

Oljefondet bør ut av oljeaksjer

Thøgersen-utvalget støtter ikke Norges Banks forslag om å ta oljeaksjer ut av fondet. Regjeringen bør høre på Norges Bank.

Norges Bank har foreslått at Oljefondet selger seg ut av oljeaksjer. Banken viste til at man fortsatt forventer store fremtidige inntekter fra olje og gass, og at fondet bør selge oljeaksjer for å redusere den totale oljeeksponeringen for staten. Finansdepartementet anslår nåverdien av fremtidige inntekter fra olje og gass til 4200 milliarder kroner, det vil si nesten halvparten av verdien av Oljefondet. Et kraftig oljeprisfall vil gi en stor reduksjon i statens inntekter.

Thøgersen-utvalget deler ikke Norges Banks syn. Selv om utvalget er enig i at risikoen for statens og nasjonens formue vil bli mindre hvis fondet selger seg ut av oljeaksjer, mener utvalget at reduksjonen i risiko vil være svært liten.

Utvalget viser til at et oljeprisfall på 20 prosent vil gi et tap for staten på 1750 milliarder kroner, og at et salg av oljeaksjer bare vil redusere tapet med 13 milliarder. Vårt syn er at 13 milliarder er mye penger, og at en slik sum vil ha særlig verdi i en situasjon der staten har tapt 1750 milliarder. Men viktigere: Utvalget har undervurdert gevinstene og overvurdert kostnadene ved forslaget.

Det er grunn til å tro at gevinsten blir større enn de 13 milliardene. Utvalgets beregninger på dette punktet er basert på sammenhengen mellom oljepris og avkastningen på oljeaksjer. Imidlertid er statens inntekter ikke knyttet til oljeprisen direkte, men til overskuddet til selskapene som opererer på norsk sokkel. Oljeskatter, inntekter fra SDØE og utbytte fra Equinor er i alt vesentlig proporsjonale med overskuddene til oljeselskapene. Dette tilsier at det er en nær sammenheng mellom statens oljeinntekter og verdien av oljeselskapene.

Det er også en mulighet for at klimahensyn fører til at verdien av olje faller kraftig, og mer varig enn det vi har sett tidligere. Det vil ramme statens oljeinntekter, og samtidig gi



Vi mener at Thøgersen-utvalget overvurderer de finansielle og ikke-finansielle kostnadene ved å selge oljeaksjer. Her fra Equinors plattform på Johan Sverdrup-feltet i Nordsjøen. Foto: Nerijus Adomaitis/Reuters/NTB scanpix

Økonomi
Steinar Holden,
Espen R. Moen
og Ragnar
Torvik



Steinar Holden er professor ved Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo



Espen R. Moen er professor ved Institutt for samfunnsøkonomi, Handelshøyskolen BI.



Ragnar Torvik er professor ved Institutt for samfunnsøkonomi, NTNU.

kraftig utslag i verdien av oljeaksjer.

Vi mener også at utvalget overvurderer de finansielle og ikke-finansielle kostnadene ved å selge oljeaksjer. Utvalget skriver at et oljefond uten oljeaksjer vil avvike fra markedsvekter og derfor kan forventes å oppnå lavere avkastning eller høyere risiko. Dette er naturligvis riktig hvis man ser på fondets nåværende aksjeportefølje isolert sett. Men hvis man tar hensyn til de fremtidige inntektene til fondet, der en stor del vil komme direkte fra statens oljeinntekter, er bildet et helt annet. Hvis vi ser på fondets verdi i 2030, som bestemmer hva staten kan bruke i 2030, består en stor del av denne verdien av fremtidige oljeinntekter. Ved å selge fondets oljeaksjer vil risikoen i fremtidig uttak fra fondet bli redusert.

Den såkalte finansielle kostnaden er tvert om en gevinst, ved at risikoen reduseres.

Utvalget legger også stor vekt på ikke-finansielle kostnader, ved at man bryter med dagens investeringsstrategi. Utvalget skriver at en konsekvent tilpasning av fondet til nasjonens øvrige formue bør gjelde for alle sektorer som påvirkes av

oljeprisen. Det er vanskelig å følge utvalget i dette. Oljesektoren står i en særstilling. Man behøver ikke å selge andre aksjer som er korrelert med oljeprisen, selv om man selger oljeaksjer. Og salg av oljeaksjer er heller ingen dramatisk endring av fondets strategi. Et par år tilbake vedtok Stortinget at Oljefondet skulle gå ut av kullaksjer, og det var heller ikke særlig dramatisk.

Utvalget skriver at salg av aksjer i Equinor eller SDØE er mer treffsikre virkemidler for å redusere oljeprisrisikoen. I prinsippet er dette riktig, særlig for SDØE. Men det er grunn til å tvile på om vi vil oppnå en pris på SDØE som reflekterer de underliggende verdiene. Inntektene fra SDØE avhenger av oljepolitikken, og verdien av SDØE vil reduseres hvis norske politikere vedtar strammere reguleringer.

Ikke minst etter Gassledsaken, hvor investorer gikk til sak mot staten fordi de mente de var blitt lurte i et kjøp av gassrørledninger, må vi regne med at private investorer vil ha lavere betalingsvilje for SDØE grunnet en mulig risiko for fremtidige innstramminger i oljepolitikken.

Hvorvidt staten bør selge seg ned i Equinor er et politisk spørsmål, med langt flere



Salg av oljeaksjer er heller ingen dramatisk endring av fondets strategi. Et par år tilbake vedtok Stortinget at Oljefondet skulle gå ut av kullaksjer, heller ikke særlig dramatisk

ingredienser enn spredning av risiko. Og selv med nedsalg av aksjer i Equinor vil det fremdeles være ønskelig at fondet selger seg ut av oljeaksjer.

Steinar Holden, professor ved Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo, **Espen R. Moen**, professor ved Institutt for samfunnsøkonomi, Handelshøyskolen BI, og **Ragnar Torvik**, professor ved Institutt for samfunnsøkonomi, NTNU

Mer debatt s. 34-36 →



Dersom IMFs pakke til Pakistan blir blokkert av USA, må Pakistan vende seg til Kina eller Saudi-Arabia for å få nye lån

Isabella Dahl Kormilitzine, daglig leder i Slug – nettverk for rettferdig gjeldspolitik

Gjestekommentar
– økonomi



Kari Due-Andresen



Hilde C. Bjørnland



Kjersti Haugland



Steinar Holden



Elisabeth Holvik



Per Richard Johansen



Knut Anton Mork

Debattansvarlig: Vidar Ivarsen **Telefon:** 22 00 10 59 **Sentralbord:** 22 00 10 00 **Epost:** debatt@dn.no **Telefaks:** 22 00 11 10

Hovedinnlegg/kronikk: Maks 4500 tegn inklusive mellomrom **Underinnlegg/replikk:** Maks 1500 tegn (ca. 250 ord) **Legg ved portrettfoto.**

Alt stoff som leveres til Dagens Næringsliv, må produseres i henhold til Vær varsom-plakaten. Dagens Næringsliv betinger seg retten til å lagre og utgi alt stoff i avisen i elektronisk form, også gjennom samarbeidspartnere. Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte innsendte manuskripter. Debattinnlegg honoreres ikke.