



ANFÖRANDE

DATUM: 2008-01-28
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg
PLATS: Nordic Hedge Fund Investment Forum-Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Hedgefonderna och den senaste tidens finansiella turbulens

Hedgefonder har kommit att spela en allt viktigare roll i det finansiella systemet. Under det senaste decenniet har det förvaltrade kapitalet fyrdubblats och ligger nu kring 2000 miljarder dollar, en tillväxt på mellan 25 och 30 procent per år¹. Men det är inte bara det faktum att hedgefonderna vuxit i antal och storlek som gör dem betydelsefulla. De har också annorlunda handelsstrategier och friare placeringsregler än många andra typer av investerare. Det gör dem till viktiga spelare på flera av världens finansmarknader.

Många har påstått (och somliga kanske hoppats) att just hedgefonder skulle orsaka nästa finansiella kris. Som bekant har den senaste hösten bjudit på en hel del obehagliga överraskningar på de finansiella marknaderna. I det sammanhanget tycker jag att det kan vara intressant att konstatera att hedgefonderna inte bidragit till att förstärka problemen på marknaden. Hittills har de snarare gjort motsatsen, det vill säga överlag i sitt agerande verkat stabiliserande på marknaderna.² Samtidigt kan många hedgefonder, i likhet med andra aktörer på de finansiella marknaderna, säkert dra en hel del lärdomar av det som hänt den senaste tiden.

Jag kommer att reflektera lite kring detta idag. Det för mig också in på den i högsta grad levande debatten kring reglering av hedgefonder. Mitt huvudbudskap är att det som hänt den senaste tiden snarare stödjer än motsäger min uppfattning – nämligen att ytterligare reglering inte behövs så länge de stora bankerna hanterar sina exponeringar mot hedgefonderna korrekt.

Jag ska alldeles strax diskutera vilken roll hedgefonderna har spelat – och inte spelat - under höstens oroligheter på de finansiella marknaderna. Men låt mig allra först tala några ord om varför hedgefonder som grupp är viktiga för den finansiella stabiliteten.

¹ Enligt databasen Barclay Hedge.

² Se även ECB Financial Stability Review 2007:2

■ Hedgefonderna sprider risker och förbättrar prissättningen

Hedgefonder är som bekant ett brett begrepp, som täcker in förvaltare med en rad olika arbetssätt och strategier. Gemensamt för de flesta hedgefonder är emellertid att de har absolut snarare än relativ avkastning som mål och mycket friare placeringsregler än andra fonder. Ofta har de också högt belånade portföljer i syfte att öka avkastningen.

För den som funderar över hur den finansiella stabiliteten utvecklas, och det gör alla centralbanker, är det förstås av särskilt intresse att se till vilka eventuella fördelar och risker hedgefonder som grupp kan medföra – återigen under medvetande om att detta är en synnerligen heterogen grupp.

Enligt min mening fyller hedgefonder flera värdefulla funktioner på de finansiella marknaderna. De bidrar till att sprida marknadsrisker och kreditrisker till fler aktörer. Eftersom de kan agera snabbt och flexibelt kan de dessutom ofta hjälpa till att förbättra prissättningen för olika produkter. Till exempel kan hedgefonder som specialiserat sig på att hitta felprissättningar bidra till priser som bättre speglar den underliggande risken. När priserna blir mer rättvisande kan också resurser fördelas mer effektivt och riskerna hanteras bättre. På nya och komplexa marknader är hedgefonder ofta viktiga aktörer med möjlighet och vilja att ta på sig risk. Det förbättrar i sin tur likviditeten på dessa marknader.

Men de är ofta illa genomlysta

Men den flexibilitet som hedgefonder har medför också risker. Problem som uppstår i en hedgefond kan sprida sig till fondens motparter, i första hand de stora bankerna. Det som ofta lyfts fram i dessa sammanhang är hedgefonders höga belåning. En hög skuldsättning ökar förstås riskerna för och effekterna av att en fond går omkull.

Hedgefonder anklagas också för att uppvisa flockbeteende, det vill säga de imiterar varandra och tar liknande positioner. Men jag har svårt att tro att hedgefonder i större utsträckning än andra investerare bara följer den rådande trenden. Att avkastningskraven är absoluta snarare än relativa i de flesta hedgefonder borde faktiskt tala för det motsatta.

En annan källa till oro är att hedgefonders verksamhet ofta är illa genomlyst. Myndigheter i många länder har liten eller ingen insyn i fondernas verksamhet. För att ta ett exempel så behöver inte hedgefonder i USA offentligt rapportera om sin verksamhet eller ens registrera den. Det innebär att stora risker kan uppstå utan att vare sig motparter eller myndigheter får vetskap om detta. Två uppmärksammade fall i det här sammanhanget är hedgefonderna LTCM och Amaranth. Båda fonderna gick omkull och just den bristande genomlysningen tycks ha bidragit till problemen. LTCM tilläts av sina motparter ha en mycket hög belåningsgrad, vilket är anmärkningsvärt och speglar att man saknade överblick över fondens storlek och samlade risker. På samma sätt var det ingen som i tid uppmärksammade de risker på energimarknaden som byggdes upp hos hedgefonden Amaranth.

Fondernas höga belåning och bristande transparens har bidragit till en het debatt om ytterligare regleringar av hedgefonder. Låt mig återkomma till denna fråga om en stund. Men först lite om den turbulens som vi har upplevt på de finansiella marknaderna det senaste halvåret. Vad har det inneburit för hedgefonderna, och hur har hedgefonderna påverkat utvecklingen?

■ Flera hedgefonder har drabbats negativt av den senaste tidens turbulens

Oron på de finansiella marknaderna har som bekant sitt ursprung i den amerikanska marknaden för bostadslån med sämre kreditvärdighet, den så kallade subprime-marknaden. Problemen på denna förhållandevis begränsade del av den amerikanska bolånemarknaden spred sig under slutet av sommaren förra året till fler finansiella marknader. En stor del av subprime-lånen har paketerats om i olika så kallade strukturerade produkter och sålts vidare till investerare världen över. När låntagarna på subprime-marknaden fick problem med att betala sina krediter blev det svårt att värdera produkter med subprime-lån som underliggande tillgång. I slutet av sommaren började också ratinginstituten att sänka betygen för kreditinstrument som innehöll sådana lån. Det ledde till att finansmarknaden mer eller mindre tappade förtroendet för allt som kunde tänkas innehålla subprime-lån. Det spädde i sin tur på prisnedgångarna.³

Gemensamt för många av de investerare som fått problem, både hedgefonder och andra, är att de haft en hög andel värdepapper med subprime-innehåll, ofta i kombination med en hög belåning. Stor uppmärksamhet har som bekant riktats mot den amerikanska investmentbanken Bear Stearns hedgefonder, där situationen såg ut just så. När finansiärerna ville dra sig ur tvingades fonderna sälja sina tillgångar. Problemet var att det inte längre gick att sälja dessa tillgångar, eftersom likviditeten i marknaden försvunnit. Det fanns helt enkelt inga köpare till priser ens i närheten av dem som tidigare noterats eller beräknats. Fonderna kollapsade därför med stora förluster. Just Bear Stearns fonder har fått stor uppmärksamhet, inte bara för att förlusterna var stora, utan också för att de var bland de första som fick problem.

Men det finns också en annan kategori av hedgefonder som blev särskilt påverkade av turbulensen, utan att ha några egentliga exponeringar mot sub-prime. Det var en typ av fonder som i huvudsak förlitar sig på kvantitativa modeller för sina investeringsbeslut, så kallade kvantfonder. Många av dessa fonder tillhörde gruppen hedgefonder med en strategi som brukar kallas lång/kort i aktier. Deras strategi går i stort ut på att med hjälp av kvantitativa metoder som underlag till investeringarna gå både lång och kort i aktier. Samtidigt är de neutrala mot aktiemarknaden som helhet. Denna strategi var, om man bortser från kvantmetoderna, en av de första som utnyttjades av hedgefonder och som, för mer än 60 år sedan, gav dem dess namn.

Under ett antal dagar i augusti tvingades emellertid flera kvantfonder att stänga positioner och realisera betydande förluster. Att de tvingades till detta berodde på att det på kort tid uppstod stora prisrörelser på delar av aktiemarknaden. De stora kursrörelserna medförde att de kvantitativa sambanden, som byggde på historiska data och statistiska sannolikhetsanalyser, inte längre fungerade. Men vad var det som utlöste de initiala prisrörelserna? Sannolikt var det så, att andra typer av hedgefonder eller andra investerare, för att möta bankers ökade krav på säkerheter, tvingades dra ner sina riskexponeringar.⁴ Om handeln är tunn i berörda aktier, det vill säga om likviditeten är svag, så kan prisrörelserna bli betydande.

³ För en mer utförlig beskrivning se Riksbankens rapport Finansiell stabilitet 2007:2

⁴ Se till exempel, Khandani and Lo (November 2007) "What happened to the Quants in August 2007?", <http://ssrn.com/abstract=1015987>

■ Så brukar mönstret se ut. Att oro på en marknad, i detta fall bolånemarknaden, snabbt sprider sig till andra marknader är inget som borde förvåna någon som följer den finansiella utvecklingen i världen.

Men på det hela taget har hedgefonder klarat sig bra och spelat en positiv roll

På en effektiv marknad där man tillåter konkurrens kommer det alltid att förekomma företag som misslyckas i sina strategier och går i konkurs. På de finansiella marknaderna finns det alltid vinnare och förlorare. Vinnarna denna gång har varit till exempel de hedgefonder som haft en kort position mot subprimesektorn, det vill säga de som har sålt värdepapper med subprimeinnehåll som de inte själva ägt. Efter prisfallet har de kunnat köpa tillgångarna till ett betydligt lägre pris än de sålt för och därmed tjänat stora pengar. Förlorarna har haft motsatta positioner eller bara haft strategier på aktiemarknaden som visat sig inte fungera.

I de fall enskilda hedgefonder har fått problem har det emellertid inte spillt över på det finansiella systemet i stort. Som grupp har hedgefonderna klarat sig relativt bra under turbulensen. Index över hedgefonders avkastning backade någon enstaka procent under augusti månad men redan i september visade hedgefonderna som grupp åter positiv avkastning. Under hela 2007 hade hedgefonderna i genomsnitt en bättre utveckling än aktieindex generellt.⁵ Anledningen är dels att hedgefonder inte i någon större utsträckning har varit exponerade mot subprime-sektorn, dels att de har varit flexibla och snabbt kunde avsluta positioner där de förlorade pengar.

Hedgefonderna tycks också överlag ha haft en stabiliserande roll på de finansiella marknaderna. I vissa fall har hedgefonder haft betydande likviditet, sett de stora prisfallen som möjligheter, och därför passat på att gå in som köpare. På så sätt har de bidragit med, snarare än konsumerat, likviditet. Det tycks alltså inte vara så att hedgefonderna spelat en specifikt negativ roll under den turbulens vi har sett hittills. Inte heller är det hedgefonder som utlöst den.

Några reflektioner kring det som har hänt

Det finns alltid erfarenheter att reflektera över när oro uppstår på de finansiella marknaderna. I denna kris går det redan nu att peka på vissa svagheter som hamnat i blyxtbelysning. För det första har vi fått en tydlig påminnelse om hur plötsligt och oförutsett utvecklingen kan vända. Detta överraskningsmoment visar på behovet av att göra stresstester, det vill säga att testa sina positioner mot extrema och oförutsedda händelser – sådana händelser som kanske bara kan ske en gång på miljonen enligt de statistiska sambanden. Stresstester görs i ökande utsträckning, men behov finns att arbeta vidare med och förfinna metoderna.

En annan svaghet bottnar i svårigheter att identifiera de risker som är förknippade med strukturerade produkter och värderingen av dessa. Många investerare har i alltför hög grad förlitat sig på ratingföretagen förmåga att bedöma risken och därmed låtit bli att göra en egen bedömning. Man tycks i vissa fall ha förlitat sig på ratinginstituten så till den milda grad att man missat att även ta hänsyn till lik-

⁵ De båda indexen över hedgefonders avkastning HFRX Global Index samt HFRI Composite visar en uppgång på 4,2 respektive 10, 4 procent under 2007. Det kan exempelvis jämföras med aktieindexet S&P 500 som steg steg 3,5 procent.

viditets och marknadsriskerna, det vill säga risker som inte fångas av ratinginstituten.

I detta sammanhang kan man också med viss förundran notera att den innovativa utvecklingen gått så långt att vissa mer eller mindre skraddarsydda produkter inte omsätts och därigenom inte kan prissättas på marknaden, utan måste värderas med hjälp av komplicerade matematiska och statistiska modeller. Det skapar problem när regelverk och revisorer kräver en värdering av produkterna till marknadspris. Alla idéer från de första åren på detta årtusende kanske inte förtjänar att överleva.

Det finns behov av bättre genomlysning snarare än ytterligare reglering

Debatten om reglering av hedgefonders verksamhet har tagit ny fart i krisens fotspår – något förvånande, eftersom skulden knappast kan läggas på hedgefonderna. Min syn i den här frågan är att det inte finns någon anledning att införa en särskild reglering för hedgefonder - förutom en bättre genomlysning där sådan saknas. Sådana åtgärder hotar det positiva som hedgefonder har att bidra med, inte minst under förhållanden som vi nu genomlevt.

För oss som funderar över stabiliteten i det finansiella systemet är det däremot av stor vikt att de stora bankerna och hedgefondernas andra motparter kan hantera sina risker. Om de hanterar sina motpartsexponeringar på ett korrekt sätt, det vill säga tar tillräckliga säkerheter och kan hantera eventuella likviditetsproblem, finns ingen anledning att särskilt reglera hedgefonderna.

Men perioder av marknadsturbulens tenderar att föra med sig vissa otrevligheter. Jag tycker att den efterföljande debatten borde handla om marknadsdisciplin i vid mening. Transparens är ett nyckelord i detta sammanhang. Genom tydlig och öppen information om strategier och risktagande skapas förutsättningar för en god marknadsdisciplin. En god genomlysning är också av största vikt för oss som övervakar den finansiella stabiliteten. Det ger oss en chans att avgöra var riskerna finns.

När jag nu talar om behovet av marknadsdisciplin vill jag gärna nämna den globala sammanslutningen Financial Stability Forum (FSF).⁶ FSF har manat den globala hedgefondsindustrin att se över och förbättra existerande praxis. För att möta denna uppmaning har en arbetsgrupp bildats på privat initiativ, "Hedge fund working group". De flesta av deltagarna i arbetsgruppen är Londonbaserade, men även svenska aktörer är representerade. Gruppens arbete har resulterat i rekommendationer för hedgefondsmarknaden. De fokuserar på områden som just transparens, men också värdering, redovisning och riskhantering med rekommendationer för hedgefondsmarknaden. Den slutgiltiga rapporten presenterades under förra veckan. Trots att denna rapport inte har någon officiell legal status kommer den att utgöra en viktig utgångspunkt för den vidare diskussionen

Genomlysningen är relativt bra i Sverige

Nu har jag under en lång stund hållit mig på den internationella arenan. Låt mig också säga några ord om svenska förhållanden. Även här har marknaden för hedgefonder vuxit snabbt. Sverige är i sammanhanget en avancerad marknad,

⁶ Se Update of the FSF's Report on Highly Leveraged Institutions (Maj 2007)

med ett sjuttioal fonder som förvaltar närmare fem procent av det totala kapital som fonder förvaltar i Sverige. Det gör Sverige till den mest utvecklade marknaden i Norden. Också svenska hedgefonder drabbades av marknadsförhållanden under sommaren, men kom att återhämta sig under hösten.

Här i Sverige har vi inte samma problem med transparens som på andra håll i världen. Här är fonderna skyldiga att registrera sig. Tidigare redovisade hedgefonderna alla sina innehav till Finansinspektionen, som publicerade dem med ett kvartals fördröjning. Men eftersom hedgefonder ofta har mycket komplicerade strategier blev denna publika information alltför detaljerad och svår att hantera. Den blev inte heller särskilt meningsfull. I stället har man nu övergått till att löpande redovisa olika mått som beskriver risken i hedgefonderna. Det är ett mer överskådligt sätt att få information om enskilda hedgefonders risk. Denna information visar däremot inte på hur stora, direkta eller indirekta, exponeringar som hedgefonderna har mot exempelvis bankerna. Information om detta måste komma från bankerna själva och risken måste också hanteras av bankerna. I dagsläget vet vi att dessa exponeringar är mycket begränsade hos de svenska bankerna.⁷

Osäkerheten består

För att summera: Hedgefonderna har överlag snabbt återhämtat sig från nedgången i augusti som slog brett mot en rad olika strategier. Och det ser inte ut som hedgefonderna har spelat en avgörande roll i den senaste turbulensen – i alla fall inte någon negativ sådan. Hedgefonderna har fungerat ungefär som man kunde förvänta sig. Det finns inget i det som hänt som enligt Riksbankens uppfattning talar för ytterligare regleringar. Däremot är det viktigt att en god marknadsdisciplin kan upprätthållas och att hedgefonder i andra länder blir lika väl genomlysta som de svenska.

Vi har ännu inte sett slutet på den turbulens som präglat de finansiella marknaderna under hösten. Det går tyvärr inte att utesluta att krisen blir både djupare och längre än vad vi tidigare trott. Kanske kommer det också att drabba några hedgefonder. Men överlag tror jag att hedgefonderna kan bidra till att lösa krisen, inte till att förvärra den. Framtiden må utvisa om hedgefonderna kan motsvara de förväntningarna.

Tack för ordet!

⁷ Se även Hedgefonder och Private Equity – bankernas och försäkringsföretagens exponeringar, Finansinspektionen, juli 2007