

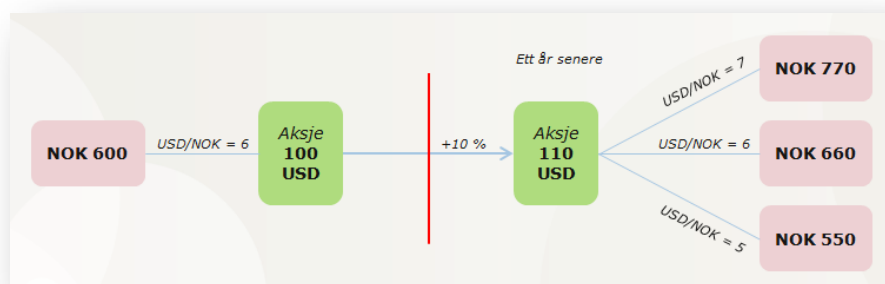
## AKSJEFOND OG VALUTASIKRING

### Valutarisiko

Mange aksjesparere velger å plassere pengene sine på utenlandske børser via aksjefond forvaltet fra Norge. Det finnes gode argumenter for å spre investeringene sine på flere land fremfor å satse alt på én børs – man blir mindre sårbar for lokale økonomiske tilbakeslag. Men når man plasserer investeringene sine utenlands, tar man en annen form for risiko: valutarisiko.

Valutarisiko oppstår når inntektene dine er plassert i en annen valuta enn utgiftene. En aksjesparer vil oppleve valutarisiko dersom aksjene han eier har en annen valuta enn den han trenger når sparespengene skal brukes. Denne risikoen kan gjøre store utslag på hvor stor avkastning man oppnår på aksjesparingen. Dersom norske kroner styrkes mens vi har pengene plassert i utenlandske aksjer, så vil aksjeavkastningen målt i norske kroner svekkes. La oss se på et eksempel hvor en norsk investor kjøper aksjer i USA.

Anta at en aksje er verdt 100 dollar og at en dollar koster 6 norske kroner - da koster aksjen 600 kroner. Hvis aksjen ett år senere stiger 10 %, så selger vi for 110 dollar. Men dersom dollarkursen har falt til 5 kroner, så får vi bare 550 norske kroner for aksjen. Selv om aksjen har steget så har vi altså tapt 50 kroner. Tilsvarende kan vi få en ekstragevinst dersom den utlandske valutaen styrker seg mens vi eier aksjene. Dette er illustrert i Figur 1.

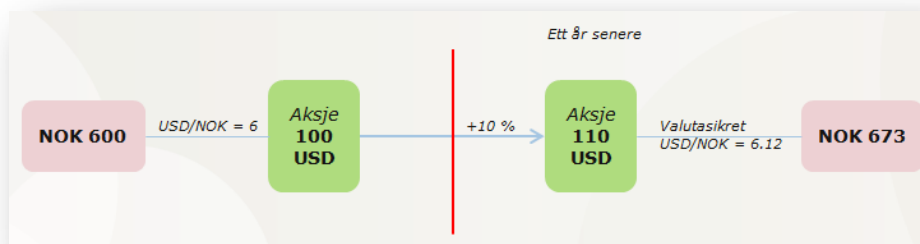


Figur 1. Fremtidig valutakurs påvirker avkastningen målt i norske kroner

Man kan få kjøpt forsikring mot valutasingninger. I eksemplet over ville man forsikret 100 dollar, og fått en garantert vekslingkurs om ett år som vist i Figur 2. En valutaforsikring svinger i pris, men for 2012 var prisen om lag 0,02-0,03 % per år for en global aksjeportefølje<sup>1</sup>.

Bør man investere i et fond som kjøper en slik forsikring, eller er det larest å leve med valutasingningene?

<sup>1</sup> I tillegg vil rentedifferansen mellom landene påvirke avkastningen – se avsnitt om Valutaforsikringer for detaljer.

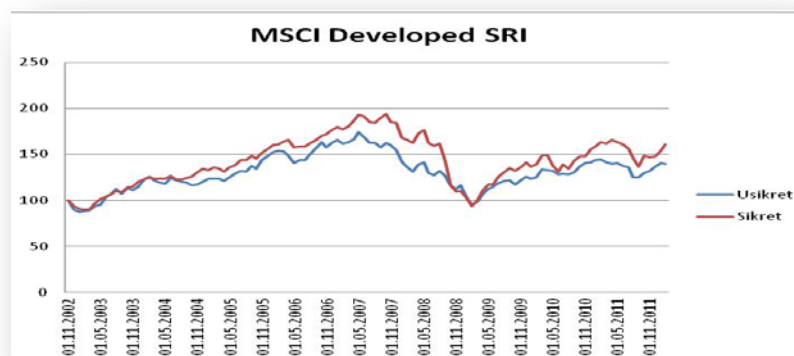


Figur 2. Valutasikring garanterer fremtidig vekslingskurs

For eksempel er Statens Pensjonsfond Utland – Oljefondet – kun investert utenfor Norge og *ikke* sikret mot valutasvingninger. Norges Bank oppgir to hovedgrunner til at Oljefondet bør la være<sup>2</sup>: For det første er Oljefondet svært langsiktig – det har liten hensikt å kjøpe forsikring mot kortsiktige valutasvingninger når pengene ikke skal tas ut i den perioden man forsikrer for. For det andre måles Oljefondet i internasjonal kjøpekraft – valutarisiko er ingen fare for den norske stat fordi Norge som nasjon ikke blir rikere eller fattigere av at kronen beveger seg. Valutarisiko er altså godt eksempel på forskjellen mellom samfunnsøkonomi og personlig sparing.

Den jevne aksjesparer skiller seg derimot fra statlige fond. Privatpersoner har en reell valutarisiko når de investerer i utlandet – sparepengene er ofte planlagt brukt i Norge. I tillegg har man ofte kortere investeringshorisont. Derfor må privatpersoner på egenhånd vurdere hvor mye valutarisiko man kan leve med. Er man optimistisk på børsmarkedene, men redd for at kronen skal styrke seg i et sterkt marked, bør man valutasikre.

Valutarisiko kan også være positivt fordi det kan motvirke andre risikoer. Hvis det blir nedgangstider i Norge og svakt arbeidsmarked, kan kronen svekkes. Når kronen svekkes, vil kroneverdien av utenlandske aksjer øke. Da er fondsverdien høyest dersom man ikke har valutasikret. Valutasvingningene kan altså gå «rett vei» når man trenger det som mest<sup>3</sup>. Figur 3 viser avkastningen til den valutasikrede og den usikrede indeksen til KLP AksjeGlobal siden 2002.



Figur 3. Sammenligning av den valutasikrede og usikrede indeksen til KLP AksjeGlobal

<sup>2</sup> <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/artikler-og-kronikker/15-03-2010-skal-oljefondets-resultater-males-i-kroner-eller-valuta/>, <http://www.na24.no/arkiv/naeringsliv/article1229557.ece>

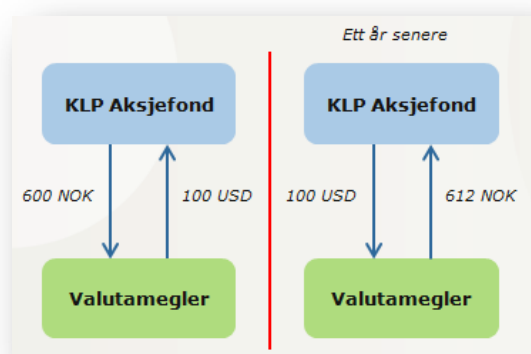
<sup>3</sup> Korrelasjonen mellom MSCI USA og USDNOK var -0.63 i perioden 3.2004-2.2012. Den totale porteføljerisikoen var derfor lavere for usikrede enn sikrede fond i denne perioden.

## Valutasikring

Når man eier norske kroner og ønsker å kjøpe utenlandske aksjer, må man selge de norske kronene og kjøpe den utenlandske valutaen. For å sikre fondet mot valutasingninger, så avtaler man med valutamegleren at han - for eksempel om ett år - skal kjøpe tilbake den utenlandske valutaen og gi fondet norske kroner til en avtalt vekslingskurs. Dermed vil valutasingningene ikke påvirke hvor mange kroner man får igjen for den valutaen man kjøpte.

### Hvordan bestemmes vekslingskursen?

Hele transaksjonen ved å kjøpe utenlandsk valuta i dag og avtale tilbakekjøp i fremtiden, kalles en valutaswap. Man kan si at valutaene byttelånes: fondet låner valuta av en megler som betales tilbake om ett år, samtidig har fondet lånt ut norske kroner til megleren i samme periode.



Figur 4. Valutaswap

Når man låner valuta, betaler man renter. Fondet betaler utenlandsk rente til megleren, mens megleren betaler norsk rente tilbake fordi han låner norske kroner av oss. I praksis utligner man disse rentene slik at den parten som skylder høyest rente bare betaler renteforskjellen. Renteforskjellen betales via den avtalte vekslingskursen.

Den avtalte vekslingskursen blir altså satt til nåværende valutakurs pluss renteforskjellen. La oss anta at norske renter er 2 % høyere enn amerikanske, og kursen for øyeblikket er 6,00 NOK per USD. Da vil den avtalte vekslingskursen om ett år være 6,12 NOK per USD [ $6,00 + 6,00 * 2\%$ ]. Fondet får altså «ekstra» avkastning på 2 % i tillegg til aksjeavkastningen. Dette kalles *carry* og er positiv når den utenlandske valutaen gir lavere rente enn norske kroner. Tilsvarende vil man få negativ *carry* dersom den norske renten er lavere enn den utenlandske. Tabell 1 viser *carry*-effekten mellom norske kroner og utvalgte valutaer per februar 2013. Figur 5 viser hvordan *carry*-effekten mellom norske og amerikanske renter har utviklet seg fra 2003<sup>4</sup>.

	Årlig carry
Australske dollar (AUD)	-1.39 %
Euro (EUR)	1.65 %
Britiske pund (GBP)	1.20 %
Japanske yen (JPY)	1.62 %
US dollar (USD)	1.41 %

Tabell 1. Carry-effekt for utvalgte valutaer februar 2013

<sup>4</sup> I praksis kan observert *carry* avvike fra dette forholdet fordi det ikke er gitt at bankene kan låne til disse rentene. Ett eksempel er høsten 2008 da styringsrenten i USA var satt lav mens fundingrenten til bankene var betydelig høyere.

Valutamegleren vil normalt tilby en carry som er litt lavere enn rentedifferansen. P.t. anslår vi at et globalt aksjefond tilbys 0,02-0,03 % p.a. lavere carry enn rentedifferansene skulle tilsi - dette kan anses som prisen på forsikringen man kjøper.



Figur 5. Utviklingen i carry-effekten mellom norske kroner og amerikanske dollar 2003-2013.

### Økonomisk effekter

I følge klassisk finanst teori er carry-effekten en følge av at den valutaen med den laveste renten er forventet å stryke seg i forhold til den andre valutaen<sup>5</sup>. Med andre ord burde et usikret aksjefond over tid oppleve lik valutagevinst som den carry-effekten vi får i et valutasikret fond. Innenfor empirisk finans har det derimot vært vanskeligere å påpeke denne sammenhengen. Høsten 2008 opplevde man negativ carry siden funding-renten i dollar var i praksis høyt over renten satt av den amerikanske sentralbanken; dette skyldtes i stor grad en effekt av tilbud og etterspørsel (generell mangel på amerikanske dollar dro prisen opp).

I perioden 2002-2011 var det en stabil høyere avkastning for det sikrede globale fondet enn det usikrede med unntak av høsten 2008. På den andre siden hadde det usikrede fondet lavere målt risiko enn det sikrede fondet siden valutabevegelsene ofte motvirker aksjebevegelsene.

---

<sup>5</sup> Renteparitet