

Svar på DnBNOR markets metodekritikk

Steen Koekebakker, førsteamanuensis
Valeri Zakamouline, førsteamanuensis
Institutt for Økonomi, Universitetet i Agder

Vår rapport ”Historisk avkastning på garanterte spareprodukter” fra juni i år (bearbeidet versjon i dette nummeret) ble i all hovedsak møtt med taushet fra tilbydersiden. Brattelie, Kleiven og Jordheim (BKJ) i DnBNOR markets var alene om ga et tilsvarende svar på vår rapport. Det fortjener DnBNOR markets ros for. BKJ er kritiske til vårt valg av metode, og foreslår et alternativ. Desverre synes DnBNOR markets’ alternative metode uegnet til å vurdere historisk avkastning på garanterte spareprodukter. Vi fastholder vår metode. I denne artikkelen diskuterer vi vår metode og sammenholder den med metoden foreslått av BKJ. Kort oppsummert er DnBNORs metode upassende for investorer med lang investeringshorisont, den tilsier en vilkårlig tidsvarierende eksponering mot benchmark, og avkastningen vektet over tid i henhold til hvor mange produkter som til enhver tid tilbys i markedet.

1. Hvordan måle historisk avkastning for garanterte spareprodukter?

Vi ønsker å sammenligne vår og DnBNOR markets metode for måling av historisk avkastning. Da er det nyttig med litt algebra. La P_0 representere verdien til et garantert spareprodukt ved lanseringstidspunkt (tidspunkt 0), og la P_t være verdien ved forfall. Anta for enkelthet skyld at t er målt i år. Totalavkastningen, r_{tot} , for ett enkelt produkt er gitt ved

$$r_{tot} = \frac{P_t - P_0}{P_0} - 1. \quad (1)$$

Sammenhengen mellom totalavkastningen og den periodevise (geometriske) avkastningen, r_p , er gitt ved

$$(1 + r_p) \times (1 + r_p) \times \dots \times (1 + r_p) = (1 + r_{tot}), \quad (2)$$

som kan beregnes

$$r_p = (1 + r_{tot})^{\frac{1}{t}} - 1. \quad (3)$$

Årlig geometrisk avkastning er beregnet med utgangspunkt i start- og sluttverdien for et gitt produkt. Dersom vi kan observere markedsverdien for produktet hver periode, kan vi beregne periodeavkastningen ved

$$r_j = \frac{P_j - P_{j-1}}{P_j} - 1, \quad (4)$$

for $j=1, \dots, t$. Med denne informasjonen har vi følgende sammenheng mellom totalavkastningen og periodeavkastningene

$$(1 + r_1) \times (1 + r_2) \times \dots \times (1 + r_t) = (1 + r_{tot}). \quad (5)$$

Felles mål for oss og BKJ er å sammenligne historisk avkastning til garanterte spareprodukter med alternative investeringer i for eksempel aksje- og obligasjonsmarkedet. Men vi benytter forskjellig metode. Vår metode blir kraftig kritisert av BKJ:

”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...” DnBNOR markets (2007).

Nedenfor beskriver og analysere vi de to metodene.

Koekebakker/Zakamouline: Epler-med-pærer?

Historisk prisutvikling for en aktivklasse (for eksempel aksjer) representeres typisk ved indekser (se for eksempel kapittel 5 i Bodie et al. (2007) for en standard lærebokfremstilling).¹ For å kunne sammenligne investeringer i garanterte spareprodukter med alternative investeringsmuligheter i løpet av en tidsperiode konstruerer vi en indeks fra historisk avkastning, slik at historisk avkastning for garanterte spareprodukter enkelt kan sammenlignes med for eksempel investeringer i aksjer, obligasjoner etc. AIO-indeksen, I_t , består av et likeveid gjennomsnitt av alle produkter på et gitt tidspunkt t . Avkastningen for indeksen i løpet av en enkelt periode (måned) vil da være gitt ved et gjennomsnitt av avkastningen til de enkelte produkter i den aktuelle perioden. La oss anta at det finnes n produkter i markedet fra tidspunkt $j-1$ til tidspunkt j . Da vil prisutviklingen på en slik indeks være gitt ved

$$I_j = I_{j-1} (1 + r_j^{AIO}) \quad (6)$$

hvor

$$r_j^{AIO} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n r_j^i. \quad (7)$$

Her representerer r_j^i avkastningen på produkt i for periode j (se ligning (2)). Forskjellen fra vår indeks, og en hvilken som helst annen verdipapirindeks, er utskiftningshyppigheten. Et produkt inngår i indeksen i dets løpetid (som er kort relativt til levetiden til en aksje, for eksempel). Dermed må en investor som ønsker å realisere avkastningen som AIO-indeksen gjenspeiler, reallokere kapitalen (likt) mellom alle produktene i hver periode. For å realisere

¹ Indekser er konstruert i de aller fleste markeder. I DnBNOR markets prospekter finner vi igjen indekser som viser historisk avkastning i valuta, hedgefond, private equity etc.

avkastningen på en (likeveiet) aksjeindeks er det typisk få utskiftninger, slik at en kjøp-hold strategi (i all hovedsak) vil realisere indeksavkastningen.

Dersom det eksisterer et likvid annenhåndsmarked for garanterte spareprodukter, kan indeksen enkelt kalkuleres fra markesprisene, og likedan den periodevise avkastningen for hvert enkelt produkt som inngår i indeksen. Om vi videre ser bort fra transaksjonskostnader kan indeksavkastningen realiseres. Dersom det ikke eksisterer et annenhåndsmarked, kan man kun observere emisjonsprisen og forfallsprisen (og dermed totalavkastningen). I vår analyse er dette all informasjonen vi benytter. Vi konstruerer derfor månedlig avkastning per produkt hvor vi setter

$$r_j^i = r_p^i, \quad (8)$$

hvor r_p^i er gitt i ligning (2). Det vil si at verdien til en rekonstruerte indeks ikke representerer reelle verdier i perioden $j = 1, \dots, T - 1$ (selv om avviket fra virkelig verdi over tid ikke er svært stor). Om indeksen presenteres i et tidsplot, vil den fremstå glattere enn den i virkeligheten er. Det er viktig å understreke at start- og sluttverdien for en illikvid og en likvid indeks er identisk. Slik at historisk avkastning er den samme uavhengig av hvor likvide produktene er, da totalavkastningen til de enkelte produkter er uavhengig av likviditeten i levetiden.

De enkelte produktenes illikviditet er BKJs hovedankepunkt mot vår metode. Vi kommenterer likviditetsargumentet senere. Illikviditet vanskeliggjør en handlestrategi som kan realisere indeksavkastningen. Denne avkastningen blir derfor illusorisk i følge DnBNOR markets. DnBNOR markets foreslår en annen slags indeks som et annet mål på historisk avkastning. Men deres metode representerer ikke en realiserbar handlestrategi, selv om de hevder noe annet, selv ikke med perfekt likvide produkter. Men det er ikke vår hovedinnvending mot metoden deres, som presenteres nedenfor.

DnBNOR markets: Epler-med-epler?

BKJ tenker seg at de kjøper produkt 1, verdien ved forfall for produkt 1 investerer så i produkt 2, verdien ved forfall for produkt 2 investerer så i produkt 3, etc. La oss anta at det i løpet av en lang periode er lansert og forfalt k produkter. Anta videre at hvert produkt har løpetid på l år. La summen av alle løpetidene være gitt ved L . DnBNOR markets regner så ut følgende avkastningsstørrelse:

$$\left(1 + r_{tot}^1\right) \times \left(1 + r_{tot}^2\right) \times \dots \times \left(1 + r_{tot}^k\right) = \left(1 + R_{tot}\right), \quad (9)$$

og historisk (geometrisk) avkastning gitt ved

$$R_p = \left(1 + R_{tot}\right)^{\frac{1}{L}} - 1 \quad (10)$$

Merk at dette kun er en investerbar strategi dersom ingen av produktene overlapper hverandre. Det ene produktet forfaller samtidig med at det neste lanseres. Men i et slikt spesialtilfelle vil BKJs metode være identisk med vår.

Hva kan man så sammenligne en slik størrelse med? Vanlige indekser kan ikke brukes som benchmark (siden produktene i stor grad overlapper hverandre). Tradisjonelle indekser er basert på en enkel re-investeringsstrategi; verdien av en portefølje i en periode reinvesteres i neste (kjøp-hold strategi). BKJ løser sammenligningsproblematikken ved å konstruere en type benchmark produkter. Benchmark stykkes opp i tidsintervaller som korresponderer eksakt med det enkelte produkt. Videre beregnes geometrisk avkastning på den alternative handlestrategien. Totalavkastningen for investeringsstrategien i benchmark er altså gitt ved (10) og (11) over, men avkastningen på det enkelte produkt er byttet ut med avkastningen på en tilsvarende investeringsstrategi i benchmark.

Noen enkle eksempler

Fra konklusjonen i rapporten til BKJ finner vi:

”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.”
DnBNOR markets (2007).

Vi tar utgangspunkt i BKJs gjennomgangseksempel (senere utvider vi dette litt), for å sammenligne BJKs ”epler-med-epler” metodikk med vår ”epler-med-pærer” metodikk. BJK presenterer et eksempel med 2 delvis overlappende produkter, som hver for seg slår benchmark. Eksempelet er gjengitt i tabell 1.

	$t=0$	$t=1$	$t=2$	$t=3$
Benchmark	100	110	99	108.9
Produkt 1	100		100	
Produkt 2		100		100

Tabell 1: Prisutvikling i underliggende benchmark og to garanterte spareprodukter

Eksempelet viser følgende prisbevegelse i benchmark; +10% i år 1, -10% i år 2 og +10% i år 3. Første produkt lanseres på tidspunkt $t=0$ og forfaller på tidspunkt $t=2$, det andre lanseres på tidspunkt $t=1$ og forfaller på tidspunkt $t=3$. Begge produktene er to-årige. Dette er gjennomgangseksempel i DnBNOR markets (2007).

I dette og etterfølgende eksempler er vi og BKJ enige i at avkastningen på en investering i de garanterte produktene i perioden er 0%, da alle produkter forfaller verdiløse. Men måten vi kommer frem til 0% avkastning er litt forskjellig.

”Epler-med-pærer” produktavkastning:

$$\left((1 + 0\%) \times \left(1 + \frac{1}{2}(0\% + 0\%) \right) \times (1 + 0\%) \right)^{\frac{1}{3}} - 1 = 0\% .$$

Vi har null prosent avkastning i periode 1. I periode 2 fordeles kapitalen mellom de to produktene til en gjennomsnittlig avkastning på 0% og i tredje periode gir produkt 2 også 0%.

BKJ kommer frem til samme sluttresultat på følgende måte:

$$\text{''Epler-med-epler'' produktavkastning: } \left((1 + 0\%) \times (1 + 0\%) \right)^{\frac{1}{2+2}} - 1 = 0\% .$$

Uenigheten fremgår tydeligere når denne avkastningen skal vurderes i forhold til alternativavkastningen vi kunne fått ved å investere i benchmark.

$$\text{''Epler-med-pærer'' benchmark: } \left(1 + \frac{108.9 - 100}{100} \right)^{\frac{1}{3}} - 1 = 2.88\% .$$

Vår metode resulterer i en 0% avkastning for produkt (indeksen) må sammenlignes med 2.88% stigning i benchmark i perioden.

$$\text{''Epler-med-epler'' benchmark: } \left(1 + \frac{99 - 100}{100} \right) \times \left(1 + \frac{108.9 - 110}{110} \right)^{\frac{1}{2+2}} - 1 = -0.5\%$$

Siden avkastningen på 0% i de garanterte produktene er bedre enn en -0.5% avkastning på benchmark, er de garanterte produktene å foretrekke i følge BKJ. Til tross for at benchmark åpenbart gir en verdistigning på 2.88% i hele perioden! BKJ skriver avslutningsvis:

''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.'' DnBNOR markets (2007).

Det er nærliggende å spørre seg hva dette moteksempelet skal bevise? ''Epler-med-epler'' benchmarken er åpenbart ikke relevant for en langsiktig investor som har en investeringshorisont på 3 perioder (eller mer). I så fall er det sluttresultatet som er interessant, ikke det faktum at hvert produkt slår benchmark. Vi vil senere diskutere de økonomiske implikasjonene av DnBNOR markets metode, men først presenterer vi et annet talleksempel.

I tabell 2 har vi endret litt på prisutviklingen i underliggende benchmark. Nå har vi gjort utslagene kraftigere, første året stiger benchmark 20%, etterfulgt av et fall på 20% og tilslutt en oppgang på 25%. Produktsammensetning er den samme som i forrige eksempel.

	$t=0$	$t=1$	$t=2$	$t=3$
Benchmark	100	120	96	120
Produkt 1	100		100	
Produkt 2		100		100

Tabell 2: Prisutvikling i underliggende benchmark og to garanterte spareprodukter

$$\text{''Epler-med-pærer'' benchmark: } \left(1 + \frac{120 - 100}{100} \right)^{\frac{1}{3}} - 1 = 6.27\% .$$

$$\text{''Epler-med-epler'' benchmark: } \left(1 + \frac{96 - 100}{100}\right) \times \left(1 + \frac{120 - 120}{120}\right)^{\frac{1}{2+2}} - 1 = -1.02\%$$

Eksempelet viser både et mer volatilt marked, og et marked som stiger mer i løpet av hele perioden. Men sammenlignet med det foregående eksempelet viser "epler-med-epler" metoden at nå er 0% avkastning relativt sett (-1.02% versus -0.5%) til tross for at benchmark totalt sett viser sterkere stigning (6.27% versus 2.88%).

La oss til sist utvide dette eksempelet med ett ekstra produkt. Benchmarkutviklingen beholdes fra tabell 2, men nå antar vi at det legges ut 2 produkter på tidspunkt 0, og kun ett produkt på tidspunkt 1. Dette er gjengitt i tabell 3.

	$t=0$	$t=1$	$t=2$	$t=3$
Benchmark	100	120	96	120
Produkt 1	100		100	
Produkt 2	100		100	
Produkt 3		100		100

Tabell 3: Prisutvikling i underliggende benchmark og tre garanterte spareprodukter

Vi har:

$$\text{''Epler-med-pærer'' benchmark: } \left(1 + \frac{120 - 100}{100}\right)^{\frac{1}{3}} - 1 = 6.27\%$$

"Epler-med-epler" benchmark:

$$\left(1 + \frac{96 - 100}{100}\right) \times \left(1 + \frac{96 - 100}{100}\right) \times \left(1 + \frac{120 - 120}{120}\right)^{\frac{1}{2+2+2}} - 1 = -1.35\%$$

Vi ser at vår benchmark ikke påvirkes av antall produkter som lanseres på et gitt tidspunkt. Men nå viser "epler-med-epler" benchmarken en forverring fra -1.02% til -1.35%. Vi ser at "epler-med-epler" benchmarken er en type volum-veid indeks. Den varierer i henhold til hvor mange produkter som til enhver tid lanseres i markedet. Om vi antar at n produkter lanseres på tidspunkt 0, i tillegg til det ene som lanseres på tidspunkt 1, kan "epler-med-epler" benchmarken skrives som:

"Epler-med-epler" benchmark:

$$\left(1 + \frac{96 - 100}{100}\right)^n \times \left(1 + \frac{120 - 120}{120}\right)^{\frac{1}{2 \times n + 2}} - 1$$

Setter vi eksempelvis $n=5$, blir resultatet -1.69%. Vi ser her at garanterte produkter, i følge "epler-med-epler" benchmarken, relativt sett gjør det bedre (benchmarken blir mer negativ), jo flere produkter som lanseres i en nedgangsperiode.

Hva går galt i "epler-med-epler" metoden?

Argumentasjonen til BJK virker jo besnærende. I eksempelet som lanseres slår jo de garanterte produktene markedene i "sine" underperioder (jfr. tabell 1). Hva er det da som gjør at metoden gir så paradoksale resultater? Svaret ligger hovedsakelig i den kunstige avkastningsberegningen som "epler-med-epler" benchmarken forefekter. Man deler opp benchmark i stykker i tråd med løpetidsstrukturen i markedet. Den totale geometriske avkastningen for alle stykkene kan i prinsippet være frikoblet fra benchmarkutviklingen i perioden. Videre, benchmarkavkastningen impliserer en markedstiming diktert av produktstrukturen som til enhver tid finnes i markedet (jfr. forskjellen i benchmarkavkastning i tabell 2 og 3). Benchmarkavkastningen i tabell 3 er mer dominert av nedgangen i begynnelsen av perioden enn oppgangen i slutten av perioden, siden det er flest produkter i begynnelsen av perioden. Dersom DnBNOR markets overfører denne tanken om volumveid avkastning til for eksempel Oslo børs, så må altså dager med høy omsetning veie tyngre enn dager med lav omsetning. Dette er utradisjonelt, og det er litt usikkert hva et slikt volumveid gjennomsnitt skal brukes til. Oppsummert kan vi si at "epler-med-epler" metoden:

1. Er en ikke-investerbar strategi dersom produktene har overlappende levetid. Dette gjelder uansett om produktene er likvide.
2. Benchmarkavkastningen er volumveid og dermed uegnet for sammenligning med andre investeringer over tid
3. Er spesielt uegnet for investorer med lang investeringshorisont

Hovedproblemet med metoden til DnBNOR markets er at investorens målsetning snus på hodet. I stedet for å starte med en fornuftig spare- og investeringsstrategi (for eksempel kjøp-hold i aksjer, obligasjoner etc.), og så sammenligne investeringer i garanterte spareprodukter mot en slik strategi, velger DnBNOR markets å starte med de garanterte spareproduktene, og så måle en slags benchmarkavkastning konstruert på bakgrunn av de garanterte spareproduktene. Vi skal se at det gir dramatiske utslag i vårt datasett i seksjon 3. Men først kommenterer vi likviditet- og utvalgskritikken i rapporten til DnBNOR markets.

2. Investerbar benchmark og valg av periode

Etter den skarpe kritikken fra DnBNOR vedrørende vårt valg av metode, forsøkte vi å finne tilsvarende studier og alternative metodevalg. Vi fant kun én undersøkelse av avkastning til garanterte spareprodukter over tid. Studien er gjennomført av Handelsbanken markets for et utvalg bestående av deres egne produkter. I artikkelen "Aktieindexobligasjoner – Tre studier av avkastning og risk" belyser Edlund, Eriksson, Iwarson og Sjögemark avkastningen over tid for garanterte spareprodukter. De skriver:

"I syfte att göra jämförelser med alternativa tillgångar konstruerar vi ett likaviktat index av aktieindexobligationerna ("AIO Index"). I jämförelsen använder vi totalavkastande OMX ("OMX TR"), konstruerat så att OMX (prisindex) justerats för reinvesterade löpande utdelningar. Det andra jämförelseindexet är totalavkastande MSCI World vilket används eftersom de flesta aktieindexobligationer emitteras med en bred exponering mot aktiemarknader över hela världen." p. 6 Handelsbanken (2004)

De konstruerer altså en AIO-indeks identisk med vår. Eneste forskjell i fremgangsmåte fra vår studie er at de også har med den svenske indeksen som benchmark.² I vår studie ville AIO-indeksen kommet enda dårligere ut om sammenligningsgrunnlaget hadde vært Oslo Børs.

² Vi bifaller ikke med dette hele artikkelen til Edlund et al. (2004). Deres artikkel er delt i 3 ulike studier, og spesielt de 2 siste virker noe underlige, og da spesielt bruken av Sharpe ratio.

Handelsbanken stiller daglige kjøps- og salgspriser på alle sine produkter. Det vil si at deres indeks er i prinsippet investerbar, siden en investor kan kjøpe og selge deres AIO'er før forfall på samme måte som aksjer (transaksjonskostnadene ved rebalansering ville dog bli høye).

Dersom det ble stilt daglige priser på alle produkter i det norske markedet synes en slik AIO-indeks ukontroversiell. Da vil en AIO-indeks kunne sammenlignes med en hvilken som helst annen aksjeindeks. DnBNOR markets hevder altså at det er mer realistisk å anta fullstendig illikviditet (man må sitte på produktet til forfall). Likviditetsargumentet er merkelig av minst to grunner. For det første, annenhåndsmarkedet i Norge er tross alt ikke fullstendig illikvid. På hjemmesiden til DnBNOR markets finner vi:

"Annenhånds omsetning

DnB NOR Markets vil ved forespørsel stille kjøpskurser og, hvis mulig, salgskurser under indeksobligasjonens/BMA'ens løpetid. Normal oppgjørstid for obligasjoner er tre børsdager."

"Børsnotering og kursutvikling

De fleste av DnB NORs indeksobligasjoner er notert på Oslo Børs (se oversikt over løpende lån)."

I Norge stiller også Orkla Finans daglige kurser og Nordea stiller kjøps- og salgskurser på sine produkter³. Nordea reklamerer sogar på nettsidene sine med: *"Ingen bindingstid - kan omsettes når som helst i annenhåndsmarkedet"*. Virkeligheten synes å ligge et sted i mellom perfekt likviditet og fullstendig illikviditet.

For det andre, og kanskje viktigere, illikviditet oppfattes vanligvis som en kostnad for investoren. Vår AIO-indeks gav 1.49% p.a. over perioden 1998-2007 for forfalte produkter. Siden vår indeks er konstruert ex post kan vi slå fast at dersom disse produktene hadde vært perfekt likvide ville AIO-indeksen også i dette tilfellet gitt 1.49% p.a. Et likviditetsargument kan da fremføres på følgende måte: *"Grunnen til AIO-indeksen har gitt en såpass høy avkastning (1.49% p.a uten transaksjonskostnader) i løpet av niårsperioden skyldes både en generell markedsoppgang i tillegg til en ikke ubetydelig likviditetspremie for disse produktene. Likviditetspremien er grunnen til at disse produktene er såpass billige"*. Ved full likviditet ville vår AIO-indeks vært investerbar. Det virker da noe besynderlig at BKJ bruker illikvide produkter som et argument for at historisk avkastning (relativt sett) har vært atskillig høyere enn våre beregninger viser.

Vi blir også kritisert for valg av periode. Fra konklusjonen i BKJs rapport finner vi:

"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." DnBNOR markets (2007).

Vårt valg av periode er 1998-2007 fordi våre data dekker denne perioden. Vi er enig i at perioden er spesiell. Først en solid oppgang, så en svært kraftig nedgang i perioden 2000 – 2003, etterfulgt av en kraftig oppgang i siste del av perioden. Avkastningen for MSCI world i løpet av hele ni-års perioden er lav i historisk sammenheng. Det er klart at produkter som er avhengig av kursoppgang for å oppnå positiv avkastning, nødvendigvis vil gi lav avkastning i

³ Nordea hevder at kursene må oppfattes som indikative, og at kunder som henvender seg til Nordea for å selge typisk oppnår en høyere pris enn angitt på web.

en slik periode. Man må være forsiktig med å trekke bastante konklusjoner fra lav avkastning alene. På den andre side, i nedgangstider er det ikke så lett å vurdere garanterte spareprodukter. I en nedgangsperiode vil forsikringselementet slå inn. Men en nedgangsperiode forteller oss ikke noe om hvor stort avkastningspotensiale som ligger i opsjonselementet for produktet. Nettopp derfor vurderte vi perioden 2003 – 2007 isolert. For å undersøke oppsidepotensialet for produktene (både forfalte og levende produkter). Men vi er uenige med BKJ som hevder at tidsrommet 2000 – 2007 er mer relevant for norske investorer, fordi det i denne perioden ble lansert flest produkter. Dette synes å være et upassende argument. I vårt utvalg av AIO'er er det ca. 50 produkter utestående i 2000, og dette tallet øker til ca. 230 midtveis i 2003. Vi er interessert i å måle avkastningen over tid, og da er, i følge vår metode, 50 produkter i 2000 like interessante som 230 produkter i 2003. Det virker noe underlig at DnBNOR markets mener man skal vurdere avkastning over tid basert på når DnBNOR (og andre utstedere) lanserer nye produkter i markedet.

3. En ny kikk på de historiske tallene

La oss nok en gang se på de historiske tallene. Vårt utvalg består av 266 aksjeindeksobligasjoner lansert og forfalt i perioden 1998 – 2007. Vi presenterer også tall for oppgangsperioden 2003-2007 isolert. Resultatene presenteres i tabell 4.

	”Epler-med-pærer”	”Epler-med-epler”
Periode: 1998-2007 (266 produkter)		
Avkastning garanterte spareprodukter	1.49 %	1.81 %
Avkastning MSCI	5.11 %	-1.65 %
Avkastning NIBOR	5.17 %	4.78 %
Periode: 2003-2007 (32 produkter)		
Avkastning garanterte spareprodukter	7.83 %	7.44 %
Avkastning MSCI	18.44 %	14.03 %
Avkastning NIBOR	3.02 %	2.47 %

Tabell 4: Epler eller pærer? 2 metoder for måling av historisk avkastning

Resultatene for vår ”epler-med-pærer” benchmark er gjengitt i øverste venstre kolonne. AIO-indeksen stiger i løpet av hele perioden med 1.49% p.a., mot 5.11% for MSCI og 5.17% for NIBOR. Det samme datasettet er analysert med DnBNOR markets’ metode. Resultatene er gjengitt i øvre høyre kolonne. DnBNOR markets’ ”epler-med-epler” metode viser at produktene gir 1.81% p.a. Dette er noe høyere sammenlignet med ”epler-med-pærer” metoden. Det mest iøynefallende med tabellen er at benchmarkavkastningen, i følge ”epler-med-epler” metoden, er -1.65%. I følge målemetoden til DnBNOR markets har garanterte spareprodukter slått en benchmarkavkastning i MSCI. Dette til tross for MSCI har steget 5.11 % p.a. i løpet av perioden! Her ser vi konsekvensen av metoden til BKJ. Det ble lansert en masse produkter i en periode hvor vi opplevde en solid markedskorreksjon. Benchmarkavkastningen synker da i takt med antall produkter som lanseres (jfr. eksempel i tabell 3). ”Epler-med-epler” metodikken anvendt på et bankinnskudd (NIBOR) gir også en lavere avkastning enn en kjøp-hold strategi i NIBOR. Her ser vi samme fenomen, et økende antall produkter og en fallende rente i løpet av perioden kombinert med en volumveid benchmark.

Vi har også isolert perioden 2003-2007. Her har vi kun tatt med produkter som er lansert og forfalt i perioden etter mal av DnBNOR markets (2007). Igjen er det ikke mye forskjell på avkastningsmålet for produktene. Men mens MSCI har steget 18.44% p.a. i perioden, viser

den volumveide epler-med-epler metoden at den korrekte alternativavkastningen er på 14.03%. Vår metode, som vi står fast ved, viser altså at de garanterte spareproduktene gir en mye lavere andel av en børsoppgang enn det DnBNOR markets hevder. I en periode med ekstraordinær høy avkastning gir disse produktene en avkastning (før transaksjonskostnader) som kun ligger 5 prosentpoeng over NIBOR (i underkant av 50% av oppgangen i MSCI).

4. Konklusjon

DnBNOR markets kritiserer vårt valg av metode ved analyse av historisk avkastning for garanterte spareprodukter. De hevder at vi sammenligner epler med pærer, og de forslår en alternativ metode som sammenligner epler med epler. De fortjener ros for innsatsen, men dessverre gir deres metode en del underlige utslag. Det kan synes som at DnBNOR markets ikke fullt ut gjennomskuet alle implikasjoner av den foreslåtte metoden. Et resultat er at attraktiviteten til garanterte spareprodukter øker i takt med antall produkter som lanseres i en nedgangsperiode. En standard kjøp-hold strategi i for eksempel aksjemarkedet kan ikke brukes som benchmark. Hovedproblemet med metoden til DnBNOR markets er at den snur investorens sparemål på hodet. I stedet for å starte med en fornuftig spare- og investeringsstrategi (for eksempel kjøp-hold eller månedlig sparing), og så sammenligne garanterte spareprodukter mot en slik strategi, velger DnBNOR markets å starte med de garanterte spareproduktene, og så måle en slags benchmarkavkastning konstruert på bakgrunn av løpetiden til produktene. En kjøp-hold strategi kan ikke benyttes som sammenligningsgrunnlag for garanterte spareprodukter, da gjør man seg skyldig i ”epler-med-pærer sammenligning”. Vi er uenig i at vår metode ikke kan benyttes i en komparativ analyse av garanterte spareprodukter og alternative investeringsstrategier. Og tallmaterialet presentert her tyder på at disse produktene verken er epler eller pærer, men snarere sitroner.

Referanser

Bodie, Kane, Marcus, 2007, Investments, 7th edition, McGraw-Hill.

Campbell, J. Y, og Viceira, L. M., 2002, Strategic asset allocation – Portfolio choice for long-term investors, Oxford University Press.

DnBNOR markets, 2007, Realisert avkastning på strukturerte spareprodukter – En kritikk av anvendt metode. Forfattere: Nils Gunnar Brattlie, Alexander Kleiven, Svein Rune Jordheim.

Handelsbanken capital markets, 2004, Aktieindexobligasjoner – Tre studier av avkastning och risk. Forfattere: Fredrik Edlund, Lars Eriksson, Torbjörn Iwarson , Pär Sjögemark.

Koekebakker, S., og Zakamouline, V., 2007, Historisk avkastning på garanterte spareprodukter, Arbeidsnotat.