

Patrick McGuire  
+41 61 280 8921  
patrick.mcguire@bis.org

Eli Remolona  
+852 2878 7150  
eli.remolona@bis.org

Kostas Tsatsaronis  
+41 61 280 8082  
ktsatsaronis@bis.org

---

## Evolución de las posiciones y del apalancamiento en los fondos de cobertura<sup>2</sup>

*Mediante un análisis de estilo descubrimos que a medida que varían la coyuntura en los mercados, también lo hacen las estrategias de inversión de los fondos de cobertura (hedge funds). Además, obtenemos un indicador simple del apalancamiento de los fondos de cobertura que varía con el tiempo y que indica que el nivel de apalancamiento tendió al alza entre 1997 y 1998, para disminuir a continuación en los últimos años.*

*Clasificación JEL: G11, G12.*

Los fondos de cobertura o gestión alternativa (*hedge funds*) son bien conocidos por su habilidad para adoptar posiciones largas en distintos mercados de activos y no deshacerlas hasta que no cambian las condiciones del mercado. Esta flexibilidad, junto a su capacidad de apalancar sus posiciones, son las señas de identidad de estos instrumentos, que al mismo tiempo suelen considerarse fuente de volatilidad potenciales para los mercados. Sin embargo, lo cierto es que se desconoce en gran medida en qué consisten sus estrategias de inversión. Si bien hay información disponible acerca de los activos que gestionan y de las rentabilidades que se consiguen, poco se sabe sobre el contenido preciso de sus carteras y el uso que hacen de las estrategias de apalancamiento. ¿En qué circunstancias cambian sus posiciones los fondos de cobertura? ¿Cómo se modifican las estrategias de apalancamiento a medida que cambia la situación de los mercados? En este artículo, se intenta dar respuesta a estos interrogantes, con especial interés en el periodo en torno al auge bursátil del año 2000.

En primer lugar, analizamos cómo varían las posiciones de riesgo de estos fondos a lo largo del tiempo. Para ello, nos basamos en un “análisis de estilo por regresión”, una técnica empírica muy conocida que se utiliza para descubrir qué factores de riesgo influyen en el rendimiento de las carteras. Al aplicar esta técnica en cada uno de los tipos de fondos de cobertura, se

---

<sup>2</sup> Agradecemos la extraordinaria labor de investigación llevada a cabo por Dimitrios Karampatos. Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI.

obtienen medidas temporales variables del grado de exposición a una serie de factores de riesgo, lo que podría explicar en términos bastante generales la evolución de las tácticas de inversión. Los resultados obtenidos confirman que los fondos de cobertura cambian sus estrategias bastante a menudo, e incluso sugieren que fondos de cobertura que en teoría pertenecen a distintas familias de estilos de inversión (y que por ende seguirían estrategias de inversión distintas) comparten algunos rasgos comunes en lo que a exposición a riesgo se refiere. Así, las tres grandes familias analizadas, incluso las que se suponen que son neutrales al mercado, cambiaron sus posiciones de manera similar durante el auge experimentado por las bolsas en el año 2000<sup>3</sup>

A continuación, utilizamos este marco empírico para desarrollar un indicador temporal variable aproximado del apalancamiento. En líneas generales, un mayor grado de apalancamiento puede ampliar los rendimientos, pero a costa de un mayor riesgo para los inversionistas de los fondos de cobertura y para los agentes que operan con estos fondos. Sin embargo, no es posible construir directamente ni siquiera cálculos sencillos del apalancamiento a través del balance, ya que los fondos de cobertura no suelen dar a conocer los pormenores de sus cuentas. Además, el apalancamiento en estos instrumentos no sólo procede de los fondos que toman prestados, sino también de sus posiciones con derivados fuera de balance. Nuestro indicador se basa en una simple reinterpretación de la ecuación de regresión en el análisis de estilo, y refleja hasta qué punto se amplía la rentabilidad de los activos en el rendimiento del capital de los fondos propios. Coincidiendo con la experiencia hasta la fecha, este indicador señala que los mayores niveles de apalancamiento en los tipos de fondos analizados se alcanzaron entre finales de 1997 y principios de 1998, llegando a alcanzar un máximo local en 2000 coincidiendo con el auge de las bolsas, para ir reduciéndose después a lo largo de los últimos años.

---

<sup>3</sup> Ennis y Sebastian (2003) realizaron un análisis similar utilizando un índice de rentabilidad de fondos compuestos por otros fondos. Véase también FMI (2004) para saber más sobre las posiciones de los fondos de cobertura durante crisis cambiarias en mercados emergentes.