieros de todo el mundo experimentaron extraordinarias tensiones, lo que llevó a los participantes en el mercado y a los responsables de la política económica a temer una inminente implosión del sistema financiero. Como parecía que los inversionistas huían de casi todos los tipos de riesgos, se evaporó la liquidez en los mercados financieros, tanto de las economías industrializadas como de las emergentes, y muchos prestatarios no pudieron conseguir financiación ni siquiera a unos tipos de interés prohibitivos”

¿Qué había pasado? La moratoria rusa introdujo en la agenda de muchos inversionistas la preocupación por el riesgo de crédito. No sólo el riesgo de mercado, sino también el riesgo de incumplimiento; la respuesta fue la llamada “huída a la calidad”. Los inversionistas comenzaron a cerrar sus posiciones más arriesgadas y compraron activos de menor riesgo crediticio. En los mercados de bonos las ventas de los activos más arriesgados hizo caer los precios al mismo

tiempo que subían los precios de los bonos considerados refugio. Los diferenciales de los rendimientos de los bonos de baja calidad respecto a los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos y Alemania, aumentaron mucho. Pero también el proceso estuvo alimentado por un cambio de expectativas sin que fuera necesario inicialmente realizar las ventas para que subieran las primas de riesgo, traducidas en mayores rendimientos exigidos, y el proceso de convergencia en tipos de interés que se estaba produciendo se interrumpió bruscamente. También experimentaron un gran aumento las volatilidades de los diferenciales lo que provocó el alza de los precios de los derivados, el importe de las garantías y la cuantía de los riesgos de mercado y crédito.

Los cambios de precios obligaron a muchos inversionistas apalancados a aportar garantías suplementarias, y para ello realizar apresuradamente liquidez, tanto cerrando posiciones de contado en balance como operaciones fuera de balance. Los mercados de acciones tuvieron fuertes caídas, muy sincronizadas. Las Bolsas de América Latina y las asiáticas tuvieron recortes más pronunciados que los registrados en las bolsas de Estados Unidos y la Unión Europea y además el período de tiempo transcurrido hasta la recuperación de los máximos anteriores a la crisis fue mayor en aquellas bolsas, que en las europeas y estadounidenses.

La relación¹ entre las variaciones del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos y las variaciones del diferencial entre el rendimiento de los bonos privados y el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, tuvo un comportamiento atípico en los meses de agosto, septiembre y octubre de 1998, respecto al comportamiento observado en fechas anteriores. Por ejemplo, variaciones de los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos situados entre -30 y -60 puntos básicos se correspondían con variaciones de los diferenciales de los bonos de mercados emergentes que se situaban en un rango de -150 a +150 puntos básicos, con muchos valores intermedios. En agosto la variación de -60 puntos básicos del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos estuvo asociada a un incremento medio del diferencial de +450 puntos básicos. Este comportamiento anómalo -respecto al patrón anterior- tuvo un impacto considerable en las estrategias especulativas de inversión basadas en

relaciones estadísticas entre los diferenciales de distintos tipos de bonos, tanto de mercados emergentes como bonos privados en Estados Unidos, y las variaciones de los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. También el impacto fue relevante en los cálculos de los importes de riesgo asociados a las posiciones negociadas.

La caída simultánea en muchos mercados y los movimientos citados de los diferenciales fueron dos fenómenos que se aliaron para empujar a los inversores con mayor fuerza hacia la obtención de liquidez y a los activos de menor riesgo. Dichas caídas y las reducciones de precios de los bonos de inferior calidad crediticia, aumentaron las necesidades de capital, aceleraron la salida de posiciones de mayor riesgo y reforzaron el bucle de retroalimentación negativa, típico de las situaciones de crisis. El paso siguiente fue el endurecimiento de las condiciones crediticias por la vía del aumento de los tipos de interés o ante el nuevo riesgo de selección adversa, mediante la contracción y cierre de las líneas crediticias.

Los hedge funds

El grave episodio del *hedge fund* Long Term Capital Management (LTCM) se produjo en septiembre de 1998 y fue elemento pasivo y activo de la situación descrita.

Un *hedge fund*, traducido literalmente como fondo de cobertura, es un vehículo de un conjunto de inversiones, gestionados y administrados por una organización privada formada por gestores e inversores profesionales de alto prestigio en los medios financieros. El adjetivo cobertura no tiene gran utilidad para entender el funcionamiento de estos fondos y más bien puede inducir a confusión. Estos vehículos financieros no están abiertos a todos los inversores, ya que tienen fuertes barreras de entrada en forma del mínimo capital requerido para poder participar -en muchos casos se sitúa por encima de un millón de dólares- Los partícipes son, en muchos casos, inversores institucionales: bancos de inversión, bancos comerciales, sociedades de valores, e inversores privados con grandes

patrimonios, incluso bancos centrales². Es frecuente que los propios gestores tengan posiciones en los fondos e reinviertan en ellos las altas remuneraciones que reciben por la gestión.

Convencionalmente sus orígenes se pueden situar en 1949 cuando A.W. Jones³ creó en Estados Unidos lo que se considera el primer *hedge fund*. En 1968 la SEC identificaba 140; pero ha sido en el período 1995-2000 cuando se produce una fuerte expansión. En 1998 en un informe elaborado por la SEC se estimaban la existencia de cerca de 3.500, con un patrimonio aproximado de 300.000 millones de dólares de capital y cerca de 1 billón de dólares de activos. El fondo con mayor capital alcanzaba la cifra de 12.000 millones de dólares en 1998.

Los *hedge funds* tienen diferencias significativas con otros vehículos financieros como los fondos de inversión, que suelen estar muy reglamentados, con prohibiciones o limitaciones para tomar posiciones cortas, y la utilización de derivados. Los *hedge funds* carecen de dichas limitaciones y la únicas restricciones son autoimpuestas al especializarse en determinados mercados y activos. Otra diferencia de gran calado con los fondos de inversión está en el apalancamiento, considerado en un doble sentido. En una primera acepción, el apalancamiento se refiere a la relación entre recursos ajenos y recursos propios u otra forma equivalente, como es el ratio de activos sobre capital. En términos más precisos el apalancamiento debe medirse por la relación entre el riesgo económico soportado y el capital. Hay que considerar que los activos son heterogéneos desde el punto de vista del riesgo, por lo que su simple suma no expresa el riesgo soportado. Para un cálculo adecuado del apalancamiento hay que tener en cuenta también, las posiciones fuera de balance, que en el caso de los *hedge funds*, son en general muy importantes.

Los *hedge funds* consiguen altos niveles de apalancamiento, medido de una u otra forma, mediante la realización de repos, la utilización de derivados y la financiación directa a corto plazo, aunque esta última forma es menos utilizada por motivos de precio. Las líneas de crédito se utilizan para cubrir desfases temporales de liquidez. Las limitaciones al apalancamiento son las que impongan

las contrapartes y el peso de las garantías que, en su caso, exijan. El nivel de apalancamiento de los *hedge funds* ha sido y es alto. Este es uno de los factores que explica las altas rentabilidades obtenidas, asociado a un alto nivel de riesgo. Los ratios de apalancamiento de algunos de los *hedge funds* superan con creces lo establecido en la regulación internacional para los bancos. El apalancamiento genera un alto riesgo de liquidez. Otras entidades como los bancos, que tienen fuerte apalancamiento operan en mercados interbancarios de máxima liquidez y con un prestamista en última instancia. Pero además hay otra diferencia esencial entre los bancos y los *hedge funds*, que es la amplia base de depósitos minoristas, que en general tienen los bancos, frente a una financiación concentrada en unas pocas contrapartes. El alto apalancamiento, combinado con posiciones en activos estructurados y en activos poco o nada líquidos, puede generar situaciones de gran fragilidad.

Otra diferencia importante de los *hedge funds* respecto a otros vehículos está en la remuneración de los gestores. Además de las comisiones de gestión, relativamente altas, los gestores reciben un porcentaje de los beneficios obtenidos. En el caso del Long Term Capital Management era del 25%, cifra espectacularmente alta, dado el volumen de activos negociados y los beneficios obtenidos.

Los *hedge funds* se diferencian entre sí por las estrategias de inversión. Los hay que toman posiciones en empresas de muy baja calidad crediticia pero que a su juicio están infravaloradas o van a tener procesos de reorganización y adquisiciones. Otro tipo son los que establecen estrategias de inversión mediante la predicción de variables macroeconómicas anticipando la convergencia de tipos de interés o variaciones debido a los movimientos de la inflación. Otros toman posiciones en bonos y *swaps*, combinando posiciones largas y cortas a diferentes plazos. Otros se especializan en derivados, estableciendo cuasiarbitrajes entre mercados organizados y mercados OTC. También existen los que negocian divisas, utilizando activamente derivados, y los que invierten en mercados emergentes y en privatizaciones.

En Estados Unidos los *hedge funds* están exentos de informar a la SEC y carecen de restricciones sobre apalancamiento y estrategias de inversión.

El episodio del Long-Term Capital Management

Este fondo se creó en 1994, con domicilio fiscal en las Islas Caimán. Y sus gestores eran personas de alto prestigio en los medios financieros⁴.

Las estrategias principales de inversión del LTCM se pueden denominar como “negociación convergente” y “coberturas dinámicas”. La primera estrategia consiste en tomar posiciones en dos activos relacionados bajo la expectativa de que la relación de precios se mueva en un sentido favorable. Por ejemplo en bonos corporativos privados, de alto rendimiento vinculado a su baja calidad crediticia, y bonos del Tesoro, bajo la hipótesis de que el diferencial de los rendimientos va a disminuir. En este caso el fondo toma posiciones largas en los bonos corporativos y cortas en los bonos del Tesoro. Estas operativas a veces se denominan arbitrajes, basándose en que durante ciertos períodos de tiempo se detectan ciertos comportamientos estables, en términos estadísticos, entre las variaciones de los precios. Sin embargo, estrictamente no lo son, ya que en un arbitraje puro está asegurado un beneficio cierto, independientemente del comportamiento de los precios. Estas operaciones siguen teniendo riesgo, que en este caso es la expresión de la posibilidad de que los precios se comporten de forma muy diferente a la relación econométrica estimada.

Las estrategias denominadas “coberturas dinámicas” pueden concretarse de muchas formas diferentes, pero en esencia tienen como fundamento la posibilidad de replicar el comportamiento financiero de ciertos activos, en muchos casos derivados, mediante la formación de carteras específicas con criterios obtenidos de los modelos de valoración de activos. Las estrategias llamadas “coberturas dinámicas” pueden sacar partido, a su favor, de las diferencias de precios originadas por la segmentación de los mercados y también explotan la posibilidad de crear coberturas a medida mediante activos sintéticos valorados según los criterios propios, y eludiendo en algunos casos tanto los precios altos

de oferta originados por el poder de mercado que de hecho tienen algunas contrapartes, como la inexistencia de oferentes. Las estrategias del tipo “coberturas dinámicas”, debido a las variaciones de los precios y al paso del tiempo, exigen reestructuraciones frecuentes de la cartera para que las ponderaciones de los activos coincidan con los resultados analíticos.

En los primeros años de funcionamiento el LTCM consiguió resultados espectaculares y los rendimientos, netos de comisiones y costes de gestión, fueron un 42,8% en 1995, 40,8% en 1996 y 17,1% en 1997. En este último registro está presente la huella de la crisis asiática.

El 31 de agosto de 1998, el balance del fondo tenía 125.000 millones de dólares en activos. Con un capital de 4.100 millones de dólares las cifras anteriores nos conducen a un ratio de apalancamiento simple de 30 a 1. Un ochenta por ciento de los activos del fondo, en el balance, eran bonos de países del G-7, y el resto, acciones. Fuera de balance, destacaban los futuros sobre bonos y sobre índices bursátiles, contratos *swap*, *forward*, y contratos de opciones sobre tipos de interés y sobre acciones. El fondo mantenía tanto posiciones largas como cortas dentro de sus estrategias de inversión, y una amplia posición en repos, tanto en posiciones pasivas como activas. Para dar idea de la magnitud de las operaciones que realizaba el fondo, el Informe que elaboró conjuntamente la SEC, la Reserva Federal, el departamento del Tesoro de Estados Unidos y la Comisión de Futuros, aportaba el dato de 60.000 operaciones en libras y un importe de 50.000 millones de dólares en posiciones cortas en las fechas del episodio. En el citado mes de agosto, los notariales de los contratos negociados ascendían a 500.000 millones de dólares en futuros sobre divisas, 750.000 millones de dólares en *swaps* y 150.000 millones de dólares en opciones y otros derivados.

La declaración de la moratoria rusa el 17 de agosto de 1998 provocó la ya comentada “huida hacia la calidad” y el incremento generalizado de las primas de riesgo de crédito y liquidez, con un efecto letal sobre las estrategias de inversión basadas en la apuesta por la convergencia, es decir, en la reducción de los tipos

de interés y especialmente en la reducción de los diferenciales entre los rendimientos de activos de plazo similar pero de diferente calidad crediticia.

El fondo LTCM sufrió pérdidas por un importe de 1.800 millones de dólares, dejando el capital en 2.300 millones de dólares. Debido a esta pérdida de capital, el ratio simple de apalancamiento se situó aproximadamente en 60 veces el capital. Los gestores, ante esta situación, pidieron a los inversores una inyección de capital. La valoración a precios de mercado de las posiciones obligaba al fondo a reponer garantías en los contratos de derivados, y en los casos de los repos, la reducción del colateral también dificultaba la renovación de la liquidez. La situación se complicaba y la posibilidad de quiebra fue tema de conversación en los círculos financieros, y se trasladó a los medios de comunicación. A juicio de la Reserva Federal la situación era grave y en palabras de Greenspan “(...)el cierre de forma abrupta y desordenada de las posiciones del LTCM, supone riesgos inaceptables para la economía norteamericana”. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York se erigió en coordinador de un grupo importante de entidades directamente afectadas por los hechos, y consiguió que dieciséis bancos⁵ tomaran el control del fondo aportando capital por un importe de 4.025 millones de dólares.

Gráfico 6.1. Bovespa Brasil Crisis rusa y episodio LTCM

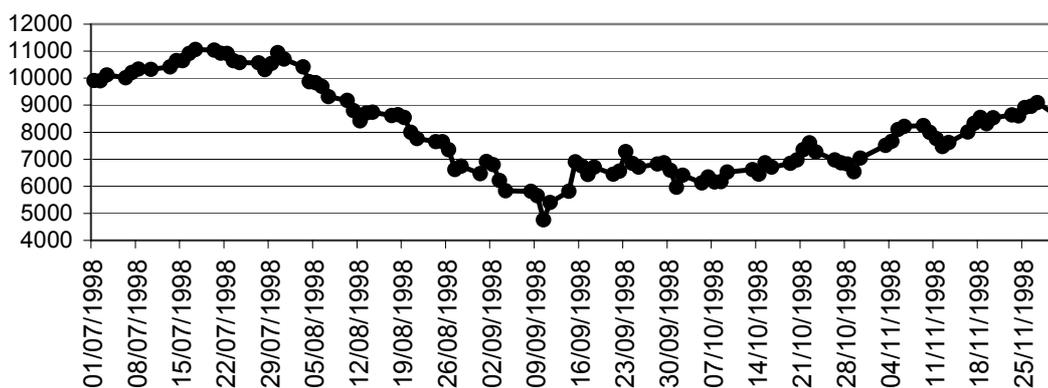


Gráfico 6.2. PSA Chile Crisis rusa y episodio LTCM

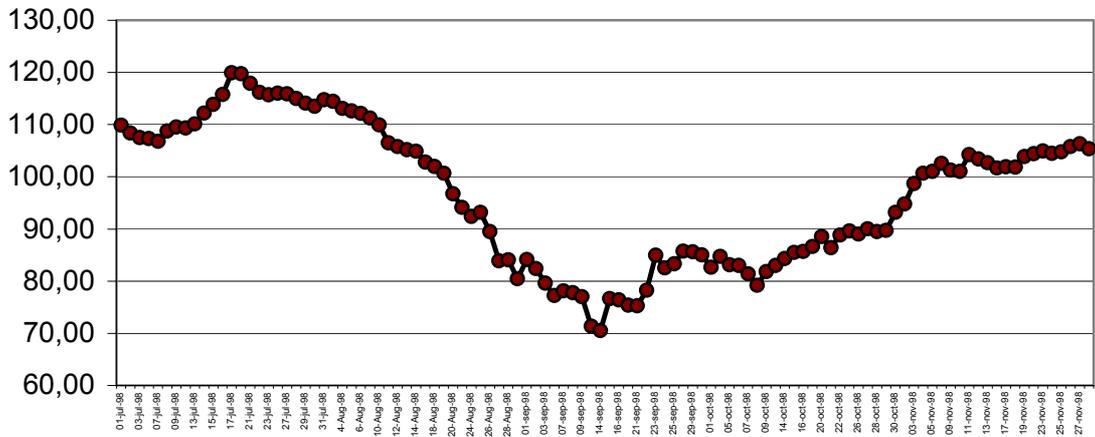


Gráfico 6.3. Dow Jones Industrial y episodio LTCM

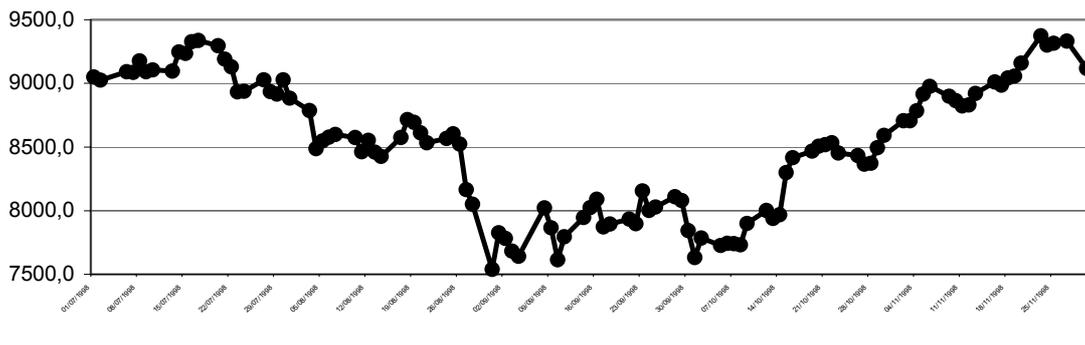


Gráfico 6.4. Nasdaq y episodio LTCM



¹ La variación de los tipos de interés de los bonos del tesoro es una variable y la variación del diferencial existente entre el tipo de interés del bono privado y el bono del tesoro es otra. Este último diferencial se puede entender como una prima de riesgo y entonces la relación estadística se establece entre la variación de los tipos de interés de los bonos del tesoro y la variación de la prima de riesgo del bono privado. Sea i el tipo de interés de los bonos privados y r el tipo de interés de los bonos del tesoro. La relación del texto se puede representar mediante una sencilla relación del tipo $\Delta(i - r) = \alpha + \beta\Delta r + \varepsilon$

² En algún análisis del LTCM se dice que entre sus clientes se encontraban el Banco Central de Italia y el Banco Central de China.

³ A.W.Jones llevaba a cabo estrategias de compra de activos supuestamente infravalorados y venta en corto (mediante préstamo de valores) de activos supuestamente sobrevalorados. La estrategia la denominaba de cobertura por la presencia de posiciones largas y cortas, pero es una estrategia con riesgo. El éxito de la estrategia descansa en que el juicio del que la realiza se confirme mejor que el juicio actual del mercado.

⁴ Como los dos Premios Nobel de Economía, Robert C. Merton y Myron Scholes y un ex vicepresidente de la Reserva Federal, David Mullins además del conocido John Meriwether.

⁵Banker Trust, Barclays, Chase, Deutsche Bank, Union de banques suisses, Salomón Smith Barney, JP Morgan, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Crédit Suisse, First Boston y Morgan Stanley Dean Witter aportaron 300 millones de dólares cada uno; Société Générale, 125 millones de dólares; Crédit Agricole, Paribas y Lehman Brothers, 100 millones de dólares cada uno. (Wall Street Journal, 25 de septiembre de 1998)