

# Hedgefonder och finansiella kriser

## MARIA STRÖMQVIST

är ekonomie doktor i finansiell ekonomi från Handelshögskolan i Stockholm. Hennes avhandling analyserade hedgefonder och internationella kapitalflöden. De synpunkter som framförs representerar artikel författarens egen uppfattning och ska inte tas som uttryck för Riksbankens syn i dessa frågor.  
Maria.Stromqvist@riksbank.se

*I varje finansiell kris återkommer diskussionen kring hedgefonders inverkan på krisen. Även om förloppen i de tidigare kriserna varit väldigt olika tenderar kritiken mot hedgefonder att vara densamma. I denna artikel diskuteras hedgefonders påverkan på finansiella kriser först ur ett historiskt perspektiv och därefter med anknytning till den nuvarande krisen. Att hedgefonder generellt sett skulle ha mer inverkan på finansiella kriser än andra investerare får dock inte stöd i analysen.*

Hedgefond är ett samlingsbegrepp för olika typer av investeringsfonder. Generellt sett är en hedgefond en fond med absoluta avkastningsmål för finansiellt sofistikerade investerare. Trots att många hedgefonder skyddar sina investeringar mot förluster (s k *hedging*), är detta inte något som gäller alla fonder. I stället använder sig hedgefonder av många olika investeringsstrategier.

Hedgefonder har dock ett antal gemensamma egenskaper som skiljer dem från traditionella fonder. Allmänt sett tillämpar hedgefonder mer flexibla investeringsstrategier. Ett friare regelverk<sup>1</sup> än för traditionella fonder möjliggör mer dynamiska investeringsstrategier med både långa och korta positioner och användning av derivatinstrument. Hedgefonder kan dessutom välja att ha hög belåningsgrad vilket ger en hävstångseffekt på avkastningen.

Traditionella investeringsfonder har relativa avkastningsmål där fondens resultat jämförs med ett index. Hedgefonder har i stället absoluta resultatmål oberoende av marknadsutvecklingen i stort. Det innebär att de vill uppnå en avkastning som har låg korrelation med traditionella riskfaktorer som aktie- och obligationsindex. Den del av avkastningen som är oberoende av riskpremier i de finansiella marknaderna kallas för alfa och kan beräknas som en residual.<sup>2</sup> Även om hedgefonders målsättning är att vara marknadsneutrala har forskning visat att de flesta är exponerade mot marknadsrisk. Generellt sett är dock hedgefonder mer marknadsneutrala än traditionella fonder.<sup>3</sup>

Denna artikel är en omarbetad version av den artikel med samma titel som publicerades i tidskriften *Penning- och valutapolitik* nr 1, 2009.

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

<sup>2</sup> Naik m fl (2007) fann att genomsnittligt alfa mellan 1994 och 2004 var 3 procentenheter per år men att det varierade mellan strategier (från noll till över 5 procentenheter). Negativt alfa är dock ovanligt.

<sup>3</sup> Se t ex Fung och Hsieh (2001, 2004).

Avgiftsstrukturen i hedgefonder skiljer sig också från den i traditionella fonder. I en vanlig fond är förvaltningsavgiften några procent av förvaltad kapital. I hedgefonder består den normalt av en fast avgift på två procent av förvaltad kapital och sedan en rörlig avgift på 20 procent av den del av avkastningen som överstiger avkastningsmålet. Vissa hedgefonder tillämpar också s k *high water mark* som sätter en begränsning för när den rörliga avgiften får tas ut. *High water mark* innebär att den rörliga avgiften endast tas ut om fondens värde överstiger det högsta tidigare uppnådda värdet på fonden, oavsett vilken avkastning som uppnåtts i perioden.

Typiskt sett är hedgefonder organiserade som s k *limited partnerships*. I dessa har investerarna rollen som "limited partners" och förvaltarna är "general partners". Förvaltarna placerar sitt eget kapital i fonden för att ge ökad trovärdighet åt sitt engagemang att ta tillvara investerarnas intressen.

Med en hög minimigräns för investeringar riktar sig hedgefonder i dag främst mot institutionella investerare eller kapitalstarka privatpersoner. Typiskt för hedgefonder är också att investerare bara kan ta ut sina pengar ur fonden månads- eller kvartalsvis till skillnad från traditionella fonder som tillhandahåller daglig likviditet. Det underlättar investeringar i mindre likvida tillgångar.

## 1. Hedgefondmarknaden växer fram

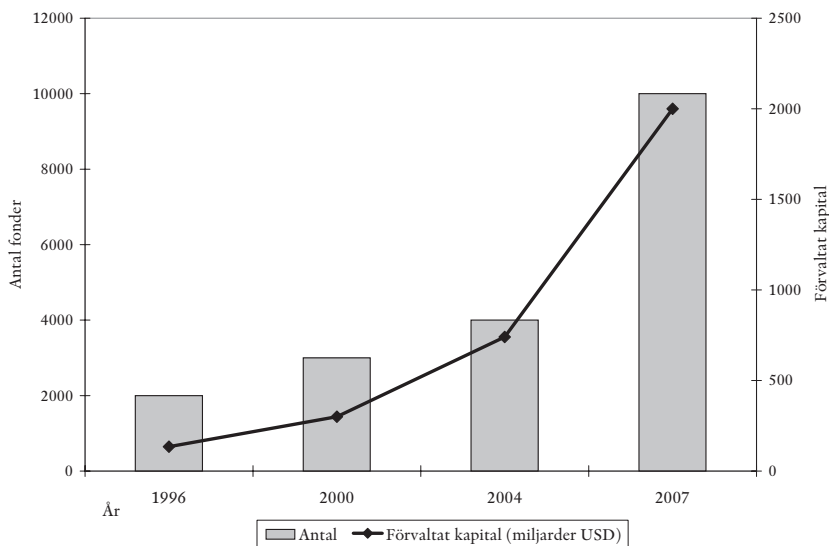
Enligt Caldwell (1995) startades den första hedgefonden år 1949 av Albert Wislow Jones. Det var en *long/short equity*-fond<sup>4</sup> som investerade i aktier samtidigt som risken i portföljen hölls nere genom *hedging* (dvs korta positioner). Hedgefonderna har fått sitt namn från denna investeringsstrategi, även om hedgefondmarknaden med tiden utvecklade många olika strategier. Det var dock inte förrän 1986 som hedgefonderna fick sitt stora genombrott, när Julian Robertsons hedgefond Tiger uppmärksammades i pressen för en årlig snittavkastning på över 40 procent. Det var vid denna tidpunkt som hedgefondmarknaden började växa på riktigt (Fung och Hsieh 1999).

I början riktade sig hedgefonder till kapitalstarka privatpersoner. Därefter utökades basen av investerare till finansiella institutioner. Enligt Fung m fl (2008) har institutionella investerare, som t ex pensionsbolag, bidragit med de största inflödena av kapital till hedgefonder under senare år. Dessa investerare är intresserade av att diversifiera sina portföljer med fonder som inte har stora exponeringar mot traditionella riskfaktorer. Den nyaste trenden är dock att hedgefonder börjar bli alltmer tillgängliga för småsparare, med sänkta minimiinvesteringar och högre likviditet.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Long/short equity är en strategi där förvaltarna köper aktier de tror kommer att stiga i värde och säljer aktier de tror kommer att sjunka i värde.

<sup>5</sup> Enligt PricewaterhouseCoopers (2008) är dock småsparares exponeringar mot hedgefonder fortfarande små i Europa.

Figur 1  
Utvecklingen för hedgefondmarknaden



Källor: Strömqvist (2008) och ECB (2007).

Under det senaste decenniet har hedgefondmarknaden växt exponentiellt. År 1996 förvaltade hedgefonder ca 135 miljarder US dollar fördelat på runt 2 000 fonder. I slutet av 2007 förvaltade 10 000 hedgefonder 2 000 miljarder US dollar (se figur 1). Det innebär att förvaltad kapital i hedgefonder har ökat 15 gånger i storlek under perioden, vilket kan jämföras med 6 gånger för traditionella fonder under samma period. Förutom att hedgefondmarknaden vuxit i storlek har fördelningen mellan strategier förändrats under perioden. Nästan en tredjedel av det totala kapitalet investerat i hedgefonder 1996 fanns i globala makrofonder<sup>6</sup> (Strömqvist 2008). De vanligaste strategierna i dag är aktiebaserade (t ex *long/short equity*) och arbitragestrategier som utnyttjar identifierade felprissättningar på marknaden. Globala makrofonder har numera endast några få procent av förvaltad kapital.

Vad gäller den svenska hedgefondmarknaden är den fortfarande under utveckling. Den första svenska hedgefonden startade 1996. Därefter har marknaden i Sverige vuxit och i slutet av 2007 fanns ca 70 hedgefonder som förvaltade närmare 5 procent av det totala kapital som fonder förvaltar i Sverige.<sup>7</sup> Den svenska hedgefondmarknaden domineras kraftigt av *long/short equity*-fonder.

<sup>6</sup> Globala makrofonder utgår från en analys av förändringar i makroekonomiska variabler och investerar i alla tillgångslag och marknader.

<sup>7</sup> Fondbolagens förening ( [www.fondbolagen.se](http://www.fondbolagen.se) )

## 2. Hur kan hedgefonder påverka finansiella marknader?

Hedgefonders friare placeringsregler kan påverka finansiella marknader både positivt och negativt.

Först och främst innebär den större investeringsfriheten att hedgefonder kan fylla två funktioner på de finansiella marknaderna.

Den första är rollen som arbitragör. En vanlig hedgefondstrategi i dag innebär att förvaltaren utnyttjar felprissättningar. Det kan t ex vara att ett derivatinstrument är fel prissatt relativt den underliggande tillgången eller att en aktie är fel prissatt relativt bolagets fundamentala värde. Huruvida en tillgång är felaktigt prissatt utvärderas vanligtvis med hjälp av statistiska och ekonomiska modeller. Genom att investerare köper undervärderade tillgångar och säljer övervärderade tillgångar pressas priserna tillbaka mot sina fundamentala värden. Detta bidrar till att förbättra prissättningen, vilket gör marknaderna mer effektiva.

Den andra rollen är att bidra till att likviditeten förbättras i det finansiella systemet. Högre likviditet anses generellt sett ge mer effektiv prissättning. Hedgefonder tenderar att vara mer aktiva än andra investerare, vilket bidrar till att fler tillgångar säljs och köps. Möjligheten att investera i mindre likvida marknader och instrument är större för hedgefonder än för traditionella investeringsfonder. De är också ofta betydelsefulla deltagare på nya marknader. Alla dessa egenskaper ger en ökad likviditet.

Men den flexibilitet som hedgefonder har medför också risker. Den mest uppenbara är hög belåning. Det innebär visserligen att fonden kan göra stora vinster men ökar också risken för att en fond går omkull om den gör felsatsningar. Den höga belåningsgraden innebär risker för hedgefondernas motparter (som t ex långgivare) och en fonds misslyckande kan därför få spridningseffekter i det finansiella systemet. Hedgefonders utnyttjande av derivatinstrument innebär också vissa risker. Med dessa instrument kan stora positioner tas i marknaden med liten kapitalinsats. Det ger förvaltaren ytterligare hävstångseffekt. Derivat kan dock användas i två syften, antingen i spekulationssyfte eller för att skydda sig mot risk. Hedgefonder använder derivat för båda dessa ändamål. Användningen av belåning och derivatinstrument kan bidra till kraftigare kursrörelser eftersom positionerna blir större. Hedgefondernas friare placeringsregler kan också användas för att i spekulativa syften förstärka marknadsrörelser, s k *positive feedback trading*.

Att hedgefonder är mer aktiva än andra investerare kan innebära att den systematiska risken ökar. Om hedgefonder dominerar handeln på en mindre marknad riskerar likviditeten att kraftigt försämrats om fonderna av olika anledningar försvinner från marknaden. Enligt GAO (2008) har hedgefonder stått för mer än 80 procent av handelsvolymerna med kreditrelaterade finansiella instrument, för att nämna ett exempel.

De positiva och negativa effekterna av hedgefondernas friare placeringsregler kommer att diskuteras i kommande avsnitt.

### 3. Tidigare finansiella kriser

I de finansiella kriserna under 1990-talet och 2000-talet har hedgefondernas roll kommit upp till diskussion. Även om kriserna har haft vitt skilda förlopp tenderar kritiken mot hedgefonderna att vara densamma. Den kritik som riktas mot hedgefonder vid finansiella kriser är att högt belånade hedgefonder eller grupper av hedgefonder skulle kunna påverka priserna kraftigt genom att göra spekulativa attacker mot t ex vissa bolag, sektorer eller valutor. Denna prispåverkan kan förstärkas genom att generera ett allmänt flockbeteende hos investerare. Dessutom anklagas hedgefonder för att manipulera tillgångspriser och bidra till att bygga upp finansiella bubblor. En finansiell bubbla är en situation när det pris aktörer betalar för finansiella tillgångar, t ex aktier eller fastigheter, kraftigt överstiger det värde tillgången har om man ser till de inkomster som tillgången realistiskt sett kan generera.

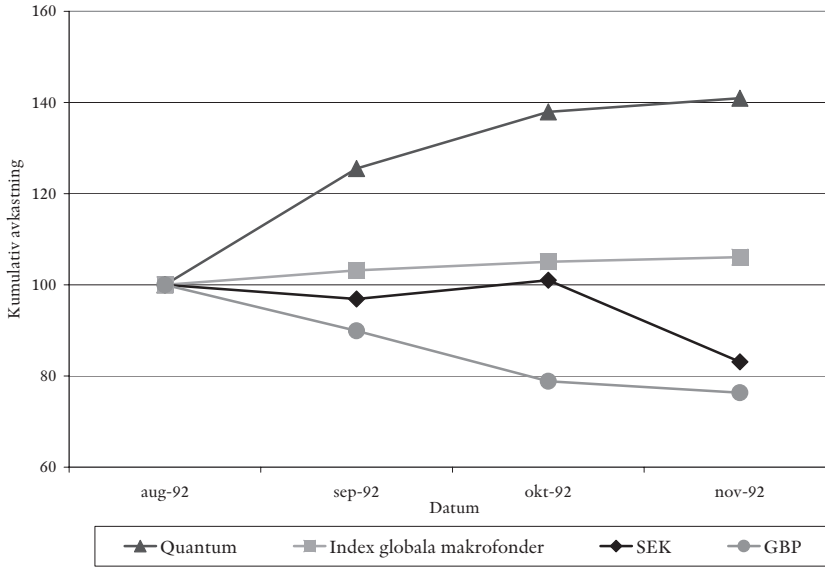
I detta avsnitt kommer fyra olika finansiella kriser och hedgefonders inverkan på dessa att diskuteras utifrån den kritik som angetts ovan. Den första krisen involverade europeiska valutor och inträffade i början av 1990-talet. Den andra krisen är Asienkrisen som började hösten 1997. Ett år senare inträffade kollapsen av hedgefonden Long-Term Capital Management, vilket delvis var en effekt av Rysslands finansiella fall tidigare det året. Slutligen diskuteras IT-bubblan och dess upplösning kring år 2000. I avsnittet efter kommer sedan den nuvarande krisen att analyseras.

#### *George Soros och de Europeiska valutorna*

Ett tydligt exempel på när en enskild hedgefond påverkat priserna är George Soros och hans Quantumfonds berömda valutaspekulationer under början av 1990-talet. Quantumfonden var en global makrofond och Soros spekulerade i detta fall mot fasta europeiska växelkurser. Orsaken till att växelkurserna ifrågasattes var att kurserna inte motsvarade de makroekonomiska förhållandena i länderna. Hösten 1992 sålde Quantumfonden stora volymer av bl a det brittiska pundet och den svenska kronan mot dollar på termin (korta positioner). De respektive centralbankernas försök att försvara sina fasta växelkurser blev dyrbara och de blev tvungna att överge dem. Resultatet blev att valutorna snabbt tappade i värde och Quantumfonden kunde inkassera en miljardvinst. Enligt Fung och Hsieh (2000) gjorde Quantum en vinst på en miljard pund enbart på sina korta positioner i det brittiska pundet. Soros blev hårt kritiserad för sitt agerande, men menade att eftersom valutorna var uppenbart felvärderade skulle priserna ändå ha kommit att justeras förr eller senare.<sup>8</sup>

Figur 2 visar den relativa utvecklingen mellan de två europeiska valutorna och hedgefonder under perioden augusti till december 1992. De två graferna längst ned i figuren visar den kumulativa utvecklingen för det brittiska pundet respektive den svenska kronan relativt amerikanska dollar. De två graferna överst visar den kumulativa avkastningen för ett index över hedge-

<sup>8</sup> Se Rouzbehani (2007).



Figur 2  
Krisen 1992 och globala makrofonder.  
Index augusti 1992 = 100

Källor: Fung och Hsieh (2000) och Strömqvist (2008).

fonder med global makrostrategi respektive Soros hedgefond Quantum.

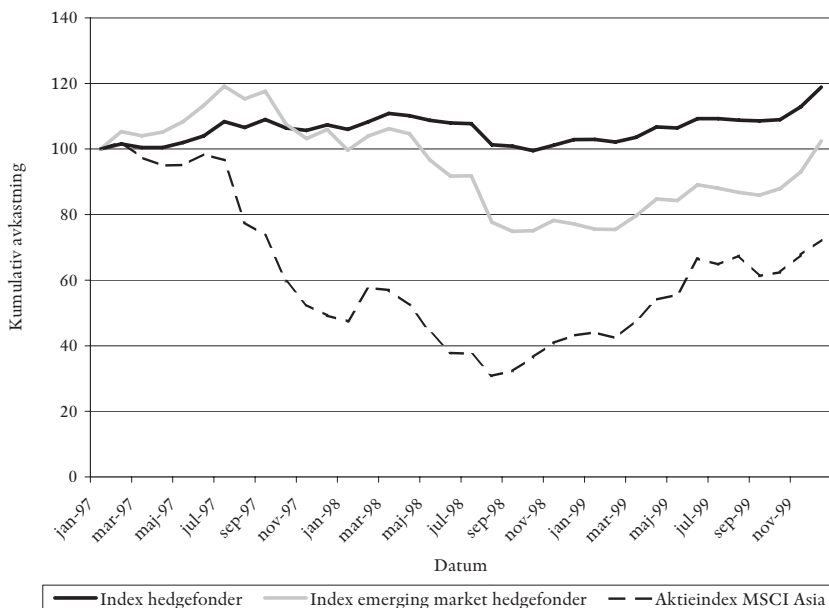
Bank of England tvingades ge upp sitt försvar av pundet den 16 september. Under denna månad hade Quantum en avkastning på över 25 procent. Fondens avkastning var fortsatt positiv de kommande månaderna. Sveriges riksbank lät kronan flyta fritt den 19 november, vilket gjorde att kronan tappade 20 procent mot dollarn.

Det är otvivelaktigt att en enskild hedgefond i detta fall kraftigt påverkade priserna genom sina spekulativa attacker mot valutorna. Däremot kan Quantumfonden inte anklagas för att ha manipulerat priserna eller för att ha bidragit till att bygga upp den finansiella bubblan. Denna berodde på en felaktig ekonomisk politik och en priskorrigerig var därför oundviklig. Den kritik som kan framföras är dock att priskorrigeringen blev snabbare och kraftigare på grund av Quantumfondens spekulationer än vad den eventuellt hade blivit annars. En priskorrigerig under mer ordnade former skulle ha kunnat ge lägre samhällsekonomiska kostnader men hade å andra sidan kanske fördröjt den nödvändiga strukturella förändring som framtvingades av krisen. Det faktum att makrofondindexet i figur 2 inte rör sig särskilt mycket under perioden indikerar att valutaspekulationerna var relativt begränsade till Quantumfonden, och eventuellt ytterligare några fonder. Det tyder på att det inte var fråga om något flockbeteende bland hedgefonder.

### Asienkrisen

Frågorna kring hedgefonders spekulationer mot fasta växelkurser blev åter aktuella i Asienkrisen. I mitten av 1990-talet hade ett flertal sydasiatiska

Figur 3  
Kumulativ avkastning under Asienkrisen 1997–99. Index januari 1997 = 100



Källor: MSCI Barra och Strömquist (2008).

länder, som t ex Thailand, stora underskott i bytesbalansen. Deras fasta växelkurser gentemot den amerikanska dollarn bidrog till inhemsk upplåning i utländsk valuta och genom detta exponering mot valutarisk. Den finansiella bubblan drevs på av ett inflöde av internationellt kapital. När kapitalflödet sedan vände till ett utflöde blev de fasta växelkurserna ohållbara. I juli 1997 devalverade Thailand, följt av Malaysia och Sydkorea, sin valuta. När den finansiella bubblan sprack innebar det att tillgångspriserna på t ex aktier sjönk kraftigt. Det diskuterades huruvida hedgefonder hade stora korta positioner i de asiatiska valutorna och därigenom tvingade fram devalveringarna för att sedan kunna göra stora vinster på försvagningen av valutorna och de sjunkande tillgångsvärdena på aktier. Frågan togs på så stort allvar att den utreddes av IMF (Eichengreen m fl 1998) som intervjuade ett antal marknadsoperatörer.

Figur 3 visar den kumulativa avkastningen på den asiatiska aktiemarknaden, ett index över hedgefonder som fokuserar på utvecklingsmarknader och ett generellt hedgefondindex. Om hedgefonder kollektivt hade spekulerat mot de asiatiska ländernas ekonomier borde vi se en hög positiv avkastning för hedgefonder under perioden. Så är dock inte fallet. Det generella hedgefondindexet uppvisar endast en svag positiv avkastning under perioden.

Mer intressant är att hedgefonder med fokus på utvecklingsmarknader förlorade 20 procent i värde fram till mitten av 1998. Dessa hedgefonder påverkades alltså negativt av Asienkrisen (även om de fortfarande hade en bättre avkastning än aktieindex). Jag har visat (Strömquist 2008) att hedgefonder som investerar i utvecklingsmarknader främst använder sig av

långa positioner i aktier. Deras avkastning är därför positivt korrelerad med aktiemarknaden. I en artikel av Bris m fl (2007) framgår det att möjligheterna att ta korta positioner i utvecklingsmarknader är mycket begränsade. Det minskar hedgefondernas möjligheter att utnyttja en negativ marknadstrend för ökade vinster.

I likhet med krisen 1992 var denna finansiella bubbla ett resultat av fundamentala och strukturella obalanser i det finansiella systemet. Hedgefonder hade därför ingen särskild roll i uppbyggandet av bubblan. Det som skiljer Asienkrisen från krisen 1992 är att det inte gick att urskilja enskilda investerare eller grupper av investerare som bidrog mer till krisens förlopp än andra. Det som inträffade var i stället att internationella investerare i allmänhet fick panik och snabbt drog tillbaka det kapital de investerat i området (Lindgren m fl 1999). Eichengreen m fl (1998) fann inte några bevis för att just hedgefonder bidragit till att försämra de asiatiska ländernas ekonomi genom spekulation, flockbeteende eller ”positiv feedback trading”. Inte heller Fung och Hsieh (2000) kunde genom regressionsanalys hitta en allmängiltig negativ korrelation mellan hedgefonders avkastning och förändringar i värdet på de asiatiska valutorna.

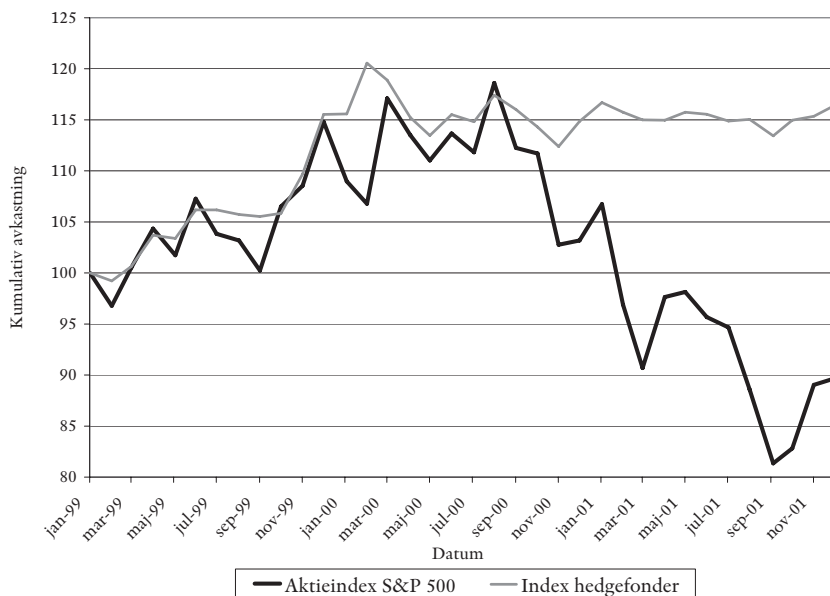
### *IT-bubblan*

Under år 1999 steg värdet på IT-relaterade aktier starkt vilket resulterade i historiskt höga marknadsvärderingar relativt företagens redovisade värde eller vinster. Värderingarna visade sig vara ohållbara och i mars 2000 vände trenden och priserna på IT-relaterade aktier föll tungt. Om hedgefonder hade utövat rollen som arbitragörer borde de ha motverkat de överdrivna prisökningarna genom att ta korta positioner i IT-aktier. Brunnermeier och Nagel (2004) fann dock det motsatta i en studie över hedgefonders innehav i amerikanska IT-aktier. Enligt deras resultat hade hedgefonder stora långa positioner i IT-aktier under bubblan för att sedan reducera dessa innan kraschen var ett faktum. Denna slutsats bekräftas i figur 4 som visar den kumulativa avkastningen för hedgefonder relativt den amerikanska aktiemarknaden. Indexet över hedgefonder ökar i ungefär samma takt som aktieindex under 1999 och fram till början av år 2000. Därefter skiljs de två graferna åt, aktieindex faller kraftigt medan hedgefondindex är relativt oförändrat under resten av år 2000. Brunnermeiers och Nagels (2004) förklaring var att hedgefonderna var medvetna om att det var en bubbla och att deras optimala strategi var att rida på vågen i stället för att försöka korrigera priserna.

Vilken kritik kan då riktas mot hedgefonder under denna kris? Det är möjligt att hedgefonderna genom att köpa IT-relaterade aktier bidrog till att driva upp priserna och därigenom skapa den finansiella bubblan. Man kan också spekulera i om deras försäljning av IT-aktier startade den kraftiga nedgången i priserna. Aktiemarknaden är dock en relativt likvid marknad och för att kunna påverka den generella trenden krävs att stora volymer handlas. Hedgefondernas inverkan på bubblan borde därför stå i relation



Figur 4  
Kumulativ avkastning IT-bubblan.  
Index januari  
1999 = 100



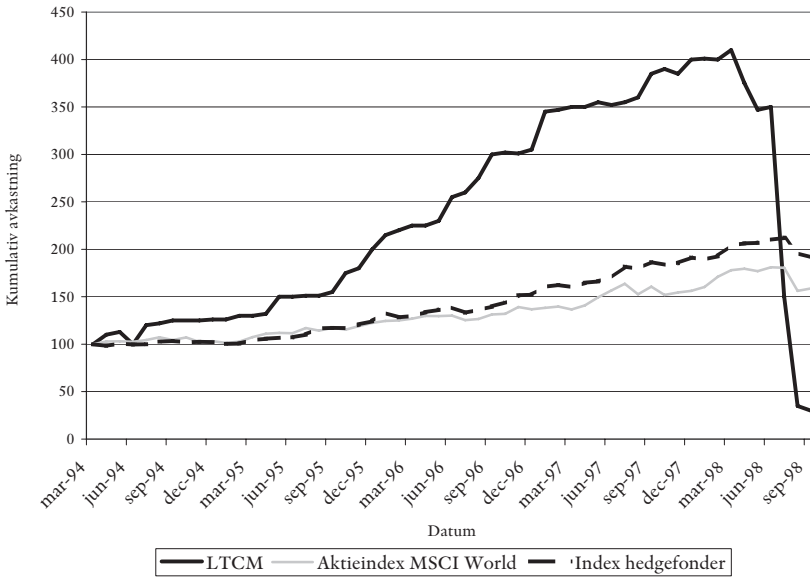
Källor: Ecwin och Strömqvist (2008).

till deras inflytande på den finansiella marknaden vid denna tidpunkt. Om man utgår ifrån att hedgefonderna insåg att det var en bubbla, tyder det faktum att de valde att rida på vågen på att de bedömde att de inte hade tillräckligt inflytande på den finansiella marknaden för att själva kunna spräcka bubblan. Brunnermeier och Nagel (2004) fann visserligen att hedgefonder minskade sina innehav i IT-aktier innan kraschen, men inte att de sålde av hela innehaven. Det innebär rimligen att de inte samtidigt tog stora korta positioner i dessa aktier för att driva på nedgången.

### LTCM

De tre kriserna presenterade ovan representerar episoder där hedgefonder av olika anledningar lyckats ha en bättre avkastning än marknaden. I detta avsnitt diskuteras hedgefondernas belåningsgrad och effekterna på den finansiella stabiliteten när strategierna misslyckas utifrån exemplet med Long-Term Capital Management.

I augusti 1998 kraschade den berömda hedgefonden Long-Term Capital Management. Enligt Edwards (1999) hade fonden vid den tidpunkten ett eget kapital på runt 5 miljarder dollar men hade lånat upp till 125 miljarder dollar, vilket innebar en extrem belåningsgrad på 25 gånger eget kapital. Dess strategi var att utnyttja felprissättningar, särskilt på obligationsmarknaden. Till exempel hade den satsat stora summor på att räntan på obligationer utgivna vid olika tidpunkter, men med samma slutdatum, skulle konvergera. Efter Rysslands finansiella kollaps förändrades marknadsläget hastigt och räntorna divergerade i stället för att konvergera. Fonden gjorde stora förluster och i och med att den var högt belånad och hade tagit stora



Figur 5  
Kumulativ avkastning för Long-Term Capital Management. Index mars 1994 = 100

Källor: Lowenstein (2000), MSCI Barra och Credit-Suisse Tremont.

positioner i derivatinstrument ansåg Federal Reserve att en krasch skulle kunna påverka hela det finansiella systemet negativt. Därför arrangerade de tillsammans med ett antal investmentbanker en räddningsaktion där positionerna i fonden övertogs.

Episoden med LTCM visar dels att det finns risker med kraftigt belånade fonder, dels att hedgefonder kan anses som systemviktiga. Det är ju inte bara fondens investerare och deras motparter som påverkas vid en eventuell konkurs. När tillgångarna måste säljas av sjunker värdet på tillgångar av samma slag vilket i sin tur kan tvinga andra belånade investerare att sälja av tillgångar om värdet på deras säkerheter sjunker under lånat belopp. Detta skapar en ond cirkel som påverkar den finansiella stabiliteten. En god riskhantering är därför av vikt, inte bara för hedgefonderna, utan även för deras motparter som möjliggör den höga belåningen. Fallet med LTCM illustrerar också att riskerna är speciellt stora i marknadssituationer med stor osäkerhet och hög riskaversion.

Enligt Edwards (1999) är det dock ovanligt att hedgefonder har en belåning på över 10 gånger eget kapital. Eichengreen och Park (2002) fann i sin studie att 74 procent av hedgefonderna under 1998 hade en belåningsgrad på under två gånger eget kapital. Samma siffra ett år senare var 89 procent. U.S. President's Working Group on Financial Markets (1999) diskuterade riskerna med hög belåningsgrad. De fann att andra institutionella investerare var lika högt belånade som hedgefonderna under 1998 men att de hade mycket större tillgångar under förvaltning. De konstaterade därför att riskerna med hög belåning inte är begränsade till hedgefonder.

## 4. Hur skiljer sig dagens finansiella kris från tidigare kriser?

Diskussionerna kring hedgefonder och finansiella kriser har återkommit i den nuvarande turbulensen. Ett exempel är i början av 2007 när Bear Sterns hedgefonder kollapsade. Fonderna hade koncentrerade och högt belånade portföljer med kreditinstrument relaterade till den amerikanska bostadsobligationsmarknaden (*subprime*). Ett annat exempel är när Island anklagade hedgefonder för att spekulera mot den isländska valutan och därmed också den isländska ekonomin (*Affärsvärlden* 2008). I Sverige florerade dessutom uppgifter om att Londonbaserade hedgefonder spred illasinnade rykten om Swedbank i syfte att få aktiekursen att sjunka eftersom de blankat aktien, dvs sålt lånade aktier (*Dagens Nyheter* 2008; *Dagens Industri* 2008).<sup>9</sup> I september 2008 förbjöds blankning på många marknader då den ansågs ha använts för att accelerera kursnedgångarna, speciellt i finansiella bolag.

Frågan är då hur hedgefondernas roll har sett ut i den aktuella krisen. Ett generellt svar är att de har påverkats mer av krisen än vad de har påverkat den. Det främsta argumentet för detta är att hedgefonderna har haft mer problem att hantera denna kris än tidigare kriser.

### *Bred nedgång för hedgefonder*

Figur 6 visar den kumulativa avkastningen på hedgefond- och aktiemarknaderna under nuvarande kris. Hedgefonder hade en stabil och därmed bättre utveckling än aktier mellan oktober 2007 och juni 2008. Därefter föll hedgefondindex liksom aktieindex, även om fallet var större för aktieindex.

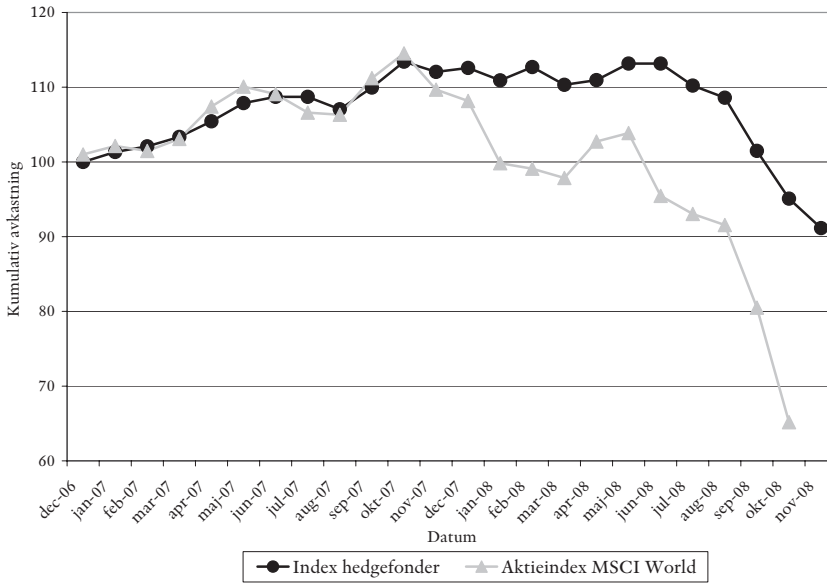
Den negativa utvecklingen för hedgefonderna kan, till skillnad från under Asienkrisen då främst fonder med fokus på utvecklingsmarknader drabbades, inte hänföras till en speciell strategi. Enligt Barclays databas över hedgefonder hade en så stor andel som 89 procent av hedgefonderna i deras databas en negativ avkastning i september 2008. Figur 7 visar månadsavkastningen under sex månader, maj till oktober 2008, för sex olika strategier. I maj 2008 hade alla strategier en positiv avkastning. Därefter började den negativa trenden som sedan accelererade i september och oktober. De strategier som klarade sig bäst är den marknadsneutrala strategin (*equity market neutral*<sup>10</sup>) och *short bias*.<sup>11</sup> De strategier som klarade sig sämst under perioden är *convertible arbitrage* och *fixed income arbitrage*.<sup>12</sup> Att strategin *long/short equity* haft dålig avkastning tyder på att de fonder som använt den

<sup>9</sup> Denna situation är dock annorlunda. Det är en sak att satsa mot felprissättning på marknader där marknadspriset inte återspeglar det fundamentala värdet. Att sprida rykten för att få till marknadsrörelser är otillåten marknadspåverkan.

<sup>10</sup> En marknadsneutral strategi 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.

<sup>11</sup> Definition av strategin ges i nästa avsnitt.

<sup>12</sup> Strategierna utnyttjar felprissättningar av konvertibla skuldebrev respektive ränteinstrument.



Figur 6  
Kumulativ avkastning under nuvarande kris. Index december 2006 = 100

Källor: Credit Suisse Tremont och MSCI Barra.

har haft en övervikt av långa positioner i den fallande aktiemarknaden.

Enligt databasen HFR ökade antalet likvideringar av hedgefonder kraftigt under 2008, över 900 fonder uppges ha likviderats. Dessutom stängdes fler hedgefonder än vad som startades under tredje kvartalet 2008, vilket är första gången sedan HFRs databas initierades 1996. Hedgefondernas totala förvaltade tillgångar har minskat med runt 700 miljarder dollar under 2008. Det beror delvis på att avkastningen varit negativ och delvis på att investerarna tagit ut pengar från fonderna.<sup>13</sup>

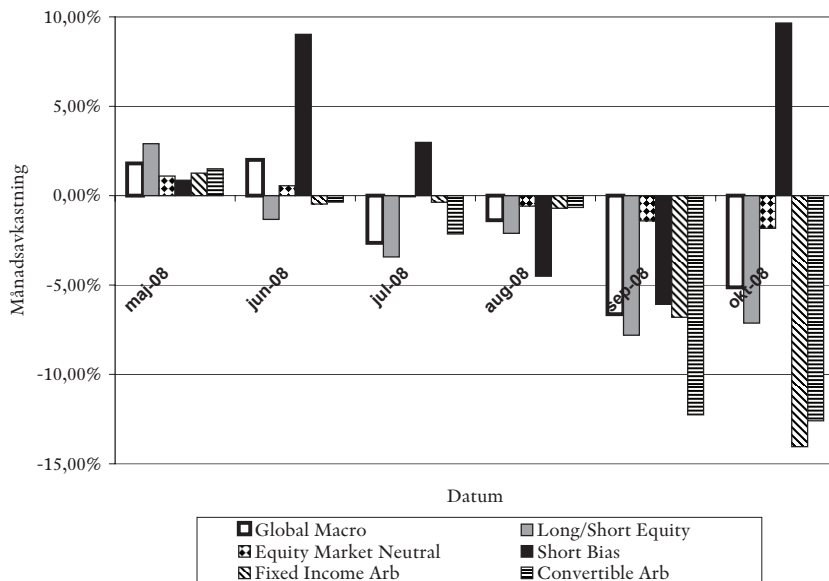
Ett antal faktorer som skiljer den nuvarande krisen från tidigare och som bidragit till den försämrade avkastningen för hedgefonder diskuteras i kommande avsnitt.

### Ändrade spelregler

Unikt för den aktuella krisen är det beslut som togs hösten 2008 och som plötsligt ändrade spelreglerna på marknaden. Beslutet att förbjuda blankning, främst av finansiella bolags aktier, påverkade olika strategier i olika utsträckning. Vissa strategier påverkades kraftigt negativt, huvudsakligen sådana där blankning ingår som en naturlig del av strategin eller som har en stor exponering mot den finansiella sektorn. Förbudet påverkade hedgefonder mer än vanliga fonder eftersom de 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 förbudet. Men blankningsförbudet

<sup>13</sup> Hedge Funds Review (2009).

Figur 7  
Avkastning utvalda  
strategier



ekonomiskdebatt

Källa: Credit Suisse Tremont.

innebar också att det blev svårare att skydda långa positioner genom korta positioner och att utnyttja vissa arbitragestrategier.

*Short bias* är en strategi som tjänar på fallande tillgångsvärden och effekten av blankningsförbudet på dess avkastning syns tydligt i figur 7. *Short bias* gick bra under sommaren 2008, men föll sedan i september månad, då blankningsförbudet infördes, för att sedan ha en hög positiv avkastning i oktober. Strategin är dock inte särskilt opportunistisk eftersom den innebär att fonden alltid har en övervikt av korta positioner i sin portfölj, oavsett marknadsförhållandena.

Ett exempel på en marknadsneutral arbitragestrategi där blankning ingår är *convertible arbitrage*. I denna strategi tas vanligen en lång position i det konvertibla skuldebrevet och en kort position i den aktuella aktien. Vinsterna kommer ifrån att det konvertibla skuldebrevet inte är korrekt prissatt relativt aktien, t ex kan det vara undervärderad på grund av dålig likviditet. Då *convertible arbitrage* är en marknadsneutral strategi, dvs avkastningen ska vara oberoende av marknadsrörelserna, har den inget att vinna på kraftiga negativa marknadsrörelser och använder därför normalt inte blankning i det syftet.

### Bred nedgång i tillgångsvärden

Tidigare kriser har varit begränsade till speciella marknader eller tillgångsklasser. Under den nuvarande krisen har många olika tillgångsklasser påverkats samtidigt och dessutom globalt. Normalt får hedgefonder en premie för att de tar på sig kreditrisk, löptidsrisk och likviditetsrisk. Dessa riskpremier

utgör vanligtvis en stor del av hedgefondernas vinster. Under den senaste krisen har dock ett högre risktagande inte inneburit högre vinster, tvärtom. Att nedgången drabbat många olika tillgångsslag och marknader på en gång har betytt att alla dessa olika premievinster försvunnit samtidigt. De ökade riskpremierna har helt enkelt inte kompenserat de förluster som gjorts.

Under perioden 2001 till 2003 genererade många hedgefonder stora vinster genom att diversifiera sina portföljer med fastigheter eller råvaror. Då investerare blivit mer ovilliga att ta risker under krisen har de minskat belåningen i sina portföljer genom att sälja av tillgångar. Det har drivit ned priserna på nästan alla tillgångsklasser, inklusive råvaror och fastigheter, vilket har försämrat de positiva effekterna av diversifiering.

Att hedgefonderna förutsåg nedgången i IT-bubblan bättre än dagens nedgång beror på att företagsvärderingarna under IT-bubblan var historiskt höga. Det var därför inte svårt att räkna med att det skulle komma en priskorrigering. Detta var inte fallet i den aktuella krisen och många fonder överraskades därför av det kraftiga prisfallet på aktier.

Den nuvarande krisen har också uppvisat en extrem volatilitet i både aktie- och råvarupriser. Det har gjort det svårare att prognostisera framtida rörelser i tillgångsvärden. Till exempel fick många hedgefonder som satsat på en negativ aktiemarknadstrend och höga råvarupriser problem i juli 2008 när trenden plötsligt vände och aktiepriserna gick kraftigt upp medan råvarupriserna gick kraftigt ned (ECB 2008).

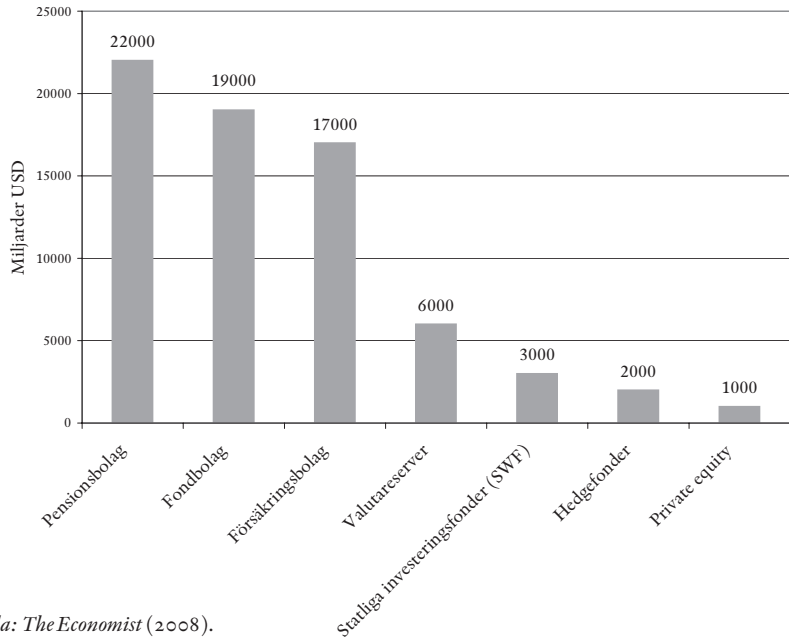
Slutligen, en skillnad mellan dagens kris och föregående kriser är att turbulensen har sitt ursprung i en bankkris. Bankernas problem har påverkat hedgefonderna direkt genom strängare kreditgivning, högre kostnader för belåning och fastlåsta tillgångar vid konkurser (t ex Lehman Brothers). Fonderna har därför tvingats att sälja av tillgångar i en fallande marknad vilket påverkat deras avkastning negativt. Det är noterbart att den största finansiella oron i dagens kris orsakats av andra finansiella institut än hedgefonder, mer specifikt investmentbanker och bolåneinstitut. Även om en hedgefond som LTCM ansågs vara systemviktig likvideras de flesta hedgefonder utan att påverka den finansiella stabiliteten. Ett exempel på en hedgefond vars spektakulära krasch inte orsakade finansiell instabilitet är Amaranth.<sup>14</sup>

## 5. Utgör hedgefonder i dag ett större hot mot den finansiella stabiliteten än andra investerare?

I detta avsnitt diskuteras förhållandet mellan hedgefonder och andra typer av investerare. Möjligheten för en investerare att påverka de finansiella marknaderna är större ju större andel av det totala riskkapitalet som denne

<sup>14</sup> Amaranth var en amerikansk hedgefond som förvaltade ca 9 miljarder amerikanska dollar. I september 2006 kollapsade fonden efter att ha förlorat runt 6 miljarder dollar på en vecka efter att de investerat i derivatinstrument med naturgas som underliggande tillgång (The Economist 2006).

Figur 8  
Förvalt kapital hos  
institutionella investerargrupper  
(december 2007)



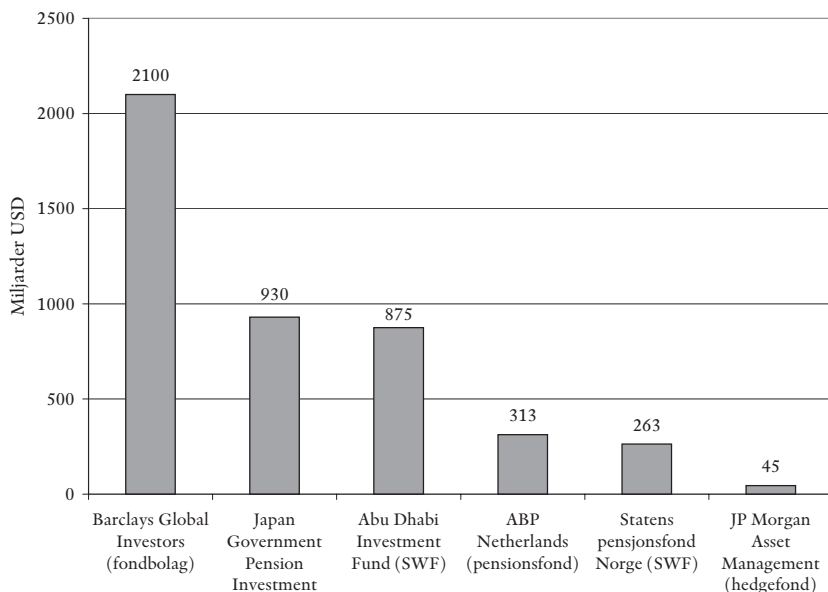
Källa: *The Economist* (2008).

förvaltar. Frågan är hur stor andel av riskkapitalet som i dag är investerat i hedgefonder, då dessa vuxit kraftigt i antal och storlek under det senaste decenniet. En annan fråga av intresse är om hedgefonder är den enda typen av investeringsfonder på dagens finansiella marknader som kan utgöra ett hot mot stabiliteten.

### *Fördelningen av förvalt kapital*

Figur 8 visar förvalt kapital hos institutionella investerargrupper i december 2007. Trots den kraftiga tillväxten på hedgefondmarknaden har hedgefonderna fortfarande bara en liten del av det totala förvaltade kapitalet. Både pensionsbolag och fondbolag förvaltar runt tio gånger mer kapital än hedgefonder. Även statliga investeringsfonder (SWF) hade, i slutet av 2007, 50 procent mer kapital under förvaltning än hedgefonderna. Det talar emot att hedgefonder som grupp skulle kunna påverka hela marknader. Vid kraftiga marknadsrörelser är det därför mer troligt att flera typer av institutionella investerare följer samma trender.

Hur stort inflytande har enskilda hedgefonder? Figur 8 ger den totala storleken på förvalt kapital men säger ingenting om hur kapitalet fördelar sig mellan fonderna. Den frågan besvarar i stället figur 9. Världens största hedgefond är, enligt tidskriften *Alpha Magazine*, JP Morgan Asset Management, med ett förvalt kapital om 45 miljarder dollar i slutet av år 2007 (*Alpha Magazine* 2007). Det motsvarar endast några få procent av det kapital som världens största fondbolag och pensionsbolag förvaltar. Den största enskilda statliga investeringsfonden, Abu Dhabi Investment



Figur 9  
De största aktörerna  
i termer av förvaltad  
kapital (december  
2007)

Källor: Pionline.com, Alpha Magazine's Hedge Fund 100 Rankings 2007 och *The Economist* (2008).

Fund, förvaltar runt 900 miljarder dollar, 20 gånger så mycket som den största hedgefonden. Hedgefondernas totala förvaltade kapital på runt 2 000 miljarder dollar är dessutom utspritt på 10 000 fonder.<sup>15</sup> Enskilda hedgefonders inflytande på hela marknader borde därför rimligen vara begränsat.

## 6. Inget stöd för att hedgefonder påverkar finansiella kriser mer än andra investerare

Även om hedgefonder i vissa kriser otvivelaktigt påverkat de finansiella marknaderna visar analysen i denna artikel att detta inte är någon regel. Hedgefondernas agerande, liksom andra investerares, har varierat mycket i de tidigare kriserna.

En vanlig källa till kritik mot hedgefonder är att de i kriser satsat pengar på en priskorrigerad av felvärderade tillgångar. Under normala marknadsförhållanden är detta något positivt för marknadseffektiviteten. Under finansiella kriser anses det däremot bidra till instabilitet på marknaden. Det är dock orimligt att förvänta sig att investerare som normalt använder sig av arbitragestrategier ska avhålla sig från detta under finansiella kriser och att felaktiga prissättningar ska få bestå. Från policysynpunkt är det alltså svårt att bedöma när dessa strategier är önskvärda och när de inte är det.

En annan vanlig kritik är att hedgefonder manipulerar tillgångspriser och medverkar till att bygga upp finansiella bubblor. Men den enda kris som

<sup>15</sup> Enligt Strömquist (2008) förvaltade den genomsnittliga hedgefonden 100 miljoner dollar.



diskuterats i denna artikel där hedgefonder kan misstänkas ha bidragit till bubblan är IT-krisen. I två av de andra kriserna utnyttjade fonderna ohållbara situationer som orsakats av felaktig ekonomisk politik. Generellt sett motverkar arbitragestrategier faktiskt uppbyggandet av finansiella bubbler, men eftersom fonderna har vinstmaximering som mål tar de inte något ansvar för att förhindra att bubbler uppstår. Det kan dock diskuteras om inte hedgefonders spekulativa attacker mot uppkomna bubbler kan leda till att förloppet när bubblan spricker blir snabbare och kraftigare.

Argumenten för att hedgefonder inte har större påverkan på finansiella marknader än andra investerare gavs redan av Eichengreen m fl (1998) och är giltiga än i dag. Hedgefonder är ensamma inte tillräckligt stora för att kunna påverka priserna på likvida marknader eftersom deras kapital är litet i förhållande till andra investerare som t ex banker och försäkringsbolag. Det är därför mer troligt att stora marknadsrörelser beror på att flera typer av institutionella investerare följer samma trender. Att hedgefonderna red på vågen i IT-bubblan kan ses som ett tecken på att de inte ansåg sig vara tillräckligt stora för att kunna påverka marknadsriktningen på den likvida aktiemarknaden.

Det finns alltså inga tydliga bevis för att hedgefonder genererar flockbeteenden. Det går snarare att argumentera för att hedgefonder är mindre benägna att generera flockbeteende än andra investerare eftersom de vill hålla sina strategier hemliga (se Eichengreen m fl 1998). IT-bubblan är ett exempel på att hedgefonder kan vara de som följer andra investerare i stället för tvärtom. Varken Fung och Hsieh (2000) eller Eichengreen m fl (1998) har kunnat finna bevis för att hedgefonder förstärker marknadsrörelser eller att de skulle vara mer intresserade av att manipulera en marknad än andra investerare.

Det starkaste argumentet för att hedgefonderna inte drivit på den nuvarande finansiella krisen är att de på bred front påverkats negativt. Till skillnad från tidigare kriser har nedgången drabbat de flesta tillgångsslag och marknader vilket minskat effekten av diversifiering. Dessutom infördes ett förbud mot blankning av aktier på många marknader i september 2008. Syftet var att förhindra att nedgången i priserna på aktier accelererade. Kostnaden för detta förbud var dock att strategier som normalt använder sig av blankning oberoende av marknadsförhållanden drabbades. Detta var olyckligt eftersom försämrade möjligheter att göra arbitrage på sikt försvagar effektiviteten på de finansiella marknaderna. Att hedgefonder drabbats av den senaste krisen utesluter dock inte att de haft en roll i uppbyggandet av denna tillsammans med banker och andra institutionella investerare. Bear Sterns fonder var två av de hedgefonder som bidrog med likviditet till de nya komplexa kreditinstrumenten och som sedan skakade marknaden när de kollapsade.

*Affärsvärlden* (2008), "Hedgefonder försökte sänka Islands finansiella system", 31 mars 2008.

*Alpha Magazine* (2007), "Alpha Magazine's Hedge Fund 100 Rankings 2007", www.alphamagazinerankings.com.

Bris, A, W N Goetzmann och N Zhu (2007), "Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World", *Journal of Financial Economics*, vol 83, s 33-58.

Brunnermeier, M K och S Nagel (2004), "Hedge Funds and the Technology Bubble", *Journal of Finance*, vol 59, s 2013-2040.

Caldwell, T (1995), "Introduction: The Model for Superior Performance", i Lederman, J och R A Klein (red), *Hedge Funds*, Irwin Professional Publishing, New York.

*Dagens Industri* (2008), "Hedgefonder spred rykten om Swedbank", 26 september 2008.

*Dagens Nyheter* (2008), "Hedgefonder hot mot Swedbank", 19 september 2008.

ECB (2007), *Financial Stability Report*, december, ECB, Frankfurt.

ECB (2008), *Financial Stability Report*, december, ECB, Frankfurt.

Edwards, F R (1999), "Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management", *Journal of Economic Perspectives*, vol 13, s 189-210.

Eichengreen, B m fl (1998), "Hedge Funds and Financial Market Dynamics", IMF Occasional Paper 166, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Eichengreen, B och B Park (2002), "Hedge Fund Leverage before and after the Crisis", *Journal of Economic Integration*, vol 17, s 1-20.

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

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

Fung, W och D A Hsieh (1999), "A Primer on Hedge Funds", *Journal of Empirical Finance*, vol 6, s 309-331.

Fung, W och D A Hsieh (2000), "Measuring the Market Impact of Hedge Funds", *Journal of Empirical Finance*, vol 7, s 1-36.

Fung, W och D A Hsieh (2001), "The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Trend Followers", *Review of Financial Studies*, vol 14, s 313-341.

Fung, W och D A Hsieh (2004), "Hedge Fund Benchmarks: A Risk-based Approach", *Financial Analysts Journal*, vol 60, nr 5, s 65-80.

Fung, W, D A Hsieh, N Y Naik och T Ramadorai (2008), "Hedge Funds: Performance, Risk and Capital Formation", *Journal of Finance*, vol 63, s 1777-1803.

GAO (2008), "Hedge Funds", United States Government Accountability Office Report to Congressional Requesters No GAO-08-200, januari 2008.

*Hedge Funds Review* (2009), "Reports Claim \$700bn Decline in Hedge Fund AUM", 17 februari 2009.

Lindgren, C-J m fl (1999), "Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia", IMF Occasional Paper 188, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Lowenstein, R (2000), *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Random House, New York.

Naik, N Y, T Ramadorai och M Strömquist (2007), "Capacity Constraints and Hedge Fund Strategy Returns", *European Financial Management*, vol 13, s 239-256.

PricewaterhouseCoopers (2008), "The 'Retailisation' of Non-harmonised Investment Funds in the European Union", EDT/2007/IM/G4/95, oktober 2008.

Rouzbehani, R (2007), "Globala makrofonder", *Aktiespararen*, nr 10, s 52-53.

Strömquist, M (2008), *Hedge Funds and International Capital Flows*, doktorsavhandling, Institutionen för finansiell ekonomi, Handelshögskolan i Stockholm.

*The Economist* (2006), "A Big Hedge Fund in Trouble", 21 september 2008.

*The Economist* (2008), "Asset-backed Insecurity", 17 januari 2008.

U.S. President's Working Group on Financial Markets, (1999), "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management", Report of the President's Working Group on Financial Markets, Washington, D.C.