

Hedgefonderna och finanskrisen 2008

Maria Strömqvist

Författaren är verksam på avdelningen för finansiell stabilitet.

Denna kommentar är ett utdrag ur en artikel "Hedgefonder och finansiella kriser" som publiceras i årets första nummer av Riksbankens tidskrift "Penning- och valutapolitik". Utöver hedgefondernas roll i finanskrisen 2008 beskriver artikeln skillnaderna mellan hedgefonder och traditionella fonder. Artikeln diskuterar även hedgefondernas påverkan på finansiella kriser ur ett historiskt perspektiv.

I varje finansiell kris diskuteras hedgefondernas roll i utvecklingen på finansmarknaderna och i vilken utsträckning de påverkas av krisens effekter. Generellt sett har hedgefonderna klarat sig bra i finansiellt turbulenta perioder. Men till skillnad från tidigare finanskriser har den nuvarande turbulensen påverkat hedgefonderna kraftigt. Nedgången har drabbat de flesta tillgångsslag och marknader, vilket har minskat de positiva effekterna av diversifieringen i hedgefondernas portföljer. Dessutom införde flera länder ett förbud mot blankning av aktier, vilket hade negativa effekter på fondernas arbitragestrategier. Denna ekonomiska kommentar diskuterar hur hedgefondmarknaden hittills har berörts under den nuvarande finanskrisen.

Hedgefond är ett samlingsbegrepp för olika typer av investeringsfonder. Gemensamt för dessa fonder är att de har absoluta avkastningsmål, det vill säga de sätter mål för avkastningen oberoende av utvecklingen på börsen. Hedgefonder riktar sig främst till institutionella investerare och kapitalstarka privatpersoner. Många hedgefonder skyddar sina investeringar mot förluster (så kallad hedging), men detta är inte något som gäller alla fonder. I stället använder hedgefonder många olika investeringsstrategier som är mer dynamiska jämfört med strategier som används av traditionella fonder. Det är möjligt eftersom hedgefonderna styrs av ett friare regelverk som tillåter både långa och korta positioner och användning av derivatinstrument.¹ Hedgefonderna kan dessutom välja att ha hög belåningsgrad, vilket kan ge en högre avkastning på satsat kapital.

Hedgefondmarknaden har under det senaste decenniet vuxit kraftigt. År 1996 förvaltade hedgefonderna cirka 135 miljarder amerikanska dollar fördelat på cirka 2 000 fonder runt om i världen. I slutet av 2007 förvaltade 10 000 hedgefonder 2 000 miljarder amerikanska dollar (se diagram 1). Den svenska hedgefondmarknaden är fortfarande under utveckling. Den första svenska hedgefonden startade 1996. Därefter har marknaden i Sverige vuxit. I slutet av 2007 fanns cirka 70 hedgefonder som förvaltade närmare 5 procent av det totala fondkapitalet i Sverige.²

Hedgefonder i den nuvarande finanskrisen

Sedan hedgefondmarknadens framväxt har hedgefondernas roll i finansiella kriser återkommande diskuterats. Även om kriserna under 1990-talet och 2000-talet har haft vitt skilda förlopp tenderar kritiken mot hedgefonderna vara densamma. Kritiken handlar främst om att en högt belånad hedgefond eller grupper av hedgefonder skulle kunna påverka priserna på finansmarknaderna kraftigt genom att göra spekulativa attacker mot vissa bolag, sektorer eller valutor. Denna effekt kan bli starkare om hedgefondernas spekulationer genererar ett allmänt flockbeteende hos investerare. Dessutom anklagas hedgefonderna för att manipulera tillgångspriser och bidra till att bygga upp finansiella bubblor.³

¹ I Sverige regleras hedgefonder av lagen (2004:46) om investeringsfonder och i Finansinspektionens föreskrifter om investeringsfonder (FFFS 2004:2). Se Finansinspektionen (2007).

² Se Fondbolagens Förening (www.fondbolagen.se).

³ En finansiell bubbla uppstår när det pris som marknadsaktörer betalar för en finansiell tillgång, till exempel aktier eller fastigheter, överstiger det värde som tillgången har om man ser till de inkomster som tillgången realistiskt sett kan generera.

Hedgefonderna har generellt sett klarat sig bra i finansiella kriser. Men diskussionen kring hedgefonder och finanskriser har återkommit även under den nuvarande turbulensen på finansmarknaderna. Frågan är då hur hedgefondernas roll i den aktuella finanskrisen hittills har sett ut. Något förenklat kan man säga att hedgefonderna har påverkats mer av dagens finanskris än vad de har påverkat den. Det främsta argumentet för detta är att hedgefonderna har haft mer problem med att hantera den här krisen än tidigare finanskriser.

Bred nedgång för hedgefonder

Diagram 2 visar den kumulativa avkastningen på hedgefond- och aktiemarknaderna under den nuvarande finanskrisen. Mellan oktober 2007 och juni 2008 hade hedgefonderna en mer stabil och därmed bättre utveckling än aktier. Därefter föll hedgefondindex liksom aktieindex, även om fallet var större för aktieindexet.

Den negativa utvecklingen för hedgefonderna under den senare delen av 2008 kan inte hänföras till en speciell investeringsstrategi. Detta skiljer den aktuella händelseutvecklingen på hedgefondmarknaden från situationen under Asienkrisen då främst fonder med fokus på utvecklingsmarknader drabbades. Enligt Barclays databas över hedgefonder hade så mycket som 89 procent av hedgefonderna en negativ avkastning i september 2008.

Diagram 3 visar månadsavkastningen för sex olika investeringsstrategier under perioden maj–oktober 2008. I maj hade alla strategier en positiv avkastning. Därefter började den negativa trend som sedan accelererade i september och oktober. De strategier som klarade sig bäst var den marknadsneutrala strategin och short bias strategin.⁴ De strategier som klarade sig sämst under perioden var convertible arbitrage och fixed income arbitrage.⁵ Även strategin long/short equity hade dålig avkastning, vilket tyder på att de hedgefonder som använde den ägde många aktier under perioden trots de fallande priserna på aktiemarknaden.

Ändrade spelregler

Unikt för den aktuella finanskrisen är det beslut om förbud mot blankning som myndigheterna i flera länder (bland annat USA och Storbritannien) införde under september 2008.⁶ Beslutet att förbjuda blankning av främst finansiella företag ändrade plötsligt spelreglerna på marknaden och påverkade olika investeringsstrategier i olika utsträckning. Vissa strategier påverkades kraftigt negativt. Det gäller huvudsakligen sådana strategier där blankning ingår som en naturlig del av strategin eller där exponeringen mot den finansiella sektorn är stor. Förbudet påverkade hedgefonder mer än vanliga fonder eftersom hedgefonderna i större utsträckning använder sig av blankning.

Ett blankningsförbud i en fallande marknad innebär att det blir svårare att använda sig av strategier som förstärker negativa marknadsrörelser. Detta var också syftet med det aktuella förbudet. Men blankningsförbudet innebär även att det under hösten 2008 blev svårare att skydda långa positioner genom korta positioner och att utnyttja vissa arbitragestrategier.

Diagram 3 visar tydligt effekten av blankningsförbudet på avkastningen för short bias strategin. Strategin hade en bra avkastning under sommaren 2008. Dess avkastning föll därefter i september, då blankningsförbudet infördes, för att sedan återigen stiga i oktober. Short bias strategin utnyttjar förvisso fallande tillgångsvärden men är inte särskilt opportunistisk eftersom den innebär att hedgefonden alltid har en övervikt av korta positioner i sin portfölj, oavsett marknadsförhållandena.

⁴ En marknadsneutral strategi (equity market neutral) har till syfte att genom långa och korta positioner ta bort marknadsrisk. Fondens totala position blir då neutral i det avseendet att de allmänna marknadsrörelserna inte påverkar fondens resultat nämnvärt. Att den systematiska risken tas bort innebär inte att fonden blir riskfri. Den icke-systematiska risken finns fortfarande kvar. En short bias strategi är en investeringsstrategi som tjänar på fallande tillgångsvärden.

⁵ Convertible arbitrage och fixed income arbitrage strategierna utnyttjar fel i prissättningen av konvertibla skuldebrev respektive ränteinstrument för att generera avkastning.

⁶ Blankning innebär att man säljer en lånad aktie för att sedan köpa tillbaka den till ett (förhoppningsvis) lägre pris.

Bred nedgång i tillgångsvärden

Under normala förhållanden får hedgefonderna en premie för att de tar på sig kreditrisk, löptidsrisk respektive likviditetsrisk. Dessa riskpremier utgör vanligtvis en stor del av hedgefondernas vinster. Ett högre risktagande har dock i den nuvarande finanskrisen inte inneburit högre vinster för hedgefonderna, tvärtom. Den nedgång som hösten 2008 på en gång drabbade många olika tillgångsslag och marknader innebar att alla dessa olika premievinster försvann samtidigt. De ökade riskpremierna kunde helt enkelt inte kompensera de förluster som hedgefonderna gjorde.

Många hedgefonder genererade stora vinster under perioden 2001–2003 genom att diversifiera sina portföljer med fastigheter eller råvaror. Men i den aktuella finanskrisen har investerarna blivit mer ovilliga att ta risker och minskat belåningen i sina portföljer genom att sälja av tillgångar. Detta har drivit ned priserna på nästan alla tillgångsklasser, inklusive råvaror och fastigheter, vilket har försämrat de positiva effekterna av diversifieringen i hedgefondernas portföljer.

Hedgefonderna verkar ha haft svårt att förutse dagens nedgång i värdet på tillgångar. Till skillnad från till exempel IT-bubblan år 2000 handlar det den här gången inte om en priskorrigering på en enskild marknad till följd av historiskt höga värden på en viss typ av tillgångar. Många fonder överraskades därför av det kraftiga fallet på aktier.

Den nuvarande krisen kännetecknas också av en extrem volatilitet i priserna på både aktier och råvaror. Det har gjort det svårare att förutsäga framtida rörelser i tillgångsvärden. Många hedgefonder som hade satsat på en negativ trend på aktiemarknaden och höga råvarupriser fick till exempel problem i juli 2008 när trenden plötsligt vände och aktiepriserna gick kraftigt upp medan råvarupriserna gick kraftigt ned.⁷

Dessutom har dagens finanskris, till skillnad från tidigare kriser, sitt ursprung i en bankkris. Bankernas problem har påverkat hedgefonderna direkt genom strängare kreditgivning, högre kostnader för belåning och fastlåsta tillgångar vid konkurser (exempelvis konkurs för Lehman Brothers). Fonderna har därför tvingats att sälja av tillgångar i en fallande marknad, vilket har påverkat deras avkastning negativt.

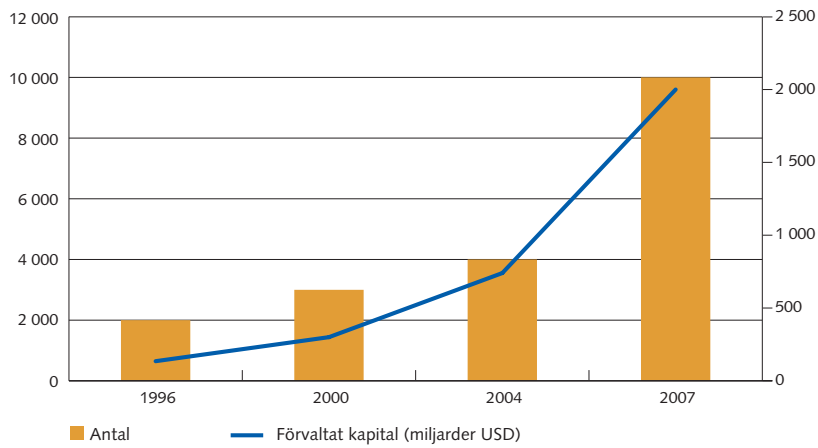
Slutsats

Hedgefonderna har generellt sett klarat sig bra i finansiella kriser. De har dock påverkats kraftigt negativt i den nuvarande turbulensen på finansmarknaderna. De faktorer som under den nuvarande finanskrisen har bidragit till hedgefondernas försämrade avkastning är ett förbud mot blankning, en bred nedgång i tillgångsvärden på många marknader, en kraftigt ökad ovillighet att ta risk hos både banker och investerare samt en extrem volatilitet i priserna på aktier och råvaror.

⁷ Se ECB (2008).

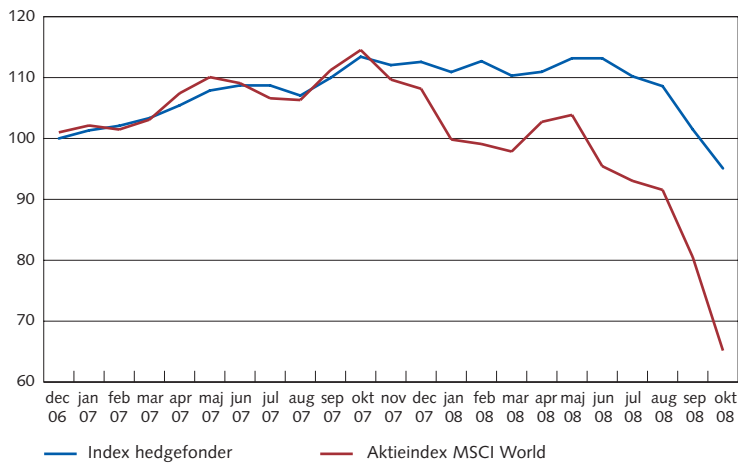
Diagram

Diagram 1. Hedgefondmarknaden 1996-2007



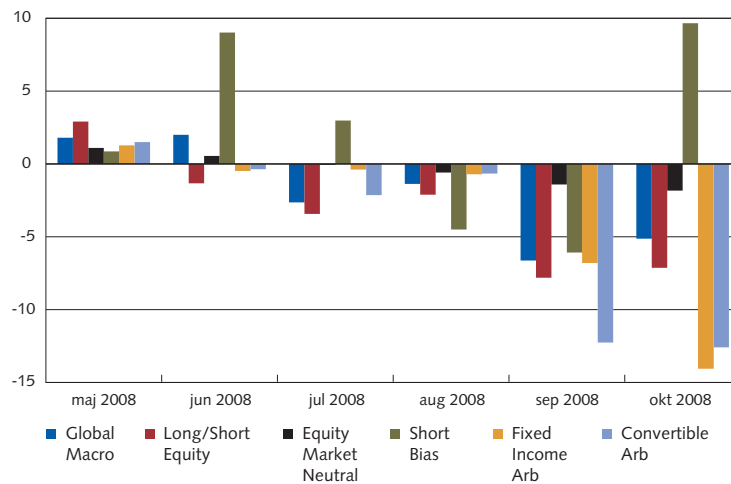
Källor: Strömqvist (2008) och ECB (2007)

Diagram 2. Kumulativ avkastning under finanskrisen 2008 (Index dec 06 = 100)



Källor: Credit Suisse Tremont och MSCI Barra

Diagram 3. Avkastning för utvalda investeringsstrategier



Källa: Credit Suisse Tremont



Referenser

ECB, (2007), "Financial Stability Report", December.

ECB, (2008), "Financial Stability Report", December.

Finansinspektionen (2007), "Hedgefonder och private equity – bankernas och försäkringsbolagens exponeringar", 2007:13.

Fondbolagens Förening, Statistik över fondförmögenhet, olika årgångar, www.fondbolagen.se

Strömqvist, M., (2008), "Hedge funds and international capital flows", doktorsavhandling, Institutionen för finansiell ekonomi, Handelshögskolan i Stockholm.