

Til Finansdepartementet

Høringsuttalelse fra Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo: Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland (SPU)

Det vises til høringsbrev av 13.02.2018 om Norges Banks brev til Finansdepartementet, hvor Banken anbefaler at aksjer i olje- og gasselskaper tas ut av Statens pensjonsfond utlands (SPUs) referanseindeks for aksjer. Bakgrunnen for forslaget er at statens samlede formue er betydelig eksponert for utviklingen i oljepriser, og at oljeprisrisikoen i statens formue vil reduseres dersom SPU ikke investerer i olje- og gassaksjer.

Rådet som er gitt av Norges Bank har solid faglig forankring, og har bred støtte i fagmiljøer både nasjonalt og internasjonalt. Vi støtter derfor Bankens råd.

Vi vil trekke frem følgende momenter:

- Staten vil trolig ha betydelige fremtidige inntekter fra salg av olje og gass. I Nasjonalbudsjettet 2018 anslås forventet nåverdi til 3900 milliarder kroner.
- Isolert sett har SPU en diversifisert portefølje. Men dersom man tar hensyn til forventede fremtidige olje- og gassinntekter, har staten fortsatt en betydelig ekstra eksponering mot oljerelatert risiko. Siden netto kontantstrøm fra oljeinntektene i sin helhet overføres til SPU, har den fremtidige verdien av SPU også en betydelig ekstra eksponering mot oljerelatert risiko.
- Sammenhengen mellom avkastningen på olje- og gassaksjer og statens netto kontantstrøm fra olje og gass kan være sterkere enn det som vises ved å se på sammenhengen mellom oljeprisen og avkastningen på olje- og gassaksjer. Økte kostnader i petroleumsvirksomhet vil normalt føre til økt oljepris og lavere avkastning på olje- og gassaksjer, og dermed redusere samvariasjonen mellom disse to størrelsene. Statens oljeinntekter ville derimot trolig reduseres, slik at samvariasjonen mellom statens oljeinntekter og avkastningen på olje- og gassaksjer ville styrkes.
- Ved å selge olje- og gassaksjer ville SPU redusert sin eksponering mot oljerelatert risiko. Det ville dermed redusere den betydelige ekstra eksponering mot oljerelatert risiko, og dermed redusere den samlede risikoen i statens samlede formue og i den fremtidige verdien av SPU.
- Vi er enige med Norges Bank i at det er naturlig å se SPU i sammenheng med statens samlede formue. Dersom en likevel skulle utvide perspektivet og se på Norges samlede nasjonalformue, ville det kreve en mer utførlig analyse. Trolig ville en slik utvidelse av perspektivet styrke argumentene for rådet gitt av Norges Bank.
- Det er grunn til å anta at de øvrige komponenter i nasjonalformuen er positivt korrelert med de petroleumsrelaterte inntektene. En illustrasjon på det fikk vi ved oljeprisfallet i 2014, som bidro til en nedgang i norsk økonomi. Et annet argument for dette, er at både verdiskapingen og lønningene i petroleumsrelatert virksomhet

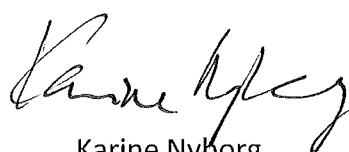
gjennomgående er høyere enn i annen virksomhet. En omfordeling av arbeidskraft fra petroleumsrelatert virksomhet vil dermed trolig redusere både samlet verdiskaping og samlet lønnsinntekt.

For å oppsummere: Det er et solid faglig grunnlag som tilsier at aksjer i olje- og gass-selskaper tas ut av referanseindeksen for aksjer i SPU. Vi anbefaler at Finansdepartementet følger rådet fra Norges Bank.

Med vennlig hilsen



Michael Hoel



Karine Nyborg



Steinar Holden