

# ERLEND VERÐBRÉF



*Allur heimurinn er opinn íslenskum fjárfestum.*

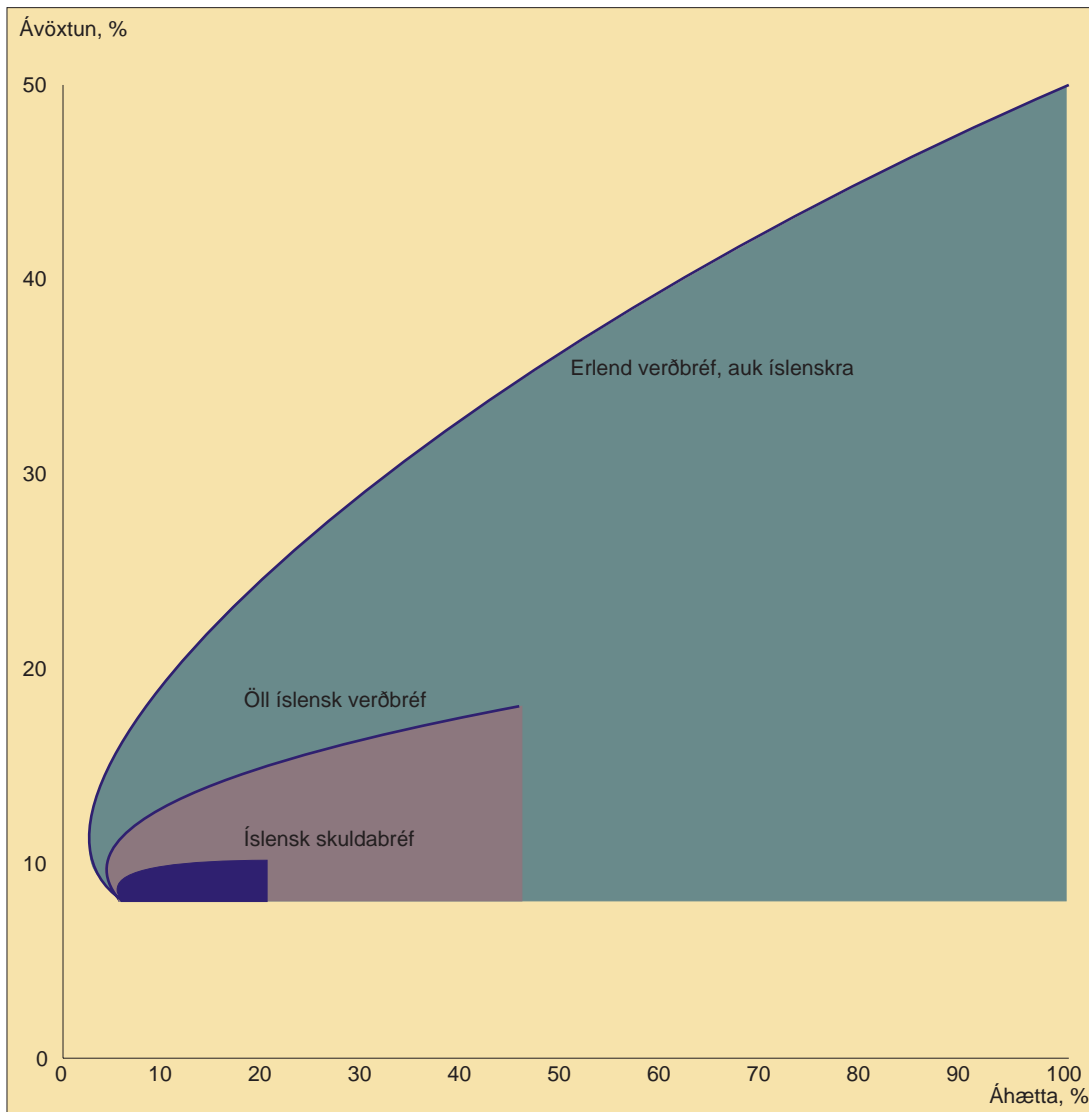
Boeing og Benz, Disney og Ford Motor Company, Philips og Exxon. Allir kannast við nöfn og framleiðslu þessara risafyrirtækja. Að eignast hlutabréf í þeim og öðrum erlendum fyrirtækjum var áður aðeins fjarlægur draumur hér á Íslandi. Nú er það hins vegar ekki aðeins mögulegt heldur verður það að teljast beinlínis skynsamlegt að fjárfesta í erlendum verðbréfum, það er hlutabréfum eða skuldabréfum.

Sá sem aðeins ávaxtar sparifé sitt heima á Íslandi verður nefnilega af 99,9% fjárfestingarmöguleika í heiminum og mörgum gullnum tækifærum til að dreifa áhættu og til að fá eitthvað fyrir ekkert í anda kenninga Markowitz.

Í þessum kafla verður m.a. fjallað um það hvernig auka má ávöxtun og minnka um leið áhættu með því að fjárfesta í erlendum verðbréfum til viðbótar við íslensk. Rætt verður um hvernig viðskipti með erlend verðbréf fara fram og hvaða kostnaður fylgir þeim og hvernig gengi íslensku krónunnar hefur áhrif á ávöxtun erlendra verðbréfa. Afleiður verða kynntar og nokkrir stærstu verðbréfamarkaðir heims verða skoðaðir.

Svörin við mörgum mikilvægum spurningum varðandi fjárfestingu í erlendum verðbréfum er að finna á næstu blaðsíðum.

# ERLEND VERÐBRÉF



Í sextíu ár, allt frá fjórða ártugnum fram til ársins 1991, var Íslendingum eingöngu heimilt að ávaxta sparifé sitt innanlands. Eftir að leyfilegt varð að fjárfesta erlendis opnaðist hins vegar nýr heimur í orðsins fyllstu merkingu og eins og sést á myndinni hér til hliðar margborgar sig fyrir fjárfesta að líta út fyrir landsteinana.

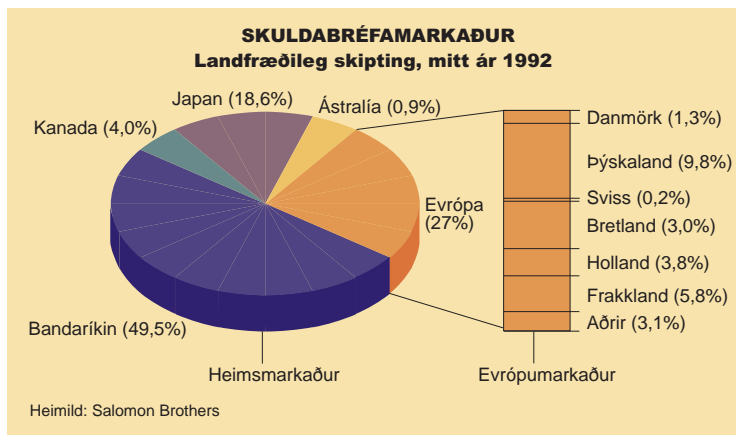
*Heimsmyndin stækkar svo um munar þegar nýjum tegundum verðbréfa er bætt í safnið. Á myndinni má sjá þrjár framlinur: framlínu íslensks skuldabréfasafns, framlínu íslensks verðbréfasafns (sett saman úr skuldabréfum og hlutabréfum) og framlínu safns sem sett er saman úr íslenskum skuldabréfum og hlutabréfum og erlendum verðbréfum. Það þarf ekki frekar vitnanna við; síðasta framlínan er sú langlengsta og býður upp á langflestu möguleika til að veða saman ávöxtun og áhættu (sjá nánar á bls. 124).*

Með því að kaupa og selja erlend verðbréf til viðbótar við verðbréf á innlendum markaði gefast nýir og betri möguleikar til að fá eitthvað fyrir ekkert eins og fjallað var um í 4. kafla, þ.e. að auka ávöxtun án þess að auka áhættu eða að minnka áhættu án þess að minnka ávöxtun um leið. Þetta á ekki aðeins við um lítið land eins og Ísland með örsmáan og lítt þróaðan fjármálamarkað. Fjárfestar í stóru landi eins og t.d. Bandaríkjunum þar sem fjármálamarkaðurinn er umfangsmikill og fjölskrúðugur geta einnig nýtt sér þessa möguleika.

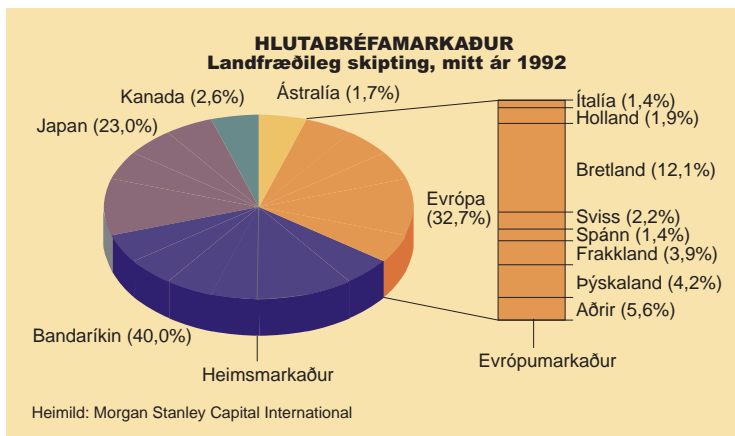
Í 1. og 2. kafla þar sem fjallað var um skuldabréf og hlutabréf kom fram að heildarverðmæti skuldabréfa á markaði í þeim löndum heims þar sem hann var stærstur var um tíu þúsund milljarðar dollara árið 1989 og markaðsverðmæti hlutabréfa var um tólf þúsund milljarðar dollara árið 1993. Skráð skuldabréf á markaði í Bandaríkjunum eru því um 49,5% af heildarverðmæti skuldabréfa á heimsmarkaði og skráð hlutabréf á markaði í Bandaríkjunum eru um 40% af verðmæti hlutabréfa á heimsmarkaði.

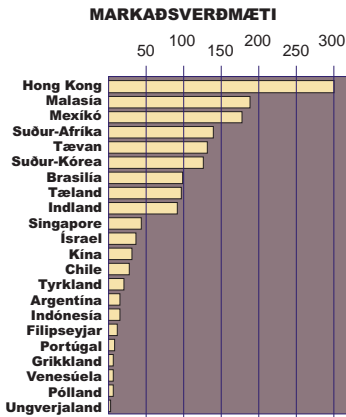
Jafnvel Bandaríkjamenn ná því ekki að nýta nema innan við helming allra tækifæra til ávöxtunar og áhættudreifingar sem bjóðast þegar litið er á markað í öllum löndum. Íslendingur sem ávaxtar sparifé aðeins á heimamarkaði verður af 99,9% tækifæra á skuldabréfa- og hlutabréfamarkaði allra ríkja.

*Margt af því sem fjallað er um í þessum kafla byggist á því sem á undan er komið, sérstaklega 3. og 4. kafla.*



Heildarverðmæti skuldabréfa á heimsmarkaði var um tíu þúsund milljarðar dollara árið 1989 og heildarverðmæti hlutabréfa árið 1993 var um tólf þúsund milljarðar. Bandaríkjamarkaður var langstærsti markaðurinn bæði fyrir hlutabréf og skuldabréf en Japan vó líka þungt (sjá nánar í 1. og 2. kafla). Samtals voru skuldabréfa- og hlutabréfa-markaðir Evrópu líka stórir en markaðir einstakra ríkja voru mjög mismunandi. Úrvalið er þannig mjög mikið og hægara sagt en gert að setja saman skilvirkt safn. Það er ekki nóg að velja eitt og eitt fyrirtæki í einstaka löndum, þannig verður áhættan of mikil þar sem fyrirtækiáhættan situr eftir, auk markaðsáhættunnar (sjá 3. kafla, bls. 93). Best er að fjárfesta í erlendum verðbréfasjóðum, sérstaklega vísitölusjóðum, sem endurspeglja markaði einstakra landa eða heimshluta. Með verðbréfasjóðum er líka hægt að fjárfesta án alls of mikillar áhættu í nýjum mörkuðum, t.d. í Asíu þar sem vöxtur er mikill og ávöxtun hefur verið góð.





Heimild: IFC; MSCI; Tel Aviv Stock Exchange

*Markaðsverðmæti hlutabréfa á ungum hlutabréfamörkuðum var 1,7 trilljón Bandaríkjadollara í lok árs 1993 eða um 12% af markaðsverðmæti hlutabréfa í öllum heiminum. Hlutabréfamarkaðurinn í Hong Kong er langstærstur þessara markaða eins og sjá má á myndinni hér fyrir ofan. Hann er reyndar sá sjötti stærsti í heiminum og er oft talinn með þroskuðum hlutabréfamörkuðum.*

Önnur ástæða fyrir því að skynsamlegt er að ávaxta fé í erlendum gjaldeyri er að hver Íslendingur ver að jafnaði um þriðjungi af ráðstöfunartekjum sínum til kaupa á erlendri vöru og þjónustu. Með því að leggja sparið inn á gjaldeyrisreikninga hér eða innlánsreikninga erlendis eða kaupa erlend verðbréf má tryggja að nokkru kaupmátt þessa hluta ráðstöfunarteknanna í framtíðinni.

Hærrí ávöxtun en í boði er á Íslandi er þó líklega það sem vekur áhuga flestra íslenskra sparisparisfjáreigenda og fjárfesta á því að kaupa erlend verðbréf. Einhverjir renna einnig hýru auga út fyrir landsteinana vegna þess að þeir treysta ekki á íslensku krónuna sem gjaldmiðil og telja að öryggi sparisfjár þeirra sé betur borgið með því að eiga erlend verðbréf. Þriðji hópurinn vill gjarnan kaupa verðbréf frá fleiri löndum en Íslandi til þess að dreifa áhættu eins og það er kallað og loks hafa einhverjir áhuga á að eiga erlend verðbréf einfaldlega af því að það er spennandi.

### Ekki er allt gull sem glóir ...

Það er hins vegar mikilvægt að hafa í huga að ávöxtun erlendra verðbréfa getur verið mjög áhættusöm og alls ekki er ráðlegt að kaupa erlend verðbréf nema til nokkuð langs tíma. Gifurlegar verðsveiflur eru ekki óalgengar á erlendum verðbréfamörkuðum, erfitt getur verið fyrir íslenska fjárfesta að afla nægilegra upplýsinga, breytingar á gengi hafa áhrif á ávöxtunina, skattaleg meðferð getur verið flókin og kostnaður við kaup og sölu er oft mikill. Loks þarf yfirleitt nokkuð háa fjárhæð til að kaupa erlend verðbréf eða einingar í verðbréfasjóðum.

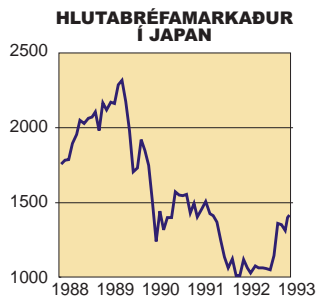
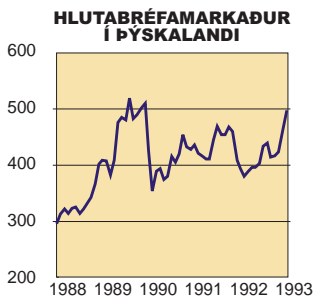
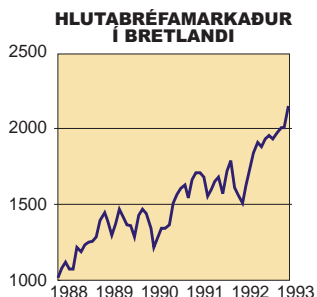
*Hagsveiflur sem hafa áhrif á verð hlutabréfa og skulda bréfa eru ekki þær sömu hér og erlendis og m.a. þess vegna geta erlend verðbréf gefið góða áhættudreifingu.*

# Stærstu verðbréfamarkaðir heims

New York, Tókýó, London og Frankfurt — þessar fjórar borgir eru miðstöðvar peningamarkaða heimsins. Á hverjum virkum degi skiptir jafnvirði milljarða Bandaríkjadollara, hundruða milljarða íslenskra króna, um eiginendur á verðbréfamörkuðum þessara borga.

Þeir eiga sér langa sögu og skipulagðir hlutabréfamarkaðir urðu t.d. til í Bandaríkjunum og Bretlandi í lok átjándu aldar, í upphafi nítjándu aldar í Þýskalandi og í lok nítjándu aldar í Japan. Viðskipti með skuldabréf hófust enn fyrr.

Verðmæti á hlutabréfamarkaði í Bandaríkjunum, Bretlandi, Þýskalandi og Japan er samtals um 80% af heildarverðmæti á heimsmarkaði.



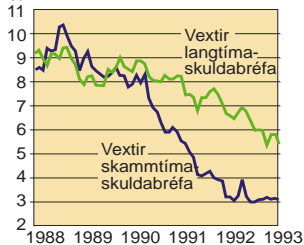
Myndirnar hér til hliðar sýna þróun hlutabréfaverðs á markaði í fjórum löndum árunum 1988–1993. Í Bandaríkjunum, Bretlandi og Þýskalandi hefur hlutabréfaverð farið hækkandi þegar á heildina er litið á þessum tíma og var í lok árs 1993 sögulega mjög hátt. Nokkrar sveiflur hafa þó orðið, t.d. hækkaði hlutabréfaverð mikið í Þýskalandi eftir fall Berlínarmúrsins í nóvember 1989. Hlutabréfaverð féll alls staðar sumarið og haustið 1990 vegna hárra vaxta og hækkandi olíuverðs í kjölfar innrásar Íraka í Kúveit. Þróunin í Japan varð hins vegar önnur en í hinum löndunum þremur. Þar lauk miklu uppgangsskeiði árið 1989 og síðan lá leiðin niður á við. Ástandið skánaði nokkuð árið 1993 en hlutabréfaverð í Japan var þó enn mjög lágt í lok þess árs.

Verðmæti á skuldabréfamarkaði  
í ríkjunum fjórum er um 80% af  
verðmæti á heimsmarkaði.

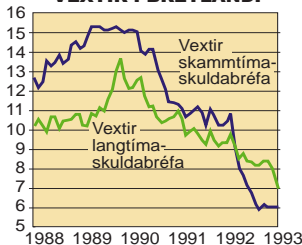
Myndirnir hér á síðunni sýna þróunina á skuldabréfamarkaði í Bandaríkjunum, Japan, Bretlandi og Þýskalandi frá 1988 til 1993. Segja má að vaxtaþróunin hafi verið svipuð í löndunum fjórum. Vextir hafa farið lækkandi á þessum áratug, efundan eru skildir vextir á skammtímaskuldabréfum í Þýskalandi. Það kemur ekki á óvart því að fjármagnsstreymi milli þessara landa er frjálst og stuðlar að því að jafna vexti á milli þeirra en vaxtalækkunin hófst fyrst í Bandaríkjunum.

Hækkandi vexti á skammtímaskuldabréfum í Þýskalandi mest allt tímabilið má rekja til samein ingar Þýskalands og þeirra verðbólguáhrifa sem hún hafði. Það er vert að hafa í huga að vaxtaþróunin í Þýskalandi er leiðandi fyrir vexti í flestum hinna Evrópubandalagsríkjanna. Í lok árs 1993 voru vextir lágir í öllum ríkjunum fjórum, sérstaklega þó í Bandaríkjunum og Japan.

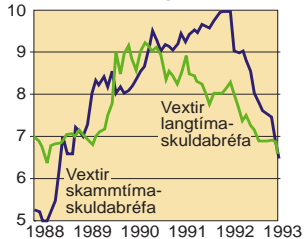
% VEXTIR Í BANDARÍKJUNUM



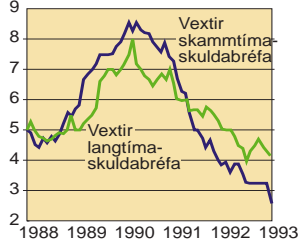
% VEXTIR Í BRETLANDI



% VEXTIR Í ÞÝSKALANDI



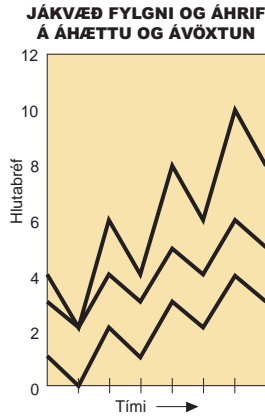
% VEXTIR Í JAPAN



Fjöldi skráðra  
fyrirtækja í  
kauphöllum,  
desember 1993

New York	2.362
London	2.125
Tókýó	1.777
Paris	677
Frankfurt	655
Hong Kong	477
Sviss	464
Singapore	331
Kaupmannahöfn	260
Ósló	131
Stokkhólmur	112
Helsinki	58

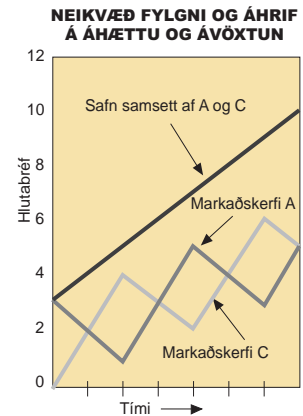
# Afhverju erlend verðbréf?



Lykillinn að því að hækka ávöxtun og minnka áhættu með því að setja verðbréf saman í safn er að gengi sumra verðbréfa fer að jafnaði hækkandi þegar gengi annarra flokka er að lækka (eða hækka hæggar). Þegar gengi tveggja flokka verðbréfa hækkar á sama tíma og lækkar líka á sama tíma er sagt að jákvæð fylgni sé á milli ávöxtunar þessara flokka. Í safninu AB sem sett er saman úr flokkum A og B á myndinni hér fyrir ofan koma fram meiri sveiflur en í hvorum flokki um sig. Meiri óstöðugleiki í ávöxtun merkir að eigandinn situr uppi með meiri áhættu.

Eins og kom fram í 4. kafla geta kaup á nokkrum tegundum innlendra verðbréfa leitt til aukinnar ávöxtunar en um leið minni áhættu séu þau sett skynsamlega saman í safn (sjá bls. 105–106). Alveg eins og hægt er að setja margar tegundir innlendra verðbréfa saman í safn er hægt að setja margar tegundir innlendra og erlendra verðbréfa saman í safn. Möguleikarnir á að finna neikvæða fylgni (sjá mynd til hægri) á milli hlutabréfa og/eða skuldabréfaflokka eru mun meiri í slíku safni en í innlendu safni. Ástæðan er sú að verð á mörkuðum hreyfist ekki alltaf eins, vaxtabreytingar haldast ekki alltaf í hendur og hagsveiflur eru ekki þær sömu. Þannig minnkar áhætta þegar erlendum verðbréfum er bætt í safnið. Ávöxtun getur líka aukist sé ávöxtun erlendu bréfanna hærrí en þeirra innlendu, eins og gildir oftast hér á Íslandi.

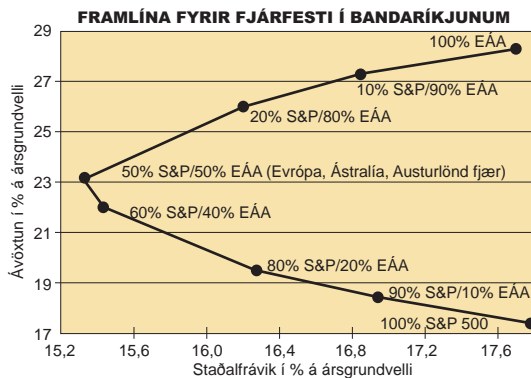
Lítum á hlutabréfakaup fjárfestis í Bandaríkjunum. Ef allir fjármunir hans eru ávaxtaðir í bandarískum hlutabréfum er ávöxtunin 17,3% og áhætta 17,8%. Með því að minnka vægi bandarískra hlutabréfa um 10%, 20% o.s.frv. og kaupa í staðinn hlutabréf frá Evrópulöndum, Ástralíu og Austurlöndum fjær getur hann markvisst hækkað ávöxtun og minnkað áhættu um leið. Ef Bandaríkjamadurinn setur safn sitt saman þannig að í því eru bandarísk hlutabréf til helminga og erlend hlutabréf með ofangreindri samsetningu til helminga á hann í vændum um 23% ávöxtun og áhætta er um 15,4% eða 2,4% minni en í safni þar sem öll hlutabréfin eru innlend. Þessi niðurstaða er fengin með því að rannsaka ávöxtun á liðnum árum og er háð því að kaup á hlutabréfum í hverju



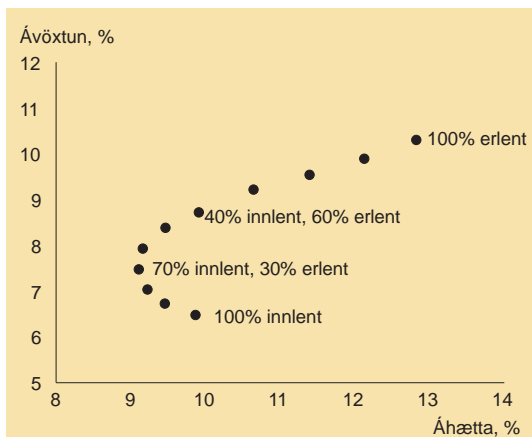
Annað er hins vegar uppi á teningnum þegar myndin hér að ofan er skoðuð. Ef safnið AC er myndað úr verðbréfaflokkum A og C sem hafa þá eiginleika að jafnaði að ávöxtun í flokki A hækkar þegar ávöxtun í flokki C er að lækka minnka sveiflurnar. Sagt er að neikvæð fylgni sé á milli ávöxtunar í flokkum A og C. Þegar mælt er yfir nægilega langan tíma er ávöxtun sú sama í báðum söfnum. Áhætta er hins vegar mun meiri í safni AB þar sem sveiflur eru miklar en í safni AC sem sýnir stöðugri ávöxtun. Það kostar ekkert meira að velja verðbréf A og C en verðbréf A og B.



landi endurspegli samsetningu hlutabréfa á viðkomandi markaði.



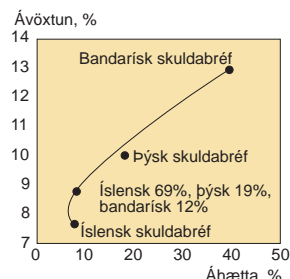
Nákvæmlega hliðstæð niðurstaða gildir fyrir íslenskan fjárfesti sem ávaxtar fjármuni sína í erlendum skuldabréfum. Í hreinu íslensku skuldabréfasafni er áhætta um 10% og ávöxtun nálægt 6,5%. Ef reiknað er eftir gögnum frá árunum 1988 til 1993 hefði minnst áhætta verið tekin þegar safnið er 70% íslensk skuldabréf en 30% erlend skuldabréf en þá er ávöxtun um 7,5% og áhætta líðlega 9%. Þegar vægi erlendra skuldabréfa hefur náð 40% er ávöxtun orðin nærri því 9% en áhætta er svipuð og þegar skuldabréfasafnið er alíslenskt eða um 10%. Þegar vægi erlendra



skuldabréfa er aukið enn meira hækkar ávöxtun eitthvað en áhætta eykst til muna.

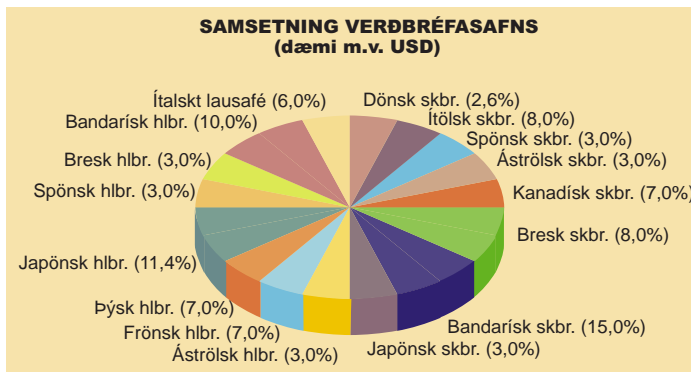
Þegar íslenskum og erlendum hlutabréfum er einnig bætt inn í myndina, eins og í framlínunni á bls. 116, sést að fullu hversu skynsamlegt það er að fjárfesta í erlendum verðbréfum til viðbótar við íslensk. Möguleikarnir til að veða saman ávöxtun og áhættu margfaldast. Nú er hægt að búa til skilvirkt verðbréfasafn með allt að 50% ávöxtun þar sem ávöxtun var áður hæst 10%, en áhættan fer að sjálfsögðu að sama skapi vaxandi. Ávöxtun skilvirks safns með 10% áhættu er nú um 20% og ávöxtun við 30% áhættu er nú um 30%. Spurningin er bara hvað hentar hverjum best.

Það er ekki lítið verk að búa til skilvirkt safn verðbréfa sem ætlað er að nýta helstu möguleika á alþjóðamarkaði. Til þess þarf að kaupa hlutabréf og skuldabréf í átta til tíu löndum. Hér á myndinni fyrir neðan er dæmi um slíkt safn. Til að njóta kosta erlendra verðbréfa er þó ekki nauðsynlegt að safnið sé svona stórt. Hægt er að búa til skilvirkt safn, t.d. úr skuldabréfum þriggja landa. Slíkt safn byði þó ekki upp á sömu möguleika til að veða saman ávöxtun og áhættu og stórt alþjóðlegt verðbréfasafn.



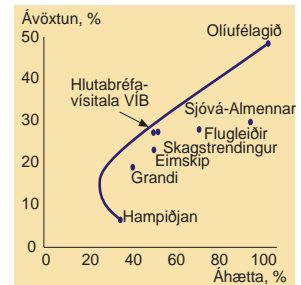
*Dæmi um lítið skilvirkt verðbréfasafn er safn sem samsett er úr íslenskum, þýskum og bandarískum skuldabréfum í hlutföllunum 69% íslenskt, 19% þýskt og 12% bandarískt. Slíkt safn hefði yfir fjögurra ára tímabil gefið 8,6% ávöxtun með 10% áhættu. Á sama tíma hefði alíslenskt skuldabréfasafn með sömu áhættu gefið 7,6% ávöxtun.*

*Það myndi kosta hátt í 1 milljarð íslenskra króna að eignast verðbréfasafn eins og myndin er afhér til hliðar. Venjulegir spariðfjáreigendur geta þó eignast hluta af slíku safni með því að fjárfesta í verðbréfasjóðum eins og fjallað verður um í næsta kafla.*



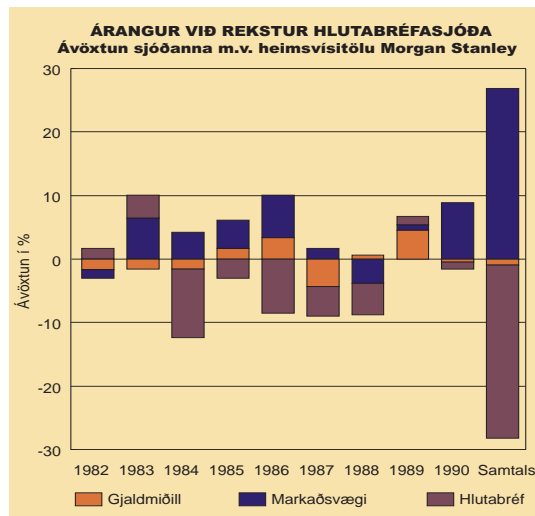
# Markaðurinn veit best ...

Í 4. kafla var fjallað um hvernig svonefnt markaðs-safn verðbréfa er að jafnaði staðsett á eða við fram-línu. Hér til hliðar sést hvernig sá sem fjárfestir í íslenskum hlutabréfum getur náð hærri ávöxtun með því að kaupa hlutabréfasafn sem endurspeglar fyrirtækin á markaðnum (hér sýnt sem hlutabréfa-vísitala VÍB) en með kaupum í einstökum fyrir-tækjum, án þess að auka áhættu mikið.



Það sama gildir erlendis. Rannsóknir hafa sýnt að fjárfestir þarf að hafa undir höndum betri upp-lýsingar en aðrir til að ná hærri ávöxtun en markað-urinn í heild. Ólíklegt er að utanaðkomandi fjár-festir hafi betri upplýsingar en heimamenn og geti því náð betri ávöxtun en þeir og því borgar sig fyrir þá sem kaupa vilja erlend verðbréf að fjárfesta í söfnum sem endurspeglar markaðinn.

Á myndinni er ávöxtun breskra verðbréfasjóða sem fjárfestu í erlendum hluta-bréfum skipt niður eftir því hvort rekja mátti hana til gengisbreytinga, landavals eða hlutabréfavals. Ef árið 1984 er tekið sem dæmi sést að gott landaval leiddi til jákvæðrar ávöxtunar en gengisbreytingar og rangt val á einstökum hlutabréfum leiddi til mjög neikvæðrar ávöxtunar. Árangurinn var heldur betri árið eftir en aftur töpuðu sjóðirnir á hlutabréfaval.



Þegar lítið er á öll árin sést að sjóðirnir högnuðust um nær 28% á því að velja rétt lönd til að fjárfesta í. Þeir töpuðu smávegis á gengi en aðallega töpuðu þeir á því að velja vitlaus hlutafélög. Heildarávöxtunin var því neikvæð þegar borið er saman við heimsvísitölu. Hefðu umsjónarmenn sjóðanna hins vegar látið sér nægja að velja lönd til að fjárfesta í og fjárfest í vísitölusjóðum sem endurspegluðu markaði þeirra hefði ávöxtun sjóðanna verið jákvæð um 28%.

# Hvernig fara viðskipti með erlend verðbréf fram á Íslandi?

Íslendingar geta nú valið milli verðbréfa frá öllum heimshornum. Í ársbyrjun 1994 var síðustu fjárhæðartakmörkunum aflétt varðandi kaup á erlendum verðbréfum. Fram til ársins 1995 er þó einungis heimilt að kaupa verðbréf sem eru til lengri tíma en eins árs. En hvernig á að bera sig að við kaup á erlendum verðbréfum?

Samkvæmt lögum verða öll viðskipti með erlend verðbréf að fara í gegnum innlend verðbréfafyrirtæki. Fyrstu skrefin eru því að hafa samband við verðbréfafyrirtæki og kanna hvaða þjónusta er í boði.

Íslensku verðbréfafyrirtækin leggja áherslu á sölu á verðbréfum erlendra verðbréfasjóða og eru öll umboðsaðilar fyrir slíka sjóði. Hægt er að velja milli hlutdeildarskírteina fjölmargra erlendra verðbréfasjóða og einnig milli innlendra verðbréfasjóða sem fjárfesta í erlendum verðbréfum.

Helstu upplýsingar um sjóðina liggja frammi á íslensku en einnig er hægt að fá ítarlegri gögn sem eru gefin út af erlendu fyrirtækjunum. Þegar hlutdeildarskírteini eru keypt sjá verðbréfafyrirtækin um að kaupa gjaldeyri fyrir viðskiptavininn og síðan hlutdeildarskírteinin. Viðskiptavinurinn fær kvittun fyrir kaupunum og síðar berst staðfesting frá erlenda fyrirtækinu þar sem fram kemur m.a. fjöldi eininga sem hafa verið keyptar. Hlutdeildarskírteinin sjálf eru geymd erlendis ef þau eru á annað borð gefin út.

*Framvirk viðskipti og viðskipti með valrétt eru heimil frá og með 1. janúar 1995.*

*Í íslenskum verðbréfasjóðum sem fjárfesta í erlendum verðbréfum verða að vera 11% í innlendum ríkisskuldabréfum.*

*Lágmarksfjárhæð við kaup á erlendum verðbréfum er 100–200 þúsund krónur.*

Við sölu framvísar eigandinn kvittuninni hjá verðbréfafyrirtækinu sem sér um söluna. Einum til sex dögum síðar er andvirðið greitt.

Auk fjárfestingar í verðbréfasjóðum er hægt að kaupa einstök hlutabréf og skuldabréf sem eru skráð í helstu kauphöllum heimsins, s.s. New York, Hong Kong, London og Kaupmannahöfn.

Verðbréfafyrirtækin sjá um að útvega erlendu verðbréfin í gegnum erlend verðbréfafyrirtæki eða banka en ráðgjöf um hvaða verðbréf er best að kaupa er takmörkuð. Kostnaðurinn við útvegun einstakra verðbréfa er einnig nokkuð hár. Eftirspurn hefur verið mun meiri eftir einingum í verðbréfasjóðum en einstökum verðbréfum, bæði vegna kostnaðarins og áhættudreifingarinnar.

Ríkissjóður og Íslandsbanki hafa gefið út skuldabréf í erlendri mynt og eru slík bréf seld eins og önnur verðbréf hjá verðbréfafyrirtækjunum.

Upplýsingar um kaup- og sölugengi allra helstu verðbréfa er að finna í erlendum dagblöðum, eins og Financial Times, Wall Street Journal og Börsen. Þessi blöð liggja víða frammi hjá verðbréfafyrirtækjum. (Sjá nánar hvernig lesið er úr upplýsingum dagblaðanna í 1. og 2. kafla.) Einnig er hægt að fá upplýsingar um gengi og vísitölur í gegnum erlenda gagnabanka sem verðbréfafyrirtækin hafa mörg aðgang að, eins og Reuter sem birtist stöðugt nýtt gengi. Loks birtist gengi nokkurra erlendra verðbréfasjóða í textavarp Ríkissjónvarpsins.

*Árið 1993 voru tekjur af erlendum hlutdeildarskirteinum skattlagðar eins og innlend skuldabréf.*

*Skattlagning getur verið mismunandi eftir því hvort tvísköttunarsamningur er í gildi við viðkomandi land.*



# Hvað eru afleiður?

Afleiður eru sérstök tegund samninga sem notaðir eru til að draga úr áhættu í viðskiptum. Þeir tryggja gegn verðbreytingum með því að festa verðið í viðskiptum í framtíðinni. Þetta á annars vegar við um viðskipti með valrétt og

hins vegar um framvirk viðskipti. Afleiðuviðskipti fara fram með hlutabréf, skuldabréf, gjaldeyri, fasteignir, vörur o.fl.

## Valréttur

Valréttur er samningur sem veitir rétt til að eiga ákveðin viðskipti í framtíðinni á verði sem er ákveðið þegar samningurinn er gerður. Þetta dregur úr áhættu vegna verðbreytinga. Valrétturinn er tvenns konar, söluréttur og kauparéttur og getur gengið kaupum og sölum.

Kaupandi sem kaupir kauparétt öðlast með því rétt til að kaupa verðbréf, vöru eða gjaldeyri á ákveðnu gengi eða verði í framtíðinni.

Kaupandi sem kaupir sölurétt öðlast þar með rétt til að selja verðbréf, vöru eða gjaldeyri á ákveðnu gengi eða verði í framtíðinni.

Seljandi kauparéttar er skuldbundinn til að selja tiltekin verðbréf, vöru eða gjaldeyri á ákveðnu gengi eða verði ef kaupandi óskar þess.

Seljandi söluréttar er skuldbundinn til að kaupa verðbréf, vöru eða gjaldeyri á ákveðnu gengi eða verði ef kaupandinn óskar þess.

*Kaupandi þarf að greiða seljanda nokkurs konar iðgjald fyrir samninga um kaup- eða sölurétt, rétt eins og fyrir venjulega tryggingu.*



*Viðskipti með valrétt hófust árið 1973 þegar opnuð var sérstök kauphöll fyrir þau í Chicago (Chicago Board Options Exchange).*



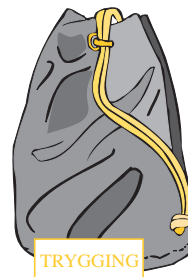
## Framvirk viðskipti

Framvirk viðskipti fara þannig fram að gerður er bindandi samningur um kaup eða sölu á vöru í framtíðinni á verði sem er ákveðið við samningsgerðina. Þetta er gert til að draga úr áhættu vegna verðbreytinga. Framvirk viðskipti hafa lengi viðgengist í vöruviðskiptum en árið 1976 var fyrst farið að eiga framvirk viðskipti með verðbréf og gjaldeyri.

Meginmunurinn á valrétti og framvirkum viðskiptum er að með valrétti hefur kaupandinn eða seljandinn val og ræður hvort hann kaupir eða selur verðbréfin eða ekki. Fram-

virkur samningur er hins vegar bindandi og því hefur kaupandi eða seljandi ekkert val. Bæði valréttur og framvirk viðskipti draga hins vegar úr áhættu fjárfestis.

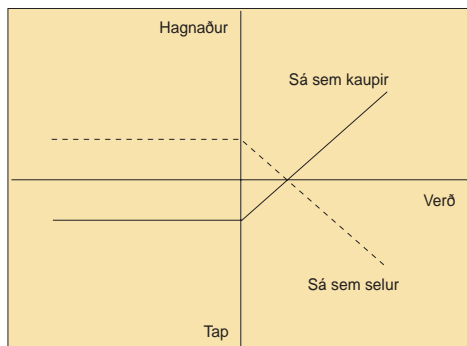
*Þegar gerður er framvirkur samningur er verðið fastákveðið en greiðsla er ekki innt af hendi fyrr en síðar. Kaupandi eða seljandi þarf hins vegar að setja tryggingu fyrir greiðslunni.*



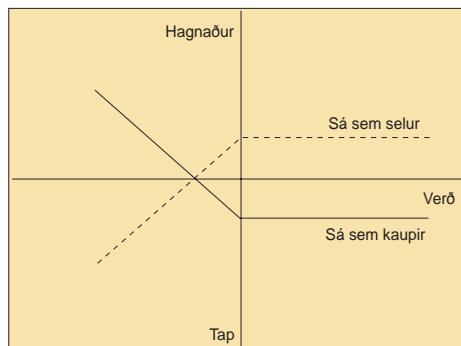
*Aðeins lítill hluti kaupa- og söluréttarsamninga er nýttur, enda er fyrst og fremst um tryggingu að ræða. Væri ekki svo er líklegt að fáir fengjust til að selja kaupa- eða söluréttarsamninga því að samningur er því aðeins nýttur að kaupandi hagnist á því sem þýðir að seljandinn hlýtur að tapa. Á myndunum hér fyrir neðan sést hvað gerist. Ef kauparéttarsamningur er*

*ekki nýttur, heldur seljandi hans iðgjaldinu eftir. Sé samningurinn hins vegar nýttur hagnast kaupandinn en seljandinn tapar. Samningur um kauparétt á hlutabréfum er t.d. nýttur ef markaðsverð er hærra en viðmiðunarverðið. Þá getur kaupandinn keypt hlutabréf á lágu verði og selt á hærra verði. Söluréttur er hins vegar nýttur ef markaðsverð er lægra en viðmiðunarverð.*

**KAUPARÉTTUR**



**SÖLURÉTTUR**



# Hvað kostar að kaupa og selja erlend verðbréf?

Mjög mismunandi er hve mikill kostnaður fylgir því að kaupa og selja erlend verðbréf. Almennt er þó hægt að segja að kostnaðurinn sé mun meiri en í viðskiptum með innlend verðbréf. Hann getur verið hlutfallslegur eða fastur, þ.e. óháður fjárhæðinni. Meðal þeirra kostnaðarliða sem reiknaðir eru sem hlutfall af fjárhæð eru sölubókun, stimpilgjöld, gjaldeyrisþóknun og upphafs- eða innlausnargjöld verðbréfasjóða. Fastur kostnaður getur t.d. verið afgreiðslugjald, þóknun fyrir ýmsa þjónustu, t.d. móttöku arðgreiðslna, og kostnaður við millifærslu gjaldeyris. Oft er líka um lágmarksþóknun að ræða ef keypt er fyrir lágar fjárhæðir.

## Kostnaður við kaup og sölu á einingum í erlendum verðbréfasjóðum

Helsti kostnaðurinn við kaup í erlendum verðbréfasjóðum liggur í upphafsgjaldi sem flestir sjóðir eða söluaðilar taka. Við sölu er svo tekið innlausnargjald. Að auki er mismunur á kaup- og sölugengi sjóðanna yfirleitt á bilinu 3–7%.

Til eru sjóðir sem ekki taka nein upphafs- eða innlausnargjöld og ýmsir verðbréfasjóðir bjóða lækkun kostnaðar eftir því sem fjárhæðin hækkar. Einnig eru til sjóðir þar sem fallið er frá gengismun eða innlausnargjaldi hafi fé verið óhreyft í nokkur ár.

Aðrir kostnaðarliðir við kaup og sölu í erlendum verðbréfasjóðum eru t.d. gjaldeyrisþóknun og kostnaður við yfirfærslu gjaldeyris. Árlegt

*Kostnaður við kaup og sölu á einingum í innlendum verðbréfasjóðum sem fjárfesta nær eingöngu í erlendum verðbréfum er á bilinu 2–4%. Mismunandi er hvort greitt er upphafs- eða innlausnargjald eða hvoru tveggja.*

### Kostnaður við kaup í erlendum verðbréfasjóðum getur verið:

- Afgreiðslugjald
- Afgreiðslugjald v/gjaldeyris
- Árlegt umsónargjald
- Gjaldyrisþóknun
- Innlausnargjald
- Skattar
- Skiptigjald milli sjóða
- Upphafsgjald
- Vörslugjald



umsjónargjald eða umsýsluþóknun er yfirleitt á bilinu 0,5–2% og kemur í raun til lækkunar á auglýstri ávöxtun sjóðsins. Aðrir kostnaðarliðir koma að sjálfsögðu til lækkunar á þeirri ávöxtun sem fjárfestirinn fær og því er mikilvægt að átta sig á þeim og gera samanburð ef hægt er. Jafnframt er mikilvægt að kanna hvort hægt er að skipta á milli sjóða án kostnaðar eða gegn lægra gjaldi.

### Kostnaður við kaup og sölu einstakra verðbréfa

Kostnaður við kaup og sölu einstakra verðbréfa er mjög mismunandi en þó yfirleitt hærri en við kaup og sölu í verðbréfasjóðum. Kostnaður er mismunandi eftir því hvort um er að ræða skuldabréf eða hlutabréf og jafnframt er þóknun og annar kostnaður mjög mismunandi eftir því hvaða verðbréfafyrirtæki eða verðbréfamiðlari á í hlut. Hægt er að velja mismunandi verðbréfamiðlara eftir því hvort leitað er eftir ráðgjöf eða einungis eftir afgreiðslu við kaup eða sölu. Oft er hægt að spara 20–70% þóknunar með því að skipta við miðlara sem sérhæfa sig eingöngu í afgreiðslu og veita enga ráðgjöf.

*Lágmarkspóknun við kaup á einstaka erlendum verðbréfum er oft á bilinu 5000–7000 krónur. Algengur kostnaður við kaup og sölu evrópskra skuldabréfa er 0,5–1%.*

#### Kostnaður við kaup á einstökum verðbréfum getur verið:

- Afgreiðslugjald
- Afgreiðslugjald v/gjaldeyris
- Gjald fyrir innheimtu arðs
- Gjaldeyrisþóknun
- Gjöld fyrir ýmsa sérþjónustu, s.s. aukayfirlit, skýrslur, mat á markaðnum o.s.frv.
- Opinber gjöld
- Skattar
- Vörslugjald
- Þóknun við kaup
- Þóknun við sölu

Mikilvægt er að athuga fyrir fram hvaða gjöld viðkomandi miðlari tekur og verður verðbréfasalinn að gefa upp fyrir fram hver þóknun hans er og hvort tekin er lágmarkspóknun. Mismunandi er hvort greiða þarf aukagjald fyrir vörslu, móttöku aðgreiðslna og yfirlit.

# Gengi Íslensku krónunnar

Þegar til lengdar lætur ræðst gengi gjaldmiðils af mismuninum milli verðbólgu í heimalandinu og verðbólgu í viðskiptalöndunum. Frá þessu sambandi verða þó umtalsverð frávik frá einum mánuði til annars, einu ári til annars og jafnvel á enn lengri tímabilum. Kenningin um kaupmáttarjafnvægi segir að gengi gjaldmiðla breytist þegar til lengdar lætur til að jafna mismunandi verðbólgu milli landa (og mismunandi framleiðni) þannig að ekki verði ódýrara að kaupa vöru eða þjónustu í einu landi en í því næsta. Afbrigði þessarar kenningar, kenningin um vaxtajöfnuð, segir að gengi gjaldmiðla breytist til að jafna mun á vöxtum milli landa þannig að ávöxtun skuldabréfa verði ekki til lengdar hærri eða lægri í einu landi en í því næsta.

*Hátt raungengi þýðir að verð á erlendum gjaldeyri er hlutfallslega lágt og þar með er verð á erlendri vöru og þjónustu líka lágt í krónum talið. Lágt raungengi þýðir aftur á móti að verð á erlendum gjaldeyri er hátt og þar með er verð á erlendri vöru og þjónustu hátt í krónum talið.*

Ef kenningin um kaupmáttarjafnvægi héldi jafnan án fráviks væri **raungengi** krónunnar jafnan stöðugt. Raungengi íslensku krónunnar er vísitala sem sýnir meðalverð á íslensku krónunni gagnvart öðrum gjaldmiðlum eftir að tekið hefur verið tillit til þess að verðbólga er mismunandi milli landa. Eins og myndin á næstu síðu sýnir er fjarri því að raungengi krónunnar hafi haldist stöðugt á síðustu árum. Þar vegur þungt að verðbólga hefur verið mikil og óstöðug á Íslandi en aðlögun gengis krónunnar að meiri verðbólgu en í viðskiptalöndunum hefur verið háð pólitískri ákvörðun hverju sinni.

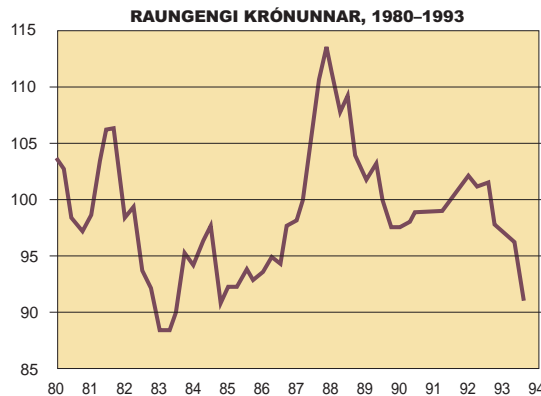
*Þegar raungengi er lágt fást margar krónur þegar erlendri mynt er skipt yfir í íslenska. Því er lágt raungengi hagstætt fyrir sjávarútveginn sem selur framleiðslu sína erlendis og fær greitt í erlendri mynt. Það er líka hagstætt fyrir erlenda ferðamenn sem koma hingað og fá mikið fyrir peningana þegar þeir skipta þeim yfir í íslenskar krónur.*

## Fast gengi krónunnar

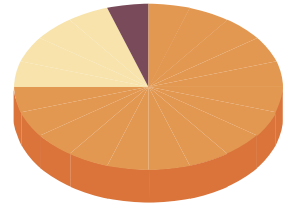
Sú stefna hefur margoft verið mörkuð frá árinu 1980 að gengi krónunnar skuli haldið föstu. Með því er átt við að meðaltalsverð á gjaldmiðlum viðskiptalanda okkar skuli ekki breytast. Myndin hér fyrir neðan sýnir vísitölu meðalgengis krónunnar frá árinu 1980 til janúar 1994. Víkja hefur þurft frá mótaðri stefnu um fast gengi vegna þess að ekki hefur tekist að halda sama stöðugleika í fjármálum á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum okkar.

Þrír þættir ráða þar mestu. Stundum hefur orðið meiri hækkun kaupmáttar en sem nam aukningu á framleiðsluverðmæti þjóðarbúsins að jafnaði. Afleiðingin hefur orðið meiri verðbólga hér en meðal nálægra þjóða. Þá hefur árviss lánsfjárbörf hins opinbera leitt til þenslu í peningakerfinu vegna þess að innlendir sparnaður hefur sjaldnast nægt til að fullnægja þeirri þörf og hefur misvægið ágerst á síðari árum. Þriðji þátturinn sem valdið hefur ójafnvægi á fjármálamarkaði og síðar leitt til örari verðhækkana hér en í nálægum löndum er óvænt og mikil auking útflutningstekna sem leitt hefur til þenslu innanlands. Þessi áhrif hafa ekki verið fyrir hendi að marki síðan árið 1987.

*Eins og sjá má á myndinni hafa töluverðar sveiflur orðið á raungengi krónunnar frá 1980. Það var lækkandi eða lágt á árunum 1981–1985 en tók stökk upp á við árið 1986 og náði hámarki árið 1988. Síðan hefur raungengið farið lækkandi á ný.*



## ÍSLENSKA MYNTKARFAN

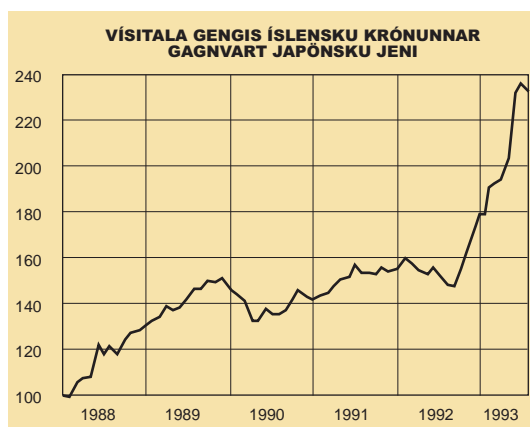


*Íslenska myntkarfan er notuð við útreikning á meðalgengi erlendra gjaldmiðla gagnvart íslensku krónunni. Vægi einstakra gjaldmiðla er samkvæmt landavog, þ.e. hlutdeild einstakra landa í inn- og útflutningi vöru. Raungengi er reiknað út frá meðalgengi með því að taka tillit til mismunandi verðbólgu milli landa.*

Reynslan hér á Íslandi hefur sýnt að raungengi fer hækkandi í góðæri en raungengi lækkar þegar samdráttur hefur orðið vegna minnkandi útflutningstekna í kjölfar minni sjávarafla eða verðfalls á erlendum mörkuðum, enda er þá oft gripið til þess ráðs að lækka gengið til að tryggja afkomu sjávarútvegsins. Í ársbyrjun 1994 var raungengi íslensku krónunnar lægra en verið hefur um þrjátíu ára skeið. Verð á erlendum gjaldeyri í krónum var því hærra en nokkru sinni í þrjátíu ár að árinu 1969 undanskildu. Þar með voru erlendar vörur og þjónusta einnig með dýrasta móti.



Á myndunum má sjá vísitölu gengis íslensku krónunnar gagnvart þremur gjaldmiðlum frá ársbyrjun 1988 til síðari hluta árs 1993. Eins og sjá má hafa nokkrar sveiflur orðið, einkum miðað við dollara, enda hefur gengi hans sveiflast mikið á erlendum mörkuðum.



Gengi krónunnar hefur farið lækkandi (þ.e. greiða hefur þurft fleiri íslenskar krónur fyrir hverja erlenda mynteiningu) þegar litið er á allt tímabilið í heild enda var verðbólga hærra á Íslandi en í hinum löndunum meirihluta tímabilsins. Í lok þess var gengið fellt tvisvar sinnum (í nóvember 1992 og júní 1993).

*Hvort gengi er hátt eða lágt á ákveðnum tíma getur verið svolítið afstætt. Eru t.d. 73 krónur fyrir 1 Bandaríkjadollara mikið eða lítið? Til að átta sig á því þarf að líta á raungengið. Sé það lágt er erlendur gjaldeyrir hlutfallslega dýr en sé það hátt er gjaldeyrir hlutfallslega ódýr.*

### Hvaða áhrif hefur gengi krónunnar á erlend verðbréf?

Erlend verðbréf eru dýr þegar gengi er lágt, rétt eins og allar aðrar innfluttar vörur eru dýrar. Til að kaupa erlend verðbréf þarf fyrst að kaupa erlendan gjaldeyri. Þegar gengið er lágt þarf að láta fleiri íslenskar krónur fyrir hann en gera þyrfti ef gengið væri hærra.

Breytingar á gengi íslensku krónunnar hafa því áhrif á verð og ávöxtun erlendra verðbréfa. Þau eru ódýrari þegar gengið er hátt. Að sama skapi er hagstæðara fyrir eigendur erlendra verðbréfa að selja bréf sín þegar gengið er lágt vegna þess að þeir fá fleiri íslenskar krónur fyrir þau en fengjst ef gengi væri hátt.

Gengi er þannig einn þeirra þátta sem hafa þarf í huga þegar erlend verðbréf eru keypt. Þótt ávöxtun bréfanna sé góð í erlendri mynt geta gengisbreytingar hér heima étið hana upp. Að sama skapi geta breytingar á gengi íslensku krónunnar aukið ávöxtun erlendra verðbréfa svo um munar. Gengisveiflur bætast þannig við hefðbundnar verðsveiflur erlendra verðbréfa og auka enn á áhættu af þeim. Hugsanlegar gengisbreytingar eru þannig meðal þess sem gerir erlend verðbréf áhættusamari en innlend.

Erlendis geta þeir sem fjárfesta í verðbréfum í öðrum löndum í stórum stíl tryggt sig gegn gengisveiflum með afleiðum. Hægt er að gera samning um rétt til að kaupa eða selja erlendan gjaldeyri á ákveðnu gengi eða gera framvirka samninga. Almennig getur þó ekki notað sér þennan möguleika þar sem jafnan er um gífurlega háar upphæðir að ræða í slíkum samningum.

*Afleiðuviðskipti verða heimil hér á landi frá og með áramótum 1995. Þar með er hugsanlegt að stærri fjárfestar noti sér þennan möguleika til að draga úr áhættu af erlendum verðbréfum.*

## Samantekt

Með því að leita út fyrir landsteinana og fjárfesta í erlendum verðbréfum er hægt að auka ávöxtun og jafnvel draga úr áhættu um leið. Framlínan svo-kallaða lengist og möguleikar fjárfesta margfaldast vegna þess að neikvæð fylgni er iðulega milli verðbreytinga erlendra og innlendra skuldabréfa. Þetta er helsta ástæða þess að skynsamlegt er fyrir Íslendinga að fjárfesta í erlendum verðbréfum til viðbótar við íslensk.

Fjárfesting í erlendum verðbréfum er áhættusamari en fjárfesting í innlendum verðbréfum vegna þess að oft eru miklar sveiflur á gengi verðbréfa í kauphöllum erlendis, upplýsingar geta verið af skornum skammti og breytingar á gengi íslensku krónunnar hafa áhrif á ávöxtunina.

Þegar fjárfest er erlendis er því ráðlegast að kaupa hlutdeildarskírteini erlendra verðbréfasjóða sem fylgja vísitölu viðkomandi markaðar. Ástæðan er sú að mjög erfitt er fyrir utanaðkomandi fjárfesta að afla sér betri upplýsinga en heimamenn hafa yfir að ráða, en forsenda þess að ná hærri ávöxtun en markaðurinn í heild er einmitt að hafa betri upplýsingar en aðrir. Verðbréfasjóðir bjóða einnig upp á mikla áhættudreifingu auk þess sem minni kostnaður fylgir kaupum á einingum í þeim en kaupum á einstökum verðbréfum.

Viðskipti með valrétt og framvirk viðskipti eru mikið stunduð erlendis enda gera þau fjárfestum og fyrirtækjum kleift að draga úr áhættu. Afleiðuviðskipti eru leyfð hér á landi frá og með áramótum 1995.