

Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland

NOU 2018: 12

Øystein Thøgersen

24. august 2018

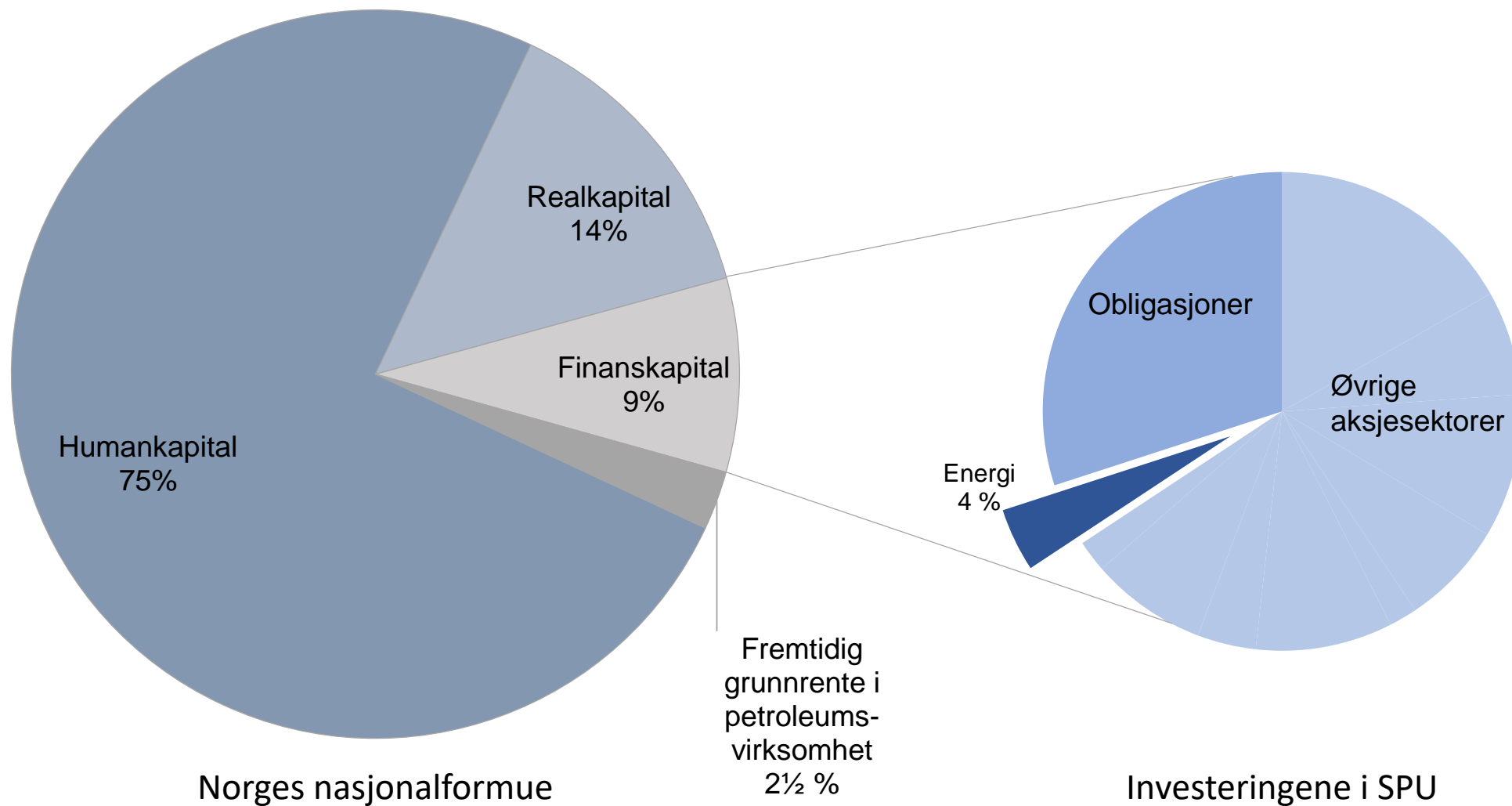
Bakgrunn

- Utvalget ble nedsatt 13. februar 2018 for å vurdere Statens pensjonsfond utlands (SPUs) investeringer i energiaksjer
- Råd fra Norges Bank:
 - sårbarheten i statens formue for et varig fall i prisene på olje og gass vil kunne reduseres dersom SPU ikke investeres i denne sektoren
 - finansiell vurdering, gjenspeiler ikke et bestemt syn på utvikling i oljepris, fremtidig lønnsomhet eller bærekraft i sektoren
- Energisektoren: om lag 4 pst. av SPU - 315 mrd. kroner.

Utvalgets mandat og sammensetning

- Bredt mandat
- Sentrale spørsmål:
 - Trenger vi en forsikring mot lavere oljeinntekter i fremtiden?
 - Kan vi forsikre oss ved at SPU ikke investeres i energiaksjer?
 - Hva koster en slik forsikring?
 - Er det mer effektivt med andre tiltak enn salg av energiaksjene i SPU?
 - Hva er konsekvensene av en strategi som bygger på et bredere perspektiv enn fondet alene?
- Sammensetning:
 - Øystein Thøgersen, professor og rektor, Norges Handelshøyskole (leder)
 - Harald Magnus Andreassen, sjeføkonom, Sparebank 1 Markets
 - Olaug Svarva, tidl. administrerende direktør i Folketrygdfondet

Fra fondet alene til del av en større balanse



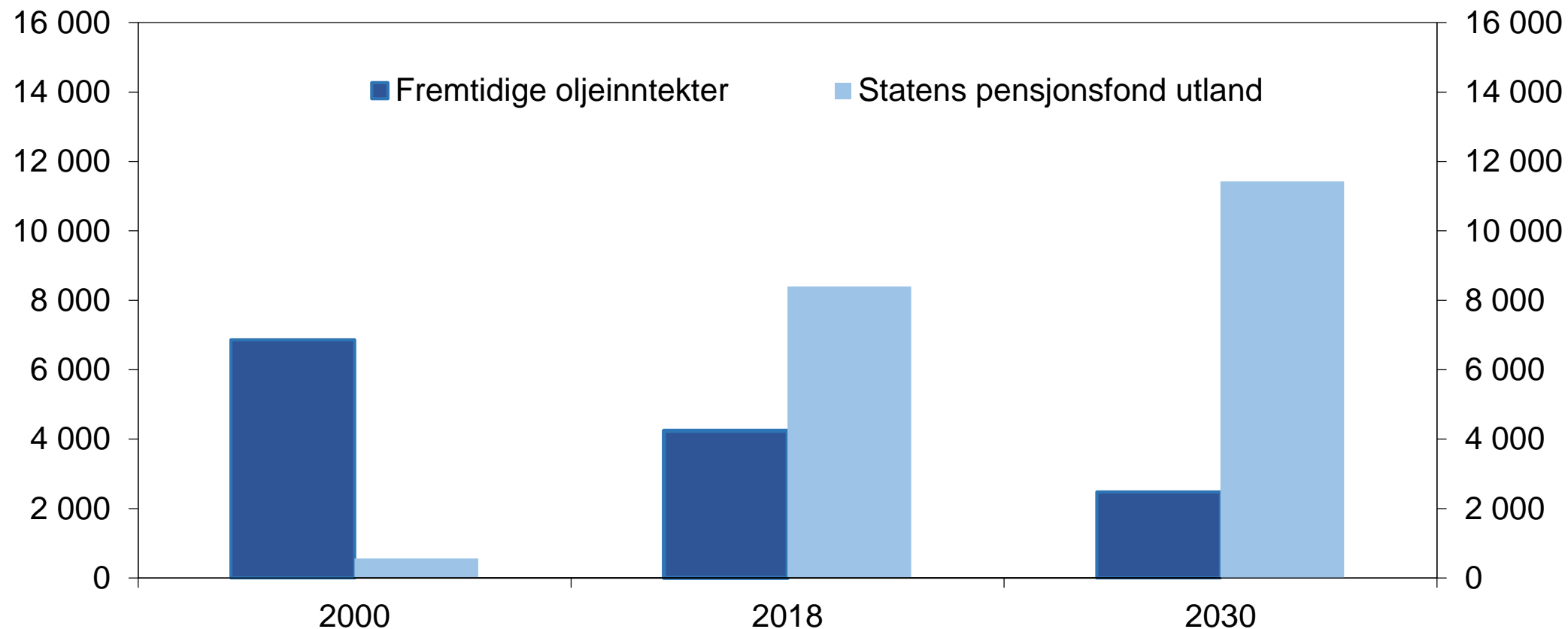
Hvilket problem skal løses med salg av energiaksjer?

- Kandidat 1: Produksjon og sysselsetting i Norge rammes ved et fall i oljeprisen
- Kandidat 2: Offentlige budsjetter må strammes inn når oljeprisen faller på kort sikt
- Kandidat 3: Risiko for varig fall i verdien av olje og gass på norsk sokkel

Hvilket problem skal løses med salg av energiaksjer?

- ~~Kandidat 1: Produksjon og sysselsetting i Norge rammes ved et fall i oljeprisen~~
- ~~Kandidat 2: Offentlige budsjetter må strammes inn når oljeprisen faller på kort sikt~~
- Kandidat 3: Risiko for varig fall i verdien av olje og gass på norsk sokkel

Hvor stort er problemet?



Fremtidige oljeinntekter målt ved nåverdien av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. Milliarder 2018-kroner.

Verditap ved et varig fall i oljeprisen

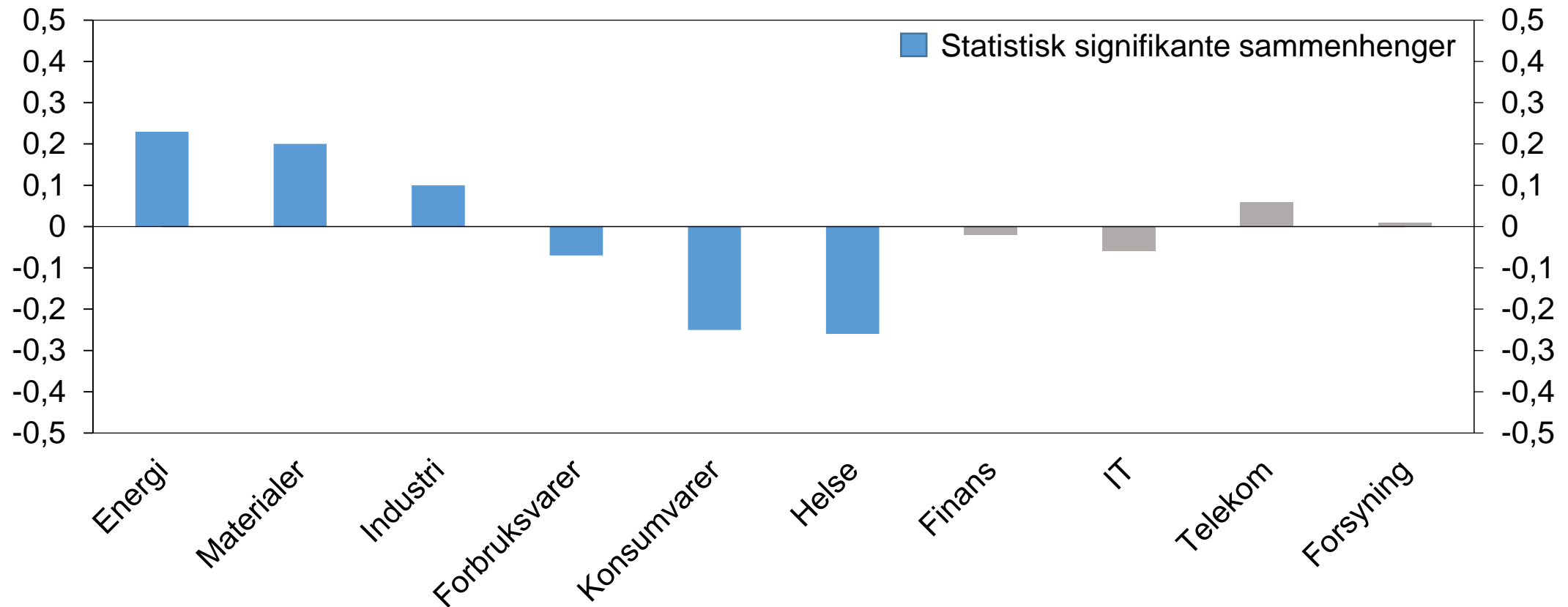


Fremtidige oljeinntekter målt ved nåverdien av statens netto kontantstrøm fra petroleumssektoren per mai 2018. Milliarder 2018-kroner

Kan verditapet forsikres ved å selge energiaksjene i SPU?

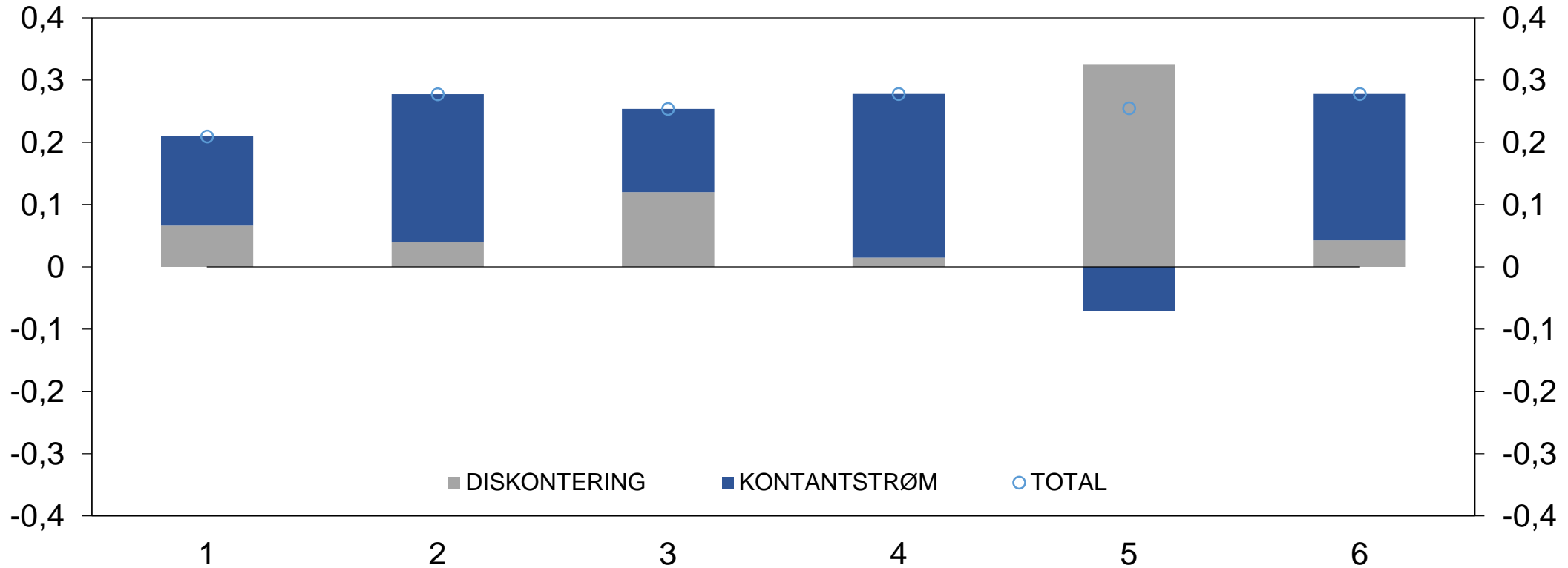
- I prinsippet ja, dersom det er en sammenheng mellom energiaksjene og oljeprisen som er:
 - klar
 - stabil
 - varig
- Utvalget har sett på forskning og historiske data.

Anslått samvariasjon med oljeprisen i seks av ti sektorer



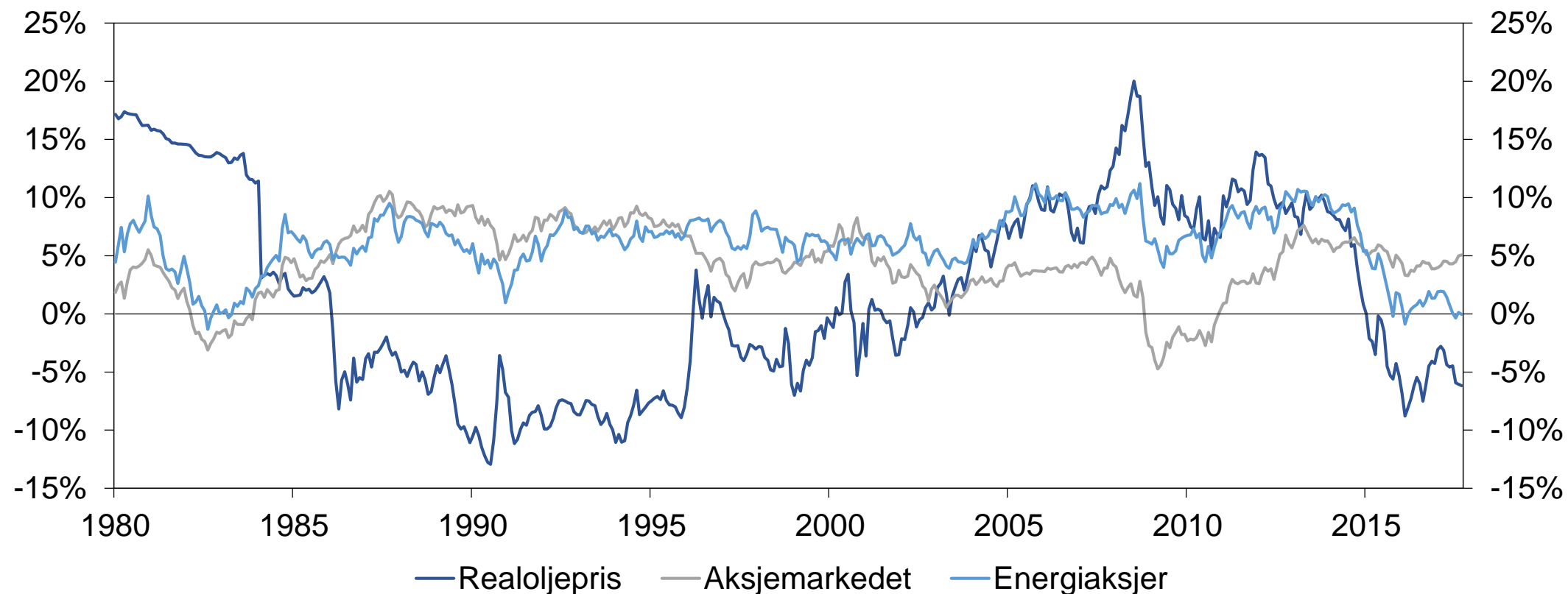
Størrelsen på sammenhenger mellom avkastningen av ulike aksjesektorer og endringer i realoljeprisen. Tiårs rullerende gjennomsnitt. Prosent

Vanskelig å avdekke varige sammenhenger



Nedbryting av sammenhengen mellom energiaksjer og realoljeprisen – med seks ulike modellspesifikasjoner.

Energiaksjer er mer aksjer enn olje

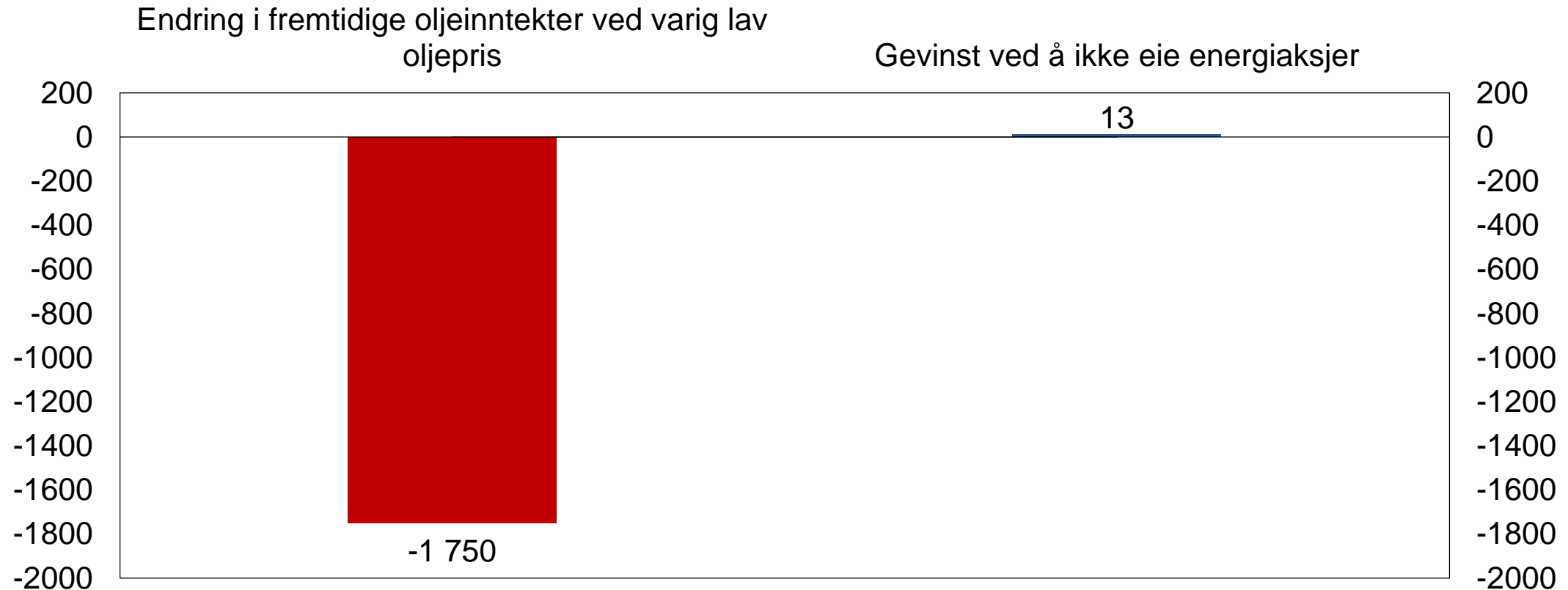


Tiårs rullerende endringer i realoljeprisen og meravkastning utover risikofri plassering av kapitalen.
Prosent per år

Utvalgets funn

- Grunn til å anta en viss varig sammenheng mellom oljepris og avkastningen av energiaksjer
- Forklarer kun en mindre andel av svingningene i sektorens avkastning
 - sektoren dekker energivirksomhet i bred forstand
 - tilpasningsdyktige selskaper med stabil avkastning
 - annen risiko enn direkte eierskap til ressursene
- Oljeprisen samvarierer også med mange andre sektorer
- Forskjell mellom selskaper og bransjer, også innad i sektorer

Energiaksjer er ikke en effektiv forsikring mot lavere oljeinntekter



Verdiendring av Norges gjenværende olje- og gassreserver og energiaksjene i SPU ved et 20 pst. fall i oljeprisen. Milliarder 2018-kroner

Derfor er effekten liten...

- Energi: liten sektor, begrenset samvariasjon med oljeprisen
- Finanslitteraturen: teoretisk mulig med en bred tilnærming med store overveker for enkelte sektorer og negative vekter (shortsalg) for andre. Det kan gi en større effekt, men...
 - Mange sammenhenger må tas hensyn til
 - Usikkerheten blir enorm
 - Transaksjonskostnadene store
 - SPU blir i praksis et hedgefond
 - Lite brukt i praksis
- ...utvalget fraråder en slik omveltning av dagens investeringsstrategi

Forsikring er ikke gratis

- Forslaget bryter med en strategi som har tjent fondet godt
 - Bred spredning av investeringene
 - Høy terskel for uttrekk
 - Enkel å kommunisere og forankre
- Et SPU uten energiaksjer vil avvike betydelig fra markedsvokter og kan ventes enten å oppnå lavere avkastning eller høyere risiko.
- Historisk har vi sett store forskjeller mellom avkastningen av ulike industrisektorer.

Behovet for forsikring er historisk lavt

- Store deler av verdiene er vekslet om til finansformue i SPU.
- Det finanspolitiske rammeverket gir staten høy evne til å bære risikoen for lavere oljeinntekter i fremtiden
- Dersom eier likevel skulle ønske forsikring, bør de mest effektive virkemidlene velges – ikke energiaksjene i SPU.
- Vi har noen *omsettbare* krav på vår petroleumsformue:
 - Equinor-aksjer
 - SDØE-andeler

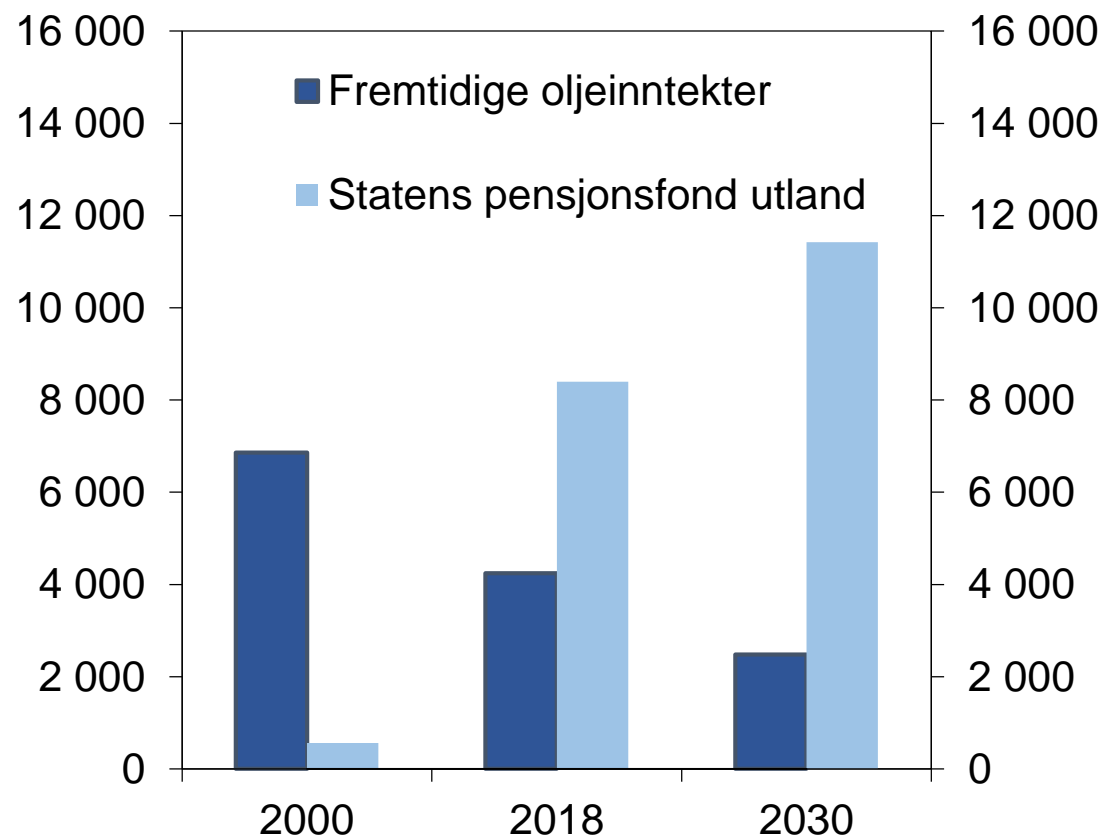
Andre vurderinger

- Dersom eier ønsker å redusere klimarisikoen i SPU, bør en vurdere tiltak overfor enkeltelskaper
 - kan også redusere oljeprisrisiko
- Dersom eier ikke ønsker at SPU skal investeres i energiaksjer, bør tilpasningen i skje i investeringsuniverset og ikke bare referanseindeksen

Syv kriterier for å legge et bredere formuesperspektiv til grunn for tilpasninger i SPU

1. Klarhet i sammenhengen
2. Vesentlig økonomisk betydning
3. Treffsikre virkemidler
4. Avgrensede og veldefinerte kostnader
5. Varighet
6. Forholdsmessighet
7. Andre hensyn

Energiaksjer som forsikring



Store petroleumsverdier er vekslet om til finansformue. Milliarder 2018-kroner



Verdiendring ved varig lav oljepris. Milliarder 2018-kroner