

■ Finansmarknadernas utveckling och den finansiella stabiliteten – om hedgefonder

KENT JANÉR

VD för Nektar Asset Management, en marknadsneutral hedge fond som arbetar med stort inslag av makroekonomiska bedömningar.

Hedgefonder är ett bra exempel på utveckling av finansmarknaderna. För inte så länge sedan var de marginella aktörer. Idag tillhör de nyckelaktörerna på finansmarknaderna.

Hedgefonder förvaltar kanske två procent av alla finansiella tillgångar. Men genom att använda sig av belåning och derivat uppnår de en hävstångseffekt, och de omsätter ofta sina tillgångar i högt tempo. På många marknader uppskattas hedgefonder stå för 30–50 procent av omsättningen och kanske svara för en lika stor andel av det aktiva risktagandet. Hedgefonder är också mycket aktiva när det gäller att hitta och utveckla nya marknader och nya finansiella instrument.

I det följande ger jag min syn på hedgefondernas utveckling och några tankar kring marknadsturbulensen i augusti 2007.

Hedgefondernas utveckling

ALFAJÄGARE

Hedgefonder var från början fonder som jagade alfaavkastning och vill fortfarande se sig som sådana. Det är förståeligt, eftersom alfa kan beskrivas som den ultimata avkastningen.

Alfaavkastning, definierat som överavkastning i förhållande till ett index, är något som bygger på skicklighet. Strikt definierat är alfa ett nollsummespel. All positiv alfa har sin negativa spegelbild någon annanstans. Det ligger i alfaavkastningens karaktär att den brukar ha en låg korrelation till olika index för riskfyllda tillgångar som till exempel aktier, vilket gör den idealisk för att förbättra traditionella placeringsportföljers resultat. Högre avkastning i kombination med lägre risk gör underverk för den riskjusterade avkastningen.

Tillgången till alfa är dock knapp. Det är oklart hur den totala mängden alfa på finansmarknaderna utvecklas över tiden. Allteftersom nya marknader och nya instrument utvecklas uppstår nya möjligheter till alfaavkastning som ökar den totala mängden alfa. Det är dock tveksamt om mängden alfa ökar i någon större grad över tiden på stora och mogna marknader som aktie- och obligationsmarknaderna.

Om hedgefonder faktiskt hämtar mer alfa från dessa marknader innebär det per definition att andra aktörer får mer negativ alfa. Merparten av dessa pengar kommer sannolikt från de största förvaltarna, det vill säga olika institutionella placerare. De flesta institut har dock genom åren förbättrat sin ägarstyrning och sina resultatmått. Vidare finns hos dessa en ökad användning av indexering och så kallad smygindexering. Det är därför inte troligt att det finns någon långsiktig trend hos dem mot mer negativ alfa, det vill säga sämre resultat relativt index.

Det är också mycket osannolikt att negativ alfaavkastning bland andra aktörer än hedgefonder har ökat lika snabbt som de tillgångar som förvaltas av hedgefonder. Slutsatsen blir att den andel av hedgefondernas avkastning som utgörs av alfa har minskat i takt med att dessa tillgångar har ökat. Med andra ord, den genomsnittliga överavkastningen från hedgefonder har minskat.

Det bör understrykas att även om den genomsnittliga hedgefonden har producerat mindre alfa på senare år fortsätter en del enskilda hedgefonder att leverera stabil alfa år efter år.

FONDER SOM LEVERERAR DIVERSIFIERAD BETA-AVKASTNING

Medan den del av hedgefondernas avkastning som utgörs av alfa har minskat har andra delar i stället ökat.

Hedgefonder är idag stora leverantörer av diversifierade riskpremier, eller betaavkastning.

Många hedgefonder är i genomsnitt långa aktier, kreditprodukter, illikvida instrument, riskpremier längs avkastningskurvan etcetera samtidigt som de är korta volatilitet. Dessa strategier medför risker som investerarna bör kompenseras för, alltså få en högre avkastning än den riskfria utan att ha särskild skicklighet. Det kan tilläggas att lönsam "timing" av beta är en helt annan sak och bör definieras som alfa.

Även om en genomsnittlig hedgefond bara är exponerad mot några av de risker som nämnts ovan har hedgefonder som grupp i genomsnitt en systematisk exponering mot dessa och liknande risker. En ganska stor andel av avkastningen på index över hedgefonder är därför inte skicklighetsbaserad utan en kompensation för olika typer av risker.

Saknar den här delen av hedgefonders avkastning värde? Inte nödvändigtvis. Många av dessa riskpremier (beta) är "exotiska" och ingår inte i en typisk finansiell portfölj. De bidrar därmed till att diversifiera traditionella portföljer och därmed öka deras riskjusterade avkastning. Processen att utvinna exotisk betaavkastning bidrar också till att förbättra prissättningen och likviditeten på marknaden, precis som jakten på alfaavkastning.

Hedgefondernas växande användning av diversifierad betaavkastning kan emellertid även medföra vissa nackdelar. Dit hör en högre korrelation mellan olika betaavkastningar och i förlängningen också hedgefonder, nedpressade riskpremier som uppmuntrar till en ökad hävstång liksom fler likartade positioner hos belånade aktörer ("crowded trades") som då och då leder till att svaga positioner slås ut i oberäkneliga och explosiva förlopp.

Ur hedgefondernas perspektiv finns det en annan sak som bör nämnas. Det rätta priset på något som inte kräver skicklighet och kan replikeras i en PC är inte 2 och 20. Replikeringsstrategier kommer efterhand att pressa avgifterna för hedgefonder vars resultat förlitar sig på betaavkastning och förmodligen ännu mer för fonder av hedgefonder. Alfaavkastning kan däremot inte replikeras och är inte utsatt för någon prispress. Priset på alfa kan i själva verket mycket väl komma att stiga.

SKUGGBANKER?

De senaste åren har skillnaden mellan hedgefonder och andra strukturer för finansiell verksamhet blivit alltmer utsuddade. Det har till exempel ofta diskuterats om skillnaden mellan *private equity* och aktivistiska hedgefonder håller på att försvinna; om det egentligen handlar om samma affärsmodell i olika kostymer.

Vi bör kanske inte bli förvånade över detta. Hedgefonder är till sin konstruktion ytterst flexibla. Hedgefonder kan i själva verket beskrivas som alla tänkbara investeringar och bolag minus traditionella, begränsade investeringsfonder och bolag.

Eller som hedgefondkrönikören Hunt Taylor uttryckte det mer målande (min översättning): "*2 och 20-fonderna kommer att fortsätta att locka till sig de bästa, de smartaste och alla andra som när en dröm om att bli stjärnor på finansmarknaden. Givet att det nästan inte finns några gränser för vad de får göra tror jag att hedgefonderna kommer att söka upp alla tänkbara avkastningsmöjligheter, alla grepp tillåtna. Vi kommer att få se hedgefonder i affärsverksamheter som vi inte visste var affärsverksamheter*".

Under den senaste kreditkrisen såg vi hur en del hedgefonder i praktiken agerade som banker. De investerade i kreditobligationer med lång löptid och tog upp korta lån och förväntade sig att marknaden skulle fortsätta att finansiera deras riskpositioner. Banker kan agera på detta sätt – de har en "lender of last resort" om förtroendet och likviditeten skulle tryta. Hedgefonder, *conduits*, SIV (Structured Investment Vehicle) och liknande enheter kan däremot inte göra det, såvida de inte har säkrad finansiering på annat håll. Detta har på senare tid blivit allt tydligare.

När enheter som inte är banker agerar som banker sker det utan reglering, kapitalkrav och utan att ha säkrat tillgången till refinansiering. De tar likviditeten på marknaderna för given och betraktar den som en gratis kollektiv nyttighet. Många banker har också haft SIV utanför sina balansräkningar i vad som ser ut som regelarbitrage eftersom kapitaltäckningskraven då är mycket lägre än de skulle ha varit om risken redovisades i balansräkningen.

Det som brukar kallas skuggbanker kommer, oavsett organisationsform, sannolikt att bli föremål för en ingående granskning av lagstiftare som vill förbättra det nuvarande finansiella systemets funktion.

Hedgefonderna och den senaste oron

Det första man kan konstatera beträffande den senaste oron är att hedgefonderna inte stod i centrum för den. Några hedgefonder förlorade visserligen pengar eller gick till och med under, men andra klarade sig bra och tillgångarna i krisdrabbade hedgefonder har i många fall övertagits av starkare rivaler.

Problemen har snarare handlat om dålig kreditgivning i tillgångsklasser som subprime-lån som finansierats med företagscertifikat. Problemen har mestadels uppstått utanför hedgefonderna.

Hedgefonderna har emellertid inte varit immuna mot smittoeffekterna. Augusti var en mycket dålig månad för hedgefonderna. I ett ovanligt mönster var de flesta, om inte alla, delindex för hedgefondernas avkastningar negativa.

Den främsta orsaken till detta var starka smittoeffekter mellan olika hedgefondstrategier, som i sin tur var en följd av riskminskning och avveckling av positioner, ofta belånade, över hela linjen. Riskminskningen var dels en normal reaktion på ökad volatilitet och osäkerhet, dels ett sätt att stoppa förlusterna i positioner som gått fel, men också en följd av att det blivit dyrare och svårare att skaffa finansiering.

När hedgefondsektorn minskar riskerna gör den det genom att köpa tillbaka blankade positioner (som hedgefonder har sålt eftersom de anser

att dessa finansiella instrument är dyra i relativa eller absoluta termer) och genom att sälja sina köpta positioner (som de anser är billiga).

I den här processen blir för högt prissatta instrument ännu dyrare och vice versa. I den mån andra hedgefonder har liknande modeller eller gör liknande kvalitativa bedömningar leder detta till ytterligare förluster för andra hedgefonder som ofta reagerar med att minska sina positioner och därmed förstärka effekten. Särskilt i marknadssegment där hedgefonder svarar för en stor del av omsättningen och är viktiga leverantörer av likviditet (*crowded trades*) kan situationen bli explosiv och ganska irrationell.

Under den senaste turbulensen märktes detta tydligast i statistiskt aktiearbitrage, där en stor aktör uppges ha klagat bittert över att marknaden uppvisade relativa rörelser som motsvarade mer än tjugo standardavvikelser om dagen tre dagar i följd.

Situationen förvärrades av minskad likviditet och högre transaktionskostnader, förhållanden som måste betraktas som typiska i pressade situationer. September och oktober var betydligt bättre månader för hedgefonderna som återigen tjänade pengar trots de volatila marknaderna. Man har minskat positioner och hävstångseffekter, vilket speglar en ökad osäkerhet.

Hedgefonder är måhända inte immuna mot ökad turbulens och mer extrema fluktuationer, men de är bättre rustade och kommer förmodligen inte att befinna sig i stormens öga. De kan till och med visa sig vara en stabiliserande kraft i ett klimat där banker och långivare alltmer begränsas av krympande kapitalbaser till följd av kreditförluster. Ett riskscenario för hedgefonder skulle vara att investerarna i stor omfattning tar ut sitt kapital. Det skulle definitivt leda till en del märkliga effekter i marknaderna på grund av den framtvingade avvecklingen av positioner med hävstång.