

Oljefondet kan spare penger

Rebalansering av en portefølje bør skje til ytterpunktet av et intervall, og ikke helt til midtpunktet. Mange investorer gjør annerledes.

Mange investorer ønsker en blandet portefølje der de ulike komponentene er nær bestemte vekter (andeler), f.eks. 50 prosent aksjer, 30 prosent obligasjoner og 20 prosent i bank. Hvis en del av porteføljen faller i verdi, må man derfor kjøpe mer av denne delen for å beholde vektene man ønsker. Dette kalles rebalansering av porteføljen. Her skal vi drøfte hvordan dette kan gjøres best mulig.

En mulighet er å kjøpe og selge verdipapirer hele tiden, for å holde akkurat de vektene man ønsker. Dette er den optimale strategien dersom det ikke er kostnader ved å handle verdipapirer.

I praksis er det imidlertid slike kostnader. Da er denne strategien ikke lenger optimal. Hvis målsetningen er å ha 50 prosent aksjer, er det neppe så viktige om vi istedenfor har 49 prosent. Hvis man handler seg tilbake til 50 prosent hver gang det er små avvik, blir det ofte handel og dermed betydelige kostnader ved rebalanseringen.

Vanligvis er det slik at ulempen ved avviket vokser mer enn proporsjonalt med størrelsen på avviket. Investoren taper dermed mer ved å bevege seg fra 46 til 45 prosent enn fra 50 til 49 prosent. Da er det optimalt å ha et intervall rundt den ønskede vekten, slik at man ikke handler så lenge den faktiske vekten er innenfor intervallet. Hvis vekten beveger seg utenfor intervallet, bør man imidlertid rebalansere porteføljen til kanten av intervallet. Se figuren. Størrelsen på intervallet bestemmes av punktet der transaksjonskostnadene er



Oljefondet, her ved administrerende direktør Yngve Slyngstad, rebalanseres til strategiske vekter når vektene avviker fra de optimale vektene med over fire prosentpoeng. I dagens oljefond medfører det at man over en kort periode må handle for omtrent 280 milliarder kroner. Oljefondet ble rebalansert i 2003, 2009 og 2013. Foto: Elin Høyland

Forskning viser at ... Helge Holden Lars Holden



Forskningen

Hvem: Holden, Helge; Holden, Lars.
Hva: Optimal rebalancing of portfolios with transaction costs.
Hvor: Stochastics: An International Journal of Probability and Stochastic Processes. 85(3) pp 371-394. 2013.

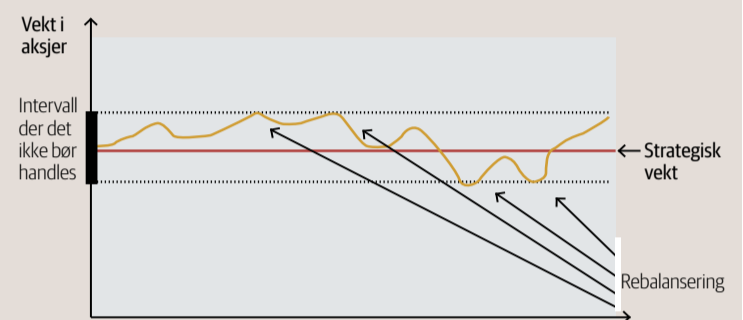
akkurat like store som gevinsten man får ved å rebalansere porteføljen. Rebalansering innenfor intervallet koster mer enn gevinsten ved en bedre portefølje, og er derfor ulønnsomt.

Mange investorer tror at hvis aksjekursene har falt tilstrekkelig mye, vil de etterhvert tendere til å stige igjen. Hvis man får ny kunnskap om forventet utvikling av kursene, vil det fortsatt være et intervall der det ikke lønner seg å handle, men nå vil dette intervallet variere med tiden. Hvis det er små justeringer i forventet utvikling, vil intervallet bevege seg sakte slik at det også i dette tilfelle blir mange små handler.

Strategien vi nettopp har beskrevet er optimal hvis transaksjonskostnadene er proporsjonale med størrelsen på handelen. Hvis det i tillegg er en fast kostnad hver gang man gjennomfører en handel, må man

Rebalansering av porteføljer

Figuren viser et eksempel på vekten i aksjer i en portefølje når det er transaksjonskostnader som er proporsjonale med handelen.



2016 DN grafikk

definere to intervaller, der det ene ligger inne i det andre. Rebalansering bør i dette tilfellet skje når den faktiske vekten har beveget seg utenfor det ytterste intervallet, og da bør man rebalansere til kanten av det innerste intervallet. Hvis en portefølje består av flere enn to komponenter, blir intervallene noe mer komplisert enn det som er vist her.

Mange forskere har utviklet denne kunnskapen. Vårt bidrag er å vise at denne strategien er optimal for generelle porteføljer og definisjoner av optimale vekter. Vi har også gitt en beskrivelse av intervallet der det ikke bør rebalanseres.

De aller fleste porteføljeforvaltere, blant annet Oljefondet, bruker ikke denne kunnskapen. Den vanligste strategien er tvert imot å rebalansere til de ønskede vektene ved faste intervaller, for eksempel hver måned. Eksempler

i vår artikkel viser at strategien beskrevet over reduserer transaksjonskostnadene med 75 prosent i forhold til en slik strategi. Den gir derfor en bedre avkastning når man tar hensyn til kostnader. I tillegg unngår man store rebalanseringer, som for store investorer kan påvirke markedet, og dermed innebære ekstra utfordringer.

Helge Holden, NTNU Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet, og **Lars Holden**, Norsk Regnesentral

Forskning viser at ...

Oppsiktsvekkende funn? Ny innsikt? Skriv til spalten «Forskning viser at ...». Tekstlengde inntil 3500 tegn (inkludert mellomrom). debatt@dn.no

Løfter og løftebrudd

Arbeiderpartiet, Senterpartiet og SV har en merkelig liste med det de mener er løftebrudd fra regjeringen.

De rødgrønne hadde det største økonomiske handlingsrommet noen norsk regjering har hatt, med rekordhøye oljepriser og 18 milliarder mer i året i skatter og avgifter. Det er i oppgangstider grunnlaget for nedgangstider legges. Likevel gjorde de lite for å forberede Norge på en oljeomstilling alle visste ville komme.

Høyre og Frp arvet en situasjon med kraftig brems i økonomien, stigende arbeidsledighet, 5000 flyktninger med innvilget opphold i kø på mottak

og 15.000 flere fattige barn enn da de rødgrønne kom til makten. Likevel har de rødgrønne partiene mage til å mene at Høyre og Frp har gått på «bom på bom i prestisjesaker» i DN.

Arbeiderpartiet kaller det en «historisk helseflopp» når Høyre og Frp har innfridd løftet om fritt behandlingsvalg. I tillegg er helsekøen redusert med 56.000 personer. Det er ikke løftebrudd å sørge for arbeid, aktivitet og omstilling i norsk økonomi gjennom å tilpasse oljepengetil dagens situasjon, redusere skattenivået med 18 milliarder i året og vri om til grønne avgifter på bruk og forbruk.

De rødgrønne partiene har stort sett stemt mot og også signalisert at de ønsker å reversere endringer denne regjeringen har fått til. Deres

løsninger er å øke skattleggingen av å skape arbeidsplasser i Norge, holde folk på halvverte lønninger gjennom lange permitteringsordninger og reversering av endringene i arbeidsmiljøloven. Næringslivet bør håpe Arbeiderpartiet, Senterpartiet og SV ikke holder det de lover.

Heidi Nordby Lunde, stortingsrepresentant, Høyre

Farlig å nedvurdere ledelse

UiO er fortsatt Norges beste universitetet på flere områder. Det er gledelig med gode rangeringer, men som rektor selv har påpekt, disse må tolkes med varsomhet. Ikke bare SAB-rapporten, men

også Benner & Øquist: «Room for increased ambitions? Governing breakthrough research in



Professor **Fanny Duckert** ved Universitetet i Oslo

Norway», har påpekt at UiO har store organisatoriske utfordringer.

Begge nevner ledelsesstruktur og uklare beslutnings- og kommunikasjonsprosesser som vesentlige hindringer for å komme videre i en stadig mer krevende verden.

Vi har i dag ingen relevant forskning om ledelse som har konkludert at valgt er bedre enn ansatt ledelse. De akademiske lederne ved majoriteten av de universitetene vi ønsker å sammenligne oss med, er

fremstående akademikere fra relevante fagmiljøer - uansett om de er valgt eller ansatt. I realiteten er nesten samtlige av disse ansatte. Dette betyr at man også gjennom ansettelser kan rekruttere ledende akademikere, med høy legitimitet og kjennskap til akademia.

Det er i dag stor enighet om at unødig byråkrati og overdreven detaljstyring er en trussel mot universitets autonomi og kjerneoppgaver. Man løser imidlertid ikke disse utfordringene gjennom å nedvurdere ledelse eller rekruttere ledere med uklart rolleforståelse og diffust mandat - gjennom prosesser hvor lederkompetanse ikke kvalitetssikres!

Fanny Duckert, professor ved Universitetet i Oslo