

REALISERT AVKASTNING PÅ STRUKTURERTE SPAREPRODUKTER

- En kritikk av anvendt metode -



**Nils Gunnar Brattlie
Alexander Kleiven
Svein Rune Jordheim**

DnB NOR
Markets

29. juni 2007

1 - Innledning

I siste utgave av økonomitidsskriftet *Dine Penger*¹ blir det rettet krass kritikk mot sammensatte investeringsprodukter slik som bankinnskudd med aksjeavkastning (BMA) og indeksobligasjoner (IO). Det hevdes med fete typer at "*bankene har lurt kundene*", og at "*nye tall fjerner all tvil om garantert sparing*". Grunnlaget for disse påstandene er i hovedsak en ny forskningsrapport² signert Steen Koekebakker og Valeri Zakamouline (KZ) ved Høyskolen i Agder, som har tatt sikte på å måle avkastningen på aksjeindeksobligasjoner (AIO) mot utvalgte alternative investeringsmuligheter i hele og deler av perioden 1997-2007. Aksjeindeksobligasjonene kommer dårlig ut av denne analysen, og forfatterne konkluderer med at "*det er vanskelig å se at dette er et fornuftig investeringsverktøy for noen gruppe av investorer.*"

For å vurdere sannhetsgraden i disse påstandene har vi sett på metodikken som anvendes i KZ, og gjennomført undersøkelser av DnB NOR og Postbankens egne produkter. Vår vurdering er at KZ metodikk har betydelige svakheter; det gjøres irrelevante sammenligninger mellom produkter og referanseindekser, og i den utstrekning resultatene som framkommer kan kalles meningsfylte, er de svært sensitive for valg av periode.

I sum mener vi denne rapporten i liten grad beskriver egenskapene til sammensatte investerings- og spareprodukter, og vi presenterer en metodikk som vi anser for å være langt mer relevant i denne sammenhengen.

2 – Generelt om metodikk og produktutvalg

2.1 – Totalavkastningsmetoden: en lite relevant sammenligning

I sin rapport baserer KZ sine påstander på to forskjellige typer metodikk. I den første delen velger KZ å legge alle produkter i utvalget etter hverandre, slik at produktene i deres utvalg får en total løpetid på 1196,8 år. Tankegangen her er at det i utgangspunktet investeres en sum i produkt 1. Når dette produktet forfaller reinvesteres man det man får igjen i produkt 2, som starter å løpe umiddelbart. Denne prosessen fortsetter helt til siste produkt har forfalt, hvorpå den totale avkastningen annualiseres. Indeksene det sammenlignes med behandles ikke på samme måte; der antas det at man er investert over perioden 1998-2007 i hhv MSCI World³ og den norske tremåneders interbankrenten (NIBOR 3M).

La oss med et enkelt eksempel illustrere hvorfor denne metodikken blir feilaktig. Anta at det eksisterer 2 produkter i utvalget. Det første produktet løper fra $t=0$ til $t=2$, mens det andre produktet løper fra $t=1$ til $t=3$. Begge produktene forfaller med garantiavkastningen på 0%. Benchmarkindeksen derimot, øker med 10% i verdi i første periode, faller deretter med 10% i neste periode, for deretter igjen å øke med 10% i siste periode (illustrert i tabell 1).⁴

¹ Dine Penger, Nr. 6, 2007.

² Koekebakker, S. og Zakamouline, V.: "*Realisert avkastning på garanterte spareprodukter*" (2007). (http://www1.vg.no/uploaded/document//2007/6/14/aio_rapport_historiske_tall_juni_2007.pdf)

³ MSCI World er investeringsbanken Morgan Stanleys globale aksjeindeks, og versjonen som anvendes her er inkludert utbytte og evaluert i norske kroner (NOK).

⁴ Dette er en sterkt forenklet utgave av situasjonen i perioden 1998-2007, sterk økning i perioden 1998-2000 med få produkter i markedet, deretter sterk nedgang i perioden 2000-2003 med mange produkter i markedet,

Konklusjonen dersom man bruker KZs metode vil bli at benchmarkindeksen har vært å foretrekke i perioden (legger man de to produktene etter hverandre over en fireårs periode – to for hvert produkt - vil man totalt få 0% avkastning p.a., mens benchmarkindeksen i treårsperioden gir 2.88% p.a). Ettersom begge produktene hver for seg slår benchmarkindeksen over sin respektive løpetid, og dermed begge ville representert bedre investeringsalternativ enn benchmarkindeksen i "sine" perioder, er det åpenbart at denne metodikken er feilaktig og misvisende.

2.2 – Produktindekismetoden: innvendinger mot metodikk

KZ erkjenner til dels svakheten i sin egen modell og fremhever at *"når vi vurderer mange garanterte spareprodukter med ulik løpetid som strekker seg over ulike tidsperioder, så vil en grundigere vurdering av produktene måtte relateres til benchmarkinvesteringer over samme periode som de ulike produktenes løpetid."* De forsøker igjen med en ny metode der det konstrueres en kunstig produktindeks⁵ med utgangspunkt i gjennomsnittet av alle produkter i markedet i en aktuell periode (basert på en glattet kurve fra forfallsverdi). I praksis fungerer denne type indeks som om det fantes kun ett sammensatt produkt, hvis avkastning i en gitt måned var et likeveid gjennomsnitt av geometrisk månedlig avkastning på samtlige produkter i utvalget som løp i den relevante måneden

Også med denne metoden sammenlignes resultatene med MSCI World og NIBOR-rente, og det vil med KZs metode måtte konkluderes med at benchmarkindeksen ville vært et foretrukket investeringsalternativ (2.88% p.a. mot 0% for produktindeksen, se tabell 1). Dette skjer altså til tross for at begge produktene slår benchmarkindeksen gjennom sin løpetid (0% avkastning for hvert av produktene mot -0.50% p.a. for benchmark over samme periode). Denne metodikken har dermed like åpenbare svakheter som den første.

| | t=0 | t=1 | t=2 | t=3 | Avkastning p.a. | Benchmark i perioden p.a. |
|----------------------|-----|-----|-----|-------|-----------------|---------------------------|
| Benchmark | 100 | 110 | 99 | 108,9 | 2,88 % | |
| Produkt 1 | 100 | 100 | 100 | | 0,00 % | -0,50 % |
| Produkt 2 | | 100 | 100 | 100 | 0,00 % | -0,50 % |
| Produktindeks | 100 | 100 | 100 | 100 | 0,00 % | |

Tabell 1

AIO-indeksen til KZ vil ikke være et mulig investeringsalternativ og er derfor lite relevant som sammenligningsgrunnlag. Dersom man skal investere i en slik indeks må man til

og til slutt sterk økning i perioden 2003-2007 med relativt få produkter i markedet (de fleste vil etter hvert ha forfalt).

⁵ Kalt AIO-indeksen, ettersom utvalget i KZ kun består av aksjeindeksobligasjoner.

enhver tid fordele pengene over alle produkter som er ute i markedet, og endre porteføljesammensetningen hver gang det kommer til eller forsvinner produkter. Dette innebærer at man løpende må kjøpe og selge andeler i produkter (utenom start og sluttidspunktet). Produktindeksen er per definisjon konstruert som en glattet kurve som kun bestemmes fra start og sluttverdi på produktene som inngår, og verdiene underveis vil ikke være omsetningsverdier det går an å handle på.

La oss i et forenklet eksempel se på hvorvidt det er mulig å investere i denne type produktindeks (se Tabell 2). Anta at vi i $t=0$ investerer 100 kroner i Produkt 1, som løper fra $t=0$ til $t=2$. I $t=1$ lanseres imidlertid et nytt produkt, og for å følge indeksen må vi da selge 50% av investeringen vår i Produkt 1 og kjøpe Produkt 2 for disse pengene. Dette innebærer at vi må ha en kjent omsetningsverdi i $t=1$ for Produkt 1. Verdien på 110 i tabellen er en "glattet" verdi som kun er bestemt ut fra forfallsverdien (121 i $t=2$) til produktet, og vi kan ikke uten videre anta at vi kan omsette produktet midt i perioden til en verdi hentet fra den glattede kurven. En mer naturlig antagelse er at vi ikke får solgt Produkt 1 før dette utløper i $t=2$, og vi er dermed ikke i stand til å realisere en investeringsstrategi som følger den konstruerte indeksen.

| | t=0 | t=1 | t=2 | t=3 | Avkastning p.a. |
|----------------------|-----|-----|-------|-------|-----------------|
| Produkt 1 | 100 | 110 | 121 | | 10,00 % |
| Produkt 2 | | 100 | 100 | 100 | 0,00 % |
| Produktindeks | 100 | 110 | 116,5 | 116,5 | 5,22 % |

Tabell 2

2.3 – Produktindeksmetoden: innvendinger mot produktutvalg og tidsrom

Til tross for at vi har tungtveiende innvendinger mot bruken av "produktindeksmetoden" fra KZ, har vi valgt å foreta en lignende indeksanalyse⁶ av egne produkter, ettersom KZs resultater – både numeriske og grafiske – har fått bemerkelsesverdig vid oppmerksomhet både i Dine Penger og andre medier. Denne analysen presenteres i seksjon 3 av denne artikkelen, og viser jevnt over bedre resultater enn de som fremkommer i KZ. Videre fremgår det at konklusjoner fra en slik analyse enkelt kan endres ved å se på alternative (og mer relevante) produktutvalg og tidsrom.

2.4 – Egne beregninger: forutsetninger, utvalg og benchmark

Vi har også foretatt beregninger hvor vi sammenligner hvert produkt med benchmarks over samme periode, noe vi anser for å være den riktige fremgangsmåten i dette spørsmålet. I seksjon 4 presenterer vi resultatene av disse.

⁶ I indekskonstruksjonen har vi ekskludert alle produkter som ble lansert før indeksens startpunkt. En kan ikke tegne seg for sammensatte investerings- og spareprodukter etter at de har startet å løpe, hvilket betyr at en må kalkulere en ny indeks for hver periode en vurderer. KZ tar ikke hensyn til dette, da de virker å ha tatt med produkter fra 1997 i beregningene for indeksen som starter å løpe i januar 1998.

Produktsamlingen vi har hentet utvalg fra i våre analyser består av samtlige løpende og forfalte BMA/IO-produkter fra selskaper i DnB NOR-konsernet. Det første av disse startet å løpe i juli 1997, og konsernet har i skrivende stund produkter som løper til oktober 2013.

Avkastningsberegningene tar ikke hensyn til tegningskostnader, da disse er avhengige av størrelsen på investert beløp. Disse ligger i størrelsesorden 0,1-1,0% p.a. Dersom man skal gjøre en relevant sammenligning med benchmarks, må imidlertid relevante kostnader hensyntas for investeringer i disse også.

Hvert produkt i utvalget vektet likt, og for å gi et riktigere bilde av avkastningen som tilfaller kunden er det tatt hensyn til overkurs⁷ i de produkter hvor dette er benyttet. I de deler av analysen hvor beregningsgrunnlaget inkluderer produkter som ikke ennå har nådd forfallstidspunkt, evalueres disse produktene etter verdiprognose⁸ medio juni 2007, da vi mener dette gir et riktigere bilde av reell verdi enn gjenkjøpsverdien som anvendes i KZ.⁹ I beregningen av løpende produkters månedlige avkastning forutsetter vi for enkelthets skyld at sluttverdien blir uendret fra verdiprognosen inntil forfallstidspunktet (i.e. flat markedsutvikling), noe som vil gi større usikkerhet rundt resultatene jo lenger frem i tid man ser. Alternative antagelser rundt markedsutvikling vil naturligvis affekttere både referanseindeksen og produktindeksen i relevant retning.¹⁰

Til tross for betydelige innvendinger¹¹ anvender vi de samme to referansene som KZ for å vurdere de sammensatte produktene; den norske interbankrenten (NIBOR 3M), og Morgan Stanleys globale aksjeindeks (MSCI World), inkludert utbytte og evaluert i norske kroner (NOK). I tilfellet hvor vi ser på fremtidig utvikling antar vi en gjennomsnittlig NIBOR-rente på 5,65% frem til utgangen av 2008 (dette er et aritmetisk gjennomsnitt av swaprentene på ett- og toårig horisont).

3 – Produktindeksanalyse

3.1 – Produkter med forfall i perioden januar 1998 – juni 2007

Det første periodevalget ligger så tett som mulig opp mot fremgangsmåten i KZ. Her vurderes alle produkter fra DnB NOR-konsernet som har blitt lansert etter januar 1998 og som hadde forfalt innen midten av juni 2007. Sluttverdien av produktindeksen blir 125,77, hvilket gir en årlig geometrisk avkastning på 2,46%.¹² MSCI World gir 5,11% årlig avkastning over hele tidsløpet.

⁷ Overkurs innebærer at investor betaler over par (100) for å kjøpe obligasjonen, mens han typisk er sikret 100 ved forfall. Dette er en mekanisme som gir investor mulighet til å få – mot å betale noe ekstra ved tegning – en høyere eksponering i underliggende marked enn hva som ville vært mulig uten overkurs.

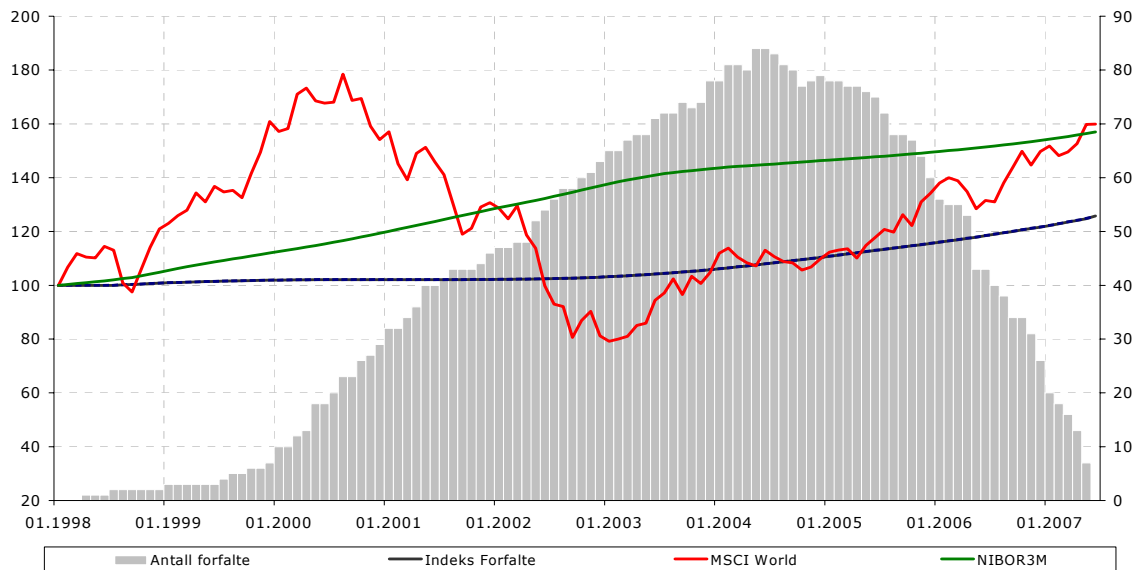
⁸ Verdiprognose er et anslag for hvor produktet vil forfalle dersom underliggende marked ikke beveger seg i verken positiv eller negativ retning frem til forfall.

⁹ Annenhåndsmarkedet for sammensatte investerings- og spareprodukter er generelt begrenset, og videre er det vår oppfatning at produkter av denne typen i hovedsak bør holdes inntil forfallsdato.

¹⁰ Avkastningen er annualisert over hele løpetiden, også over delen frem til forfall der det antas ingen endring i verdiprognose.

¹¹ Det kan stilles berettigede spørsmål rundt anvendelsen av en aksjeindeks som referanse for et produktutvalg som også inneholder valuta- og råvareindekserte elementer, men vi velger her å følge KZ. Videre hensyntar verken MSCI World eller NIBOR kostnader investorer må påregne ved slike investeringer.

¹² Ser vi på den eksakt samme perioden som KZ – altså t.o.m. januar 2007 – får vi en avkastning på 2,00% p.a., hvilket er 51 basispunkter mer enn KZ.

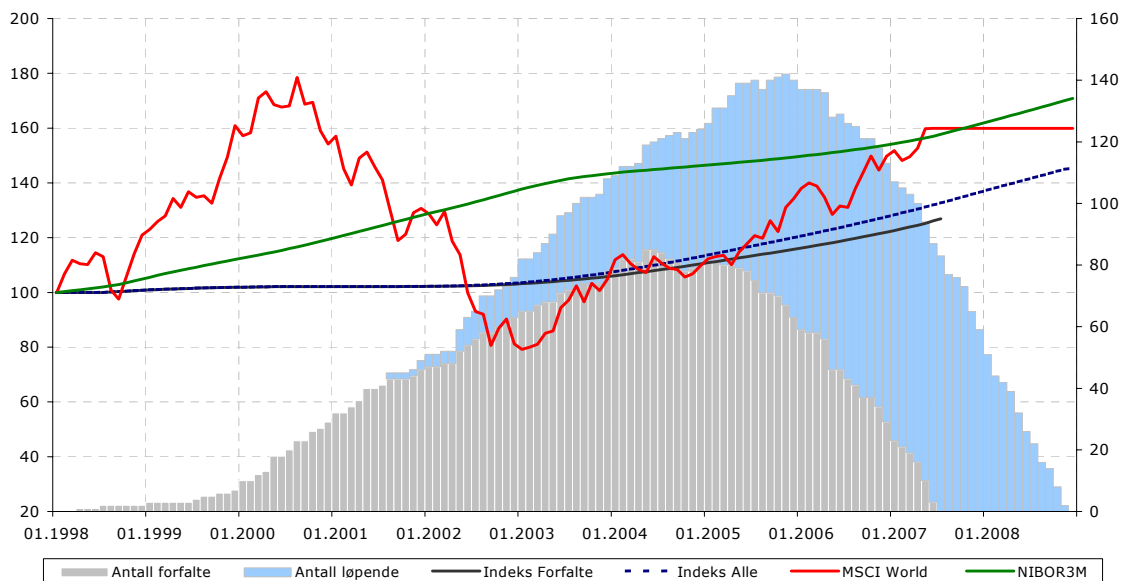


Figur 1

Som vi skal se i den videre gjennomgangen kan produktindeksens tilsynelatende dårlige relative utvikling i stor grad forklares med timing, og vi mener det kan diskuteres hvorvidt produkter fra 1997-98 er relevante for denne type analyse (i den utstrekning en slik analyse i det hele tatt gir mening).

3.2 – Produkter med lansering og forfall i perioden januar 1998 – desember 2008

Vi utvider nå tidsperioden videre ved også å inkludere produkter som forfaller innen utgangen av neste år. Disse evalueres som nevnt ved verdiprognose medio juni 2007 under forutsetningen om at markedene forblir stabile i den mellomværende perioden. I dette scenariet er avkastningen for sammensatte produkter markant høyere – verdien på produktindeksen blir 145,38, hvilket innebærer en årlig avkastning på 3,49%. MSCI World gir på sin side 4,39% p.a., og NIBOR 3M gir 5,03% p.a.

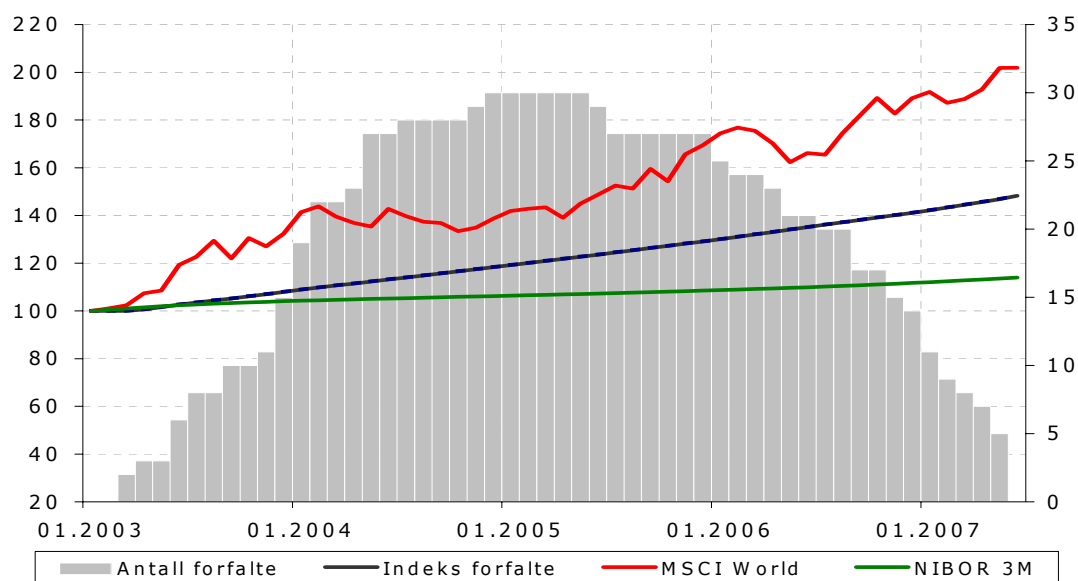


Figur 2

3.3 – Oppgangsmarked: produkter med lansering og forfall i perioden januar 2003 – juni 2007

I sin rapport har KZ også valgt å se på produkter lansert mellom 2003 og 2007, dette for å "undersøke hvor godt investeringsalternativ garanterte spareprodukter er i en oppgangperiode". En hypotetisk investering – vel å merke dersom et slikt produkt fantes - ville ifølge KZ gitt 7,42% årlig avkastning mellom januar 2003 og april 2007, mot 17,28% for MSCI World.

Som parallell til dette har vi undersøkt produkter fra forretningsenheter i DnB NOR-konsernet som ble lansert og som forfalt mellom januar 2003 og juni 2007, og finner sterkere tall for sammensatte produkter enn tilfellet er i KZs artikkel. Ifølge våre data ville vår produktindeks gitt 9,32% årlig avkastning i denne perioden, mot 17,25% for MSCI World og 3,01% for NIBOR 3M.¹³

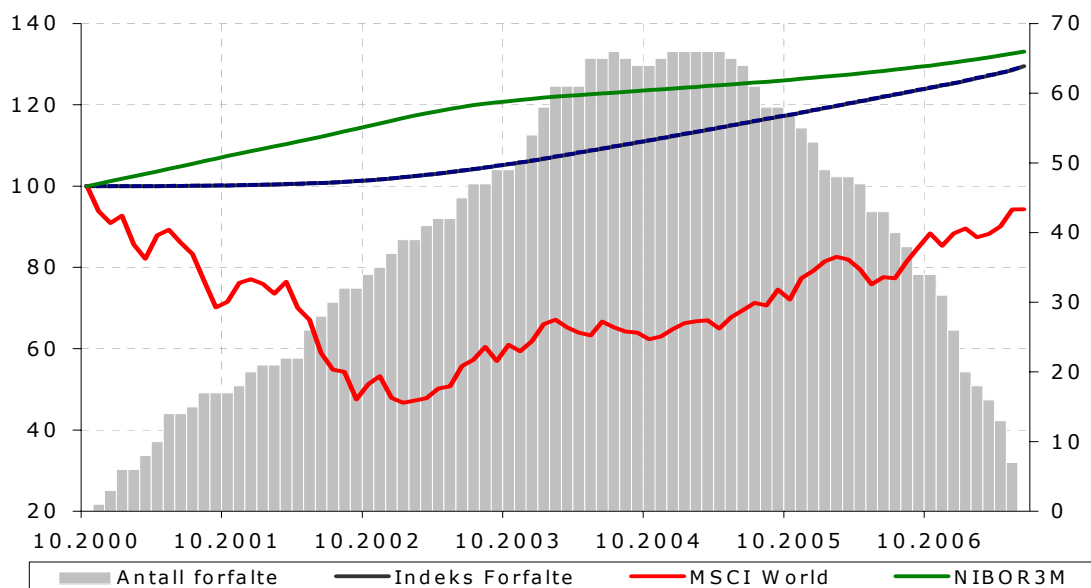


Figur 3

3.4 – Alternative valg av perioder: produkter med lansering og forfall i periodene oktober 2000 – juni 2007 og oktober 2001 – juni 2007

KZ har unnlatt å se på andre underperioder med mindre ensidige bevegelser i aksjemarkedet. Vi mener dette er underlig, ettersom andre periodevalg åpenbart kan gi andre resultater. Ser vi eksempelvis på utviklingen fra børsstoppen høsten 2000 og frem til i dag blir bildet endret i betydelig grad. Eksponering i en produktindeks med produkter som løper mellom oktober 2000 og juni 2007 ville gitt 3,96% årlig avkastning. Plassering til NIBOR 3M ville på sin side gitt en årlig avkastning på 4,38%, mens eksponering i MSCI World i samme periode ville gitt et årlig tap på 0,87%.

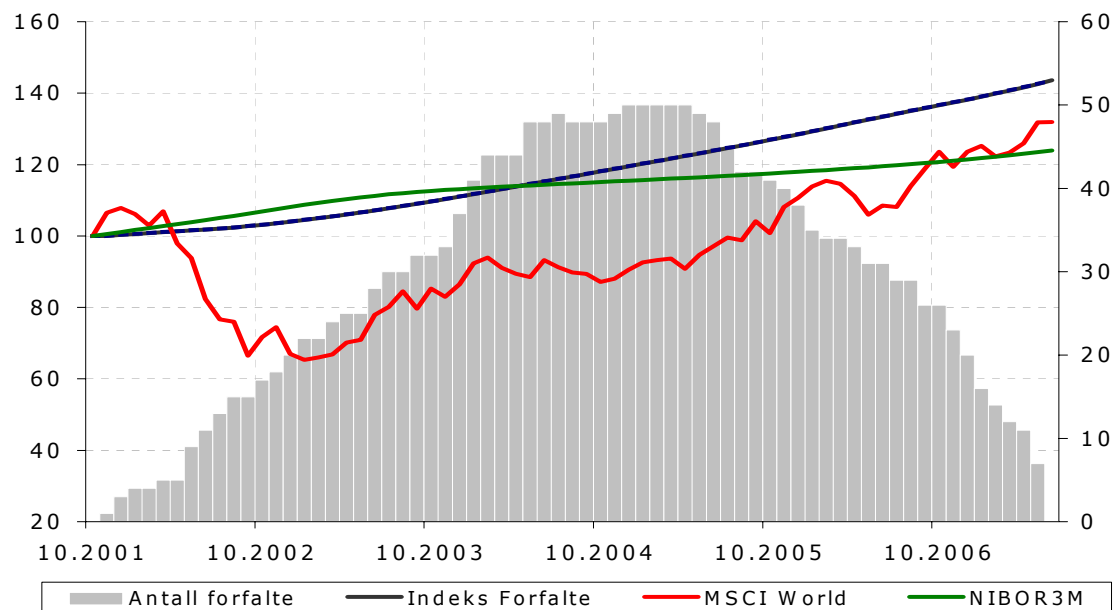
¹³ I motsetning til KZ har vi ikke inkludert løpende produkter i denne beregningen. Bakgrunnen for dette er at vi som nevnt ikke anser gjenkjøpsverdi for å gi et riktig bilde av produktverdien, og dersom verdiprognose skal anvendes må perioden utvides til å omfatte de løpende produktenes fremtidige forfallsdato.



Figur 4

Det ovennevnte utfallet er åpenbart ekstremt – det skal noe til for at en investor i en bred aksjeindeks får negativ avkastning over en syvårsperiode – men er faktisk mer relevant for norske investorer i sammensatte produkter enn om man tar utgangspunkt i disse produktenes oppstartfase i 1997-98. Antallet sammensatte produkter i markedet var begrenset før årtusenskiftet, og i Norge kom langt de fleste investorer i slike produkter først inn når det underliggende markedet nærmet seg vendepunktet. Skal man da legge en produktindeks av type KZ til grunn har mange av disse kommet mye bedre ut av det enn investorer med direkte eksponering i aksjemarkedet.

La oss som en siste eksersis se på resultatene mellom et utgangspunkt cirka halvveis i fallet i MSCI World og frem til i dag. Dette nivået ble nådd etter et år – på høsten 2001 – og på dette tidspunktet var mengden sammensatte produkter i markedet sterkt voksende. Eksponering i en produktindeks fra dette tidspunktet og frem til i dag ville gitt 6,60% årlig avkastning, mot 5,01% i MSCI World og 3,86% ved plassering til NIBOR 3M. I dette tilfellet ville altså garanterte spareprodukter gitt bedre avkastning enn *både* MSCI World og risikofri rente dersom man legger produktindeksmetoden til grunn.



Figur 5

Ved nærmere ettersyn viser det seg faktisk at i hele perioden f.o.m. april 1999 t.o.m. juni 2002 ville det lønnet seg å entre en produktindeks fremfor MSCI World dersom man skulle sitte på posisjonen sin frem til juni 2007.¹⁴ Vi nevner for ordens skyld at det i april 1999 kun fantes seks løpende sammensatte investeringsprodukter fra selskaper i det som i dag er DnB NOR-konsernet, mens de tilsvarende tallene var 16 og 39 henholdsvis ett og to år senere.

Skulle en gjøre en tilsvarende sammenligning mellom en produktindeks og NIBOR ville produktindeksen vært å foretrekke i samtlige måneder f.o.m. januar 2001 til i dag (dersom en skulle holde på investeringen fra kjøpstidspunkt og frem til i dag).

4 – Sammenligning av hvert produkt med benchmark over samme periode

Et essensielt poeng ved komparative studier er å foreta sammenligninger som faktisk er relevante. I klartekst betyr dette at man sammenligner epler med epler og ikke epler med pærer, hvilket oversatt til problemstillingen rundt sammensatte spare- og investeringsprodukter vil si at benchmarkindeksen eller andre relevante investeringsalternativer må sammenlignes over *samme løpetid* som hvert enkelt produkt.

Rent metodisk kan en da se for seg en modifisert variant av KZs første metode, hvor benchmark tidsvektes over samme periode som hvert av de aktuelle produktene i utvalget (illustrert i tabell 2 under.)

¹⁴ Her kalkuleres det som nevnt en ny indeks for hver måned en flytter seg fremover i starttidspunkt, da produkter lansert i mellomtiden ikke kan inkluderes i indeksen (man kan ikke investere i disse etter de starter å løpe).

| | t=0 | t=1 | t=2 | t=3 | Avkastning p.a. |
|--|-----|-----|-----|-----|-----------------|
| Benchmark | 100 | 110 | 99 | | -0,50 % |
| Produkt 1 | 100 | 100 | 100 | | 0,00 % |
| Benchmark | | 100 | 90 | 99 | -0,50 % |
| Produkt 2 | | 100 | 100 | 100 | 0,00 % |
| Produkt 1+2 over 4-års perioden | | | | | 0,00 % |
| Benchmark over 4-års perioden | | | | | -0,50 % |

Tabell 3

Dersom man anvender denne metodikken på DnB NORs produkter som har forfalt frem til midten av juni 2007¹⁵ vil man få 3,19 % p.a. for disse, 2,02% p.a. for MSCI World og 4,10% p.a. for NIBOR. Her er MSCI World og NIBOR - i motsetning til i artikkelen fra KZ - tidsvektet på en måte som gjør en sammenligning relevant, og vi ser at våre produkter kommer langt bedre ut av denne sammenligningen enn den siste tidens mediedebatt skulle forlede en til å tro.

Dersom vi med samme metodikk inkluderer alle DnB NOR-produkter med forfall frem til utgangen av 2008 og bruker de samme forutsetningene som forklart i kapittel 3.1 og 3.2, får vi 5,05% for garanterte spareprodukter, 5,57% for MSCI World og 3,92% for NIBOR-rente.

Vi har også anvendt denne metoden på produkter med både start og forfall mellom januar 2003 og juni 2007. Her gir de garanterte spareproduktene 9,28% årlig avkastning, mot 13,82% for MSCI World og 2,52% for NIBOR. Vi ser altså at de garanterte spareproduktene oppnår en langt større andel av den generelle oppgangen i aksjemarkedet enn hva en finner ved å anvende produktindeksmetoden.¹⁶

Generelt sett vil et garantert spareprodukt som hovedregel komme ut med en avkastning som ligger mellom risikofri rente og avkastningen til det underliggende markedet uten garanti. Dette er verken spesielt overraskende eller oppsiktsvekkende, ettersom man generelt gir avkall på noe av oppsiden for å få garanti mot risiko på nedsiden.

¹⁵ Total løpetid for disse blir 420,1 år.

¹⁶ Det er riktignok på sin plass å understreke at konklusjoner av denne typen kan påvirkes av at det finnes produkter i utvalget som er eksponert i andre aktivaklasser enn aksjer.

5 – Konklusjon

Denne gjennomgangen påpeker flere svakheter i metodikken brukt i artikkelen av Koekebakker og Zakamouline som ifølge Dine Penger og andre medier "beviser" at garanterte spareprodukter har gitt dårlig avkastning sammenlignet med alternative investeringer. Gjennom enkel eksempelbruk viser vi hvordan de ulike metodene i KZ dels baserer seg på irrelevante sammenligninger, og samlet sett resulterer i misvisende og uriktige vurderinger av sammensatte spare- og investeringsprodukter som helhet. I vårt eksempel slår begge de sammensatte produktene benchmarkindeksen hver for seg, mens KZs metodikk konkluderer med det motsatte når de to vurderes samlet (benchmarkindeksen slår AIO-indeksen). Det er derfor vanskelig å se hva denne metodikken skal kunne bevise.

Dersom man for argumentets skyld likevel aksepterer modellen til KZ, viser den seg å være svært sensitiv for utvalget som danner basis for indekskonstruksjonen, og en kan ved enkle tilpasninger av tidsrom illustrere motstridende resultater. Vi mener KZs valg av periode ikke er tilstrekkelig balansert – deres datautvalg inkluderer produkter som ble lansert i 1997-98, en tid hvor det fantes få sammensatte investeringsprodukter i markedet, et ditto begrenset antall investorer i slike produkter og hvor aksjemarkedet befant seg i en teknologibasert vekstbølge. Dersom man derimot starter på tidspunktet hvor investeringsvolumet i sammensatte produkter tok av – hvilket vi mener er et bedre valg – får man et helt annet bilde av situasjonen.

Til sist foreslår vi en alternativ og etter vårt skjønn mer relevant metodikk, hvor produktene og benchmarkindeksene sammenlignes over eksakt samme periode. Med denne metodikken ligger avkastningen for BMA/IO-produkter mellom avkastningen i MSCI World og risikofri rente, hvilket verken er overraskende eller oppsiktsvekkende.

Vi vil gjerne understreke at det er positivt at strukturerte spare- og investeringsprodukter blir gjenstand for akademisk vurdering og analyse, da dette kan bidra til økt oppmerksomhet rundt disse produktenes egenskaper. Vi håper imidlertid at vi med denne artikkelen har påpekt behovet for mer spesifikke produktstudier, hvor produkter kan sammenlignes med referanseindekser som er tidsvektet på samme måte som produktene og som reflekterer deres reelle eksponering.¹⁷

¹⁷ MSCI World er en bred global aksjeindeks, og vil som nevnt tidligere ikke være en tilfredsstillende benchmark for produkter med eksponering mot for eksempel råvarer, valuta og eiendom.