

Debatt

debatt@dn.no

Gå ut av olje- og gassaksjer

Oljefondet bør selge seg ut av olje- og gassaksjer for å redusere risikoen til den fremtidige avkastningen fra fondet.

Utvalget som skulle vurdere Statens pensjonsfond utland (heretter kalt Oljefondet), investeringer i kull- og petroleumsselskaper har nettopp lagt frem sin innstilling. Utvalget, som en av oss (Hoel) deltok i, ble bedt om å vurdere om utelukkelse av kull- og petroleumsselskaper er en «mer effektiv strategi enn eierskapsutøvelse og påvirkning for å adressere klimaspørsmål og bidra til endringer frem i tid». En av utvalgets konklusjoner var at klimaspørsmål ikke kan påvirkes effektivt gjennom automatisk utelukkelse av alle kull- eller petroleumprodusenter fra fondet. I utvalgets mandat står det at «Gruppen skal ikke gi råd om den overordnede strategien for ansvarlig investeringspraksis eller andre deler av forvaltningsstrategien for SPU». Utvalget har derfor i liten grad drøftet om andre grunner enn klimahensyn taler



Professor Michael Hoel, Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo

for å utelukke olje- og gassaksjer fra fondet. Etter vårt syn finnes det en slik grunn: at Oljefondets investeringer i olje- og gassaksjer innebærer økt risiko knyttet til den fremtidige avkastningen fra fondet.

Oljefondets strategi innebærer at aksjeinvesteringene i fondet skal avspeile sammensetningen av børsnoterte aksjer i verden. Aksjer i olje- og gasselskaper utgjør dermed cirka åtte prosent av fondets samlede aksjeinvesteringer, målt ved utgangen av 2013. En slik diversifisering av aksjeforføljen, med betydelige investeringer også i petroleumsselskaper, er en naturlig og fornuftig strategi dersom en ser på fondets verdi nå, og isolert fra resten av norsk økonomi. Hensikten med Oljefondet er imidlertid å gi fremtidig avkastning som skal brukes til å dekke fremtidige importbehov for Norge. Denne avkastningen avhenger ikke bare fondets nåværende portefølje, men også av den fremtidige innstrømmingen til fondet. I Nasjonalbudsjettet for 2015 anslås nåverdien av statens nettokontantstrøm fra petroleumsvirksomheten til nesten 4000 milliarder 2015-kroner, det vil si omtrent



Oljefondets investeringer i olje- og gassaksjer innebærer økt risiko knyttet til den fremtidige avkastningen fra fondet, skriver artikkelforfatterne. Her fra gassmottaket på Melkøya utenfor Hammerfest. Foto: Helge Hansen /Statoil

Oljefondet Michael Hoel, Steinar Holden



to tredjedeler av verdien av Oljefondet. Det betyr at omtrent 40 prosent av den fremtidige avkastningen fra Oljefondet forventes å komme fra fremtidige oljeinntekter, det vil si en kraftig overeksponering i olje sammenlignet med en balansert markedsportefølje.

Finansdepartementet har ved flere anledninger drøftet om de fremtidige oljeinntektene innebærer at Oljefondet bør selge seg ut av olje- og gassaksjer. I St. Meld 19, 2013-2014 presenterer departementet analyser som viser en signifikant sammenheng mellom oljepris og avkastningen på olje- og gassaksjer på kort sikt. Departementet finner likevel ingen klar sammenheng på lang sikt, og konkluderer at det ikke finnes tilstrekkelig tungtveiende grunner til å utelukke en hel sektor fra fondets aksjeforfølgje.

En svakhet ved Finansdepartementets argumentasjon er at



Professor Steinar Holden, Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo

den konsentrerer seg om samvariasjonen mellom avkastningen på olje- og gassaksjer og oljeprisen. Det interessante spørsmålet er imidlertid samvariasjonen mellom avkastningen på olje- og gassaksjer og statens fremtidige oljeinntekter, og ikke samvariasjonen med oljeprisen særskilt.

Oljeprisen er en viktig faktor både for olje- og gassaksjer og for fremtidige oljeinntekter, men andre faktorer som kostnadsutviklingen i petroleumsvirksomhet er også viktige. For eksempel vil økte kostnader i petroleumsvirksomhet normalt føre til både lavere avkastning på oljeaksjer og reduserte oljeinntekter for staten. Samtidig vil oljeprisen kunne stige, og dermed redusere samvariasjonen mellom oljepris og avkastningen på olje- og gassaksjer, men naturligvis uten at dette kan tolkes som tegn på mindre sammenheng mellom oljeaksjer og statens oljeinntekter.

Det er god grunn til å regne med betydelig samvariasjon mellom olje- og gasselskapenes inntjening og oljeinntektene til ressurseierne, som den norske stat, fordi olje- og gasselskapenes inntjening i stor grad kommer som en andel av oljeinntektene. Det norske beskatningsregimet med 78 prosent skatt på oljeselskapenes overskudd er et eksempel på et regime som gir en sterk samvariasjon mellom statens netto oljeinntekter og oljeselskapenes inntjening på norsk sokkel. Selv



Det interessante spørsmålet er imidlertid samvariasjonen mellom avkastningen på olje- og gassaksjer og statens fremtidige oljeinntekter

om beskatningsregimer kan justeres dersom det skjer store endringer i lønnsomheten i oljevirksomheten, vil det neppe fjerne samvariasjonen, selv på lang sikt.

Finansdepartementet peker også på at lønnsomheten i olje- og gasselskapene er mer avhengig av den generelle utviklingen i aksjemarkedet, enn av oljeprisen. Men dette er ikke et argument for at Oljefondet skal investere i oljeaksjer. Tvert om - i den grad oljeaksjer ikke fulgte aksjemarkedet forøvrig, kunne dette gi en mulig gevinst ved at oljeaksjer bidrar til risikospredning i fondets aksjeforfølje. Når oljeaksjer i betydelig grad følger det generelle aksjemarkedet i tillegg til oljeprisen, tyder dette på at den ekstra eksponering i olje gjennom oljeaksjer i liten grad kompenseres ved mindre risiko knyttet til aksjemarkedet generelt. Det taler for å erstatte oljeaksjene med en balansert portefølje av andre aksjer.

Michael Hoel og Steinar Holden, Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo