

11. mai 2018

Høringsuttalelse fra Handelshøyskolen BI

I denne høringsuttalelsen vil vi hovedsakelig forsøke å gi faglige svar på de to første spørsmålene som Finansdepartementet stiller i sitt brev:

- Hva som er et hensiktsmessig formuesperspektiv å legge til grunn for å vurdere investeringer i energiaksjer i SPU.
- Hvilket tidsperspektiv som bør legges til grunn gitt at fondskonstruksjonen og de finanspolitiske retningslinjene er satt opp for å skjerme statsbudsjettet og fastlandsøkonomien fra svingninger i inntektene fra olje og gass.

Dette er de prinsipielt viktigste spørsmålene, og til disse spørsmålene finnes det klare faglige svar. De øvrige spørsmålene er av mer teknisk natur, og vi er trygge på at disse kan besvares på en kompetent og kyndig måte av de faglig ansatte i Avdeling for formuesforvaltning i Finansdepartementet.

Våre konklusjoner

1. Formuesperspektivet er et prinsipielt valg. Her finnes det ett riktig svar. Nasjonalformuen bør legges til grunn.
2. Om olje- og gassaksjer bør være en del av referanseindeksen til SPU, er et empirisk spørsmål. For et så viktig spørsmål må det gjennomføres omfattende analyser før den endelige beslutningen blir tatt. Foreløpige analyser tyder på at uttrekk av olje- og gassaksjer fra referanseindeksen til SPU vil bedre forholdet mellom forventet verdi og risiko av nasjonalformuen. Uttrekk vil i så fall bidra til finansiell verdiskaping.

Langsiktige sammenhenger er avgjørende når olje- og gassaksjer i referanseporteføljen til SPU vurderes. Det er ikke tilstrekkelig å vurdere kontemporære (samtidige) korrelasjoner.

3. Fondskonstruksjonen ble satt opp for å diversifisere nasjonalformuen, og dermed skjerme statsbudsjettet og fastlandsøkonomien fra svingninger i inntektene fra olje og gass. I dag er statsbudsjettet i tillegg eksponert for stor finansiell risiko. Reformen av de finanspolitiske retningslinjene må vurderes for bedre å skjerme statsbudsjettet mot finansiell risiko.

Vi vil i det følgende begrunne disse konklusjonene.

1 Formuesperspektiv

Nasjonalformuen må eksplisitt legges til grunn som formuesperspektiv for forvaltningen av SPU. Det er minst fem grunner til dette: (i) Fondskonstruksjonens suksess er dels et resultat av at investeringsstrategien har vært basert på faglige vurderinger. Faglig sett er nasjonalformuesperspektivet det riktige formuesperspektivet å legge til grunn. Et naturlig neste steg er at fondskonstruksjonen blir eksplisitt basert på nasjonalformuesperspektivet. (ii) Rasjonalet for fondskonstruksjonen har implisitt kommet fra et nasjonalformuesperspektiv. Hovedkilden til verdiskapingen fra fondskonstruksjonen kan bare forstås fra et nasjonalformuesperspektiv. (iii) Argumentasjonen for aksjeandelen i referanseindeksen til SPU kommer fra et nasjonalformuesperspektiv. Mork-utvalget (NOU 2016:20) var samlet om denne tilnærmingen til spørsmålet om aksjeandel og risikotaking. (iv) Hovedstyret i Norges Bank skriver både i strategiplanen for 2017-19 og i sitt brev datert 16. november at de fremover vil legge et bredere formuesbegrep til grunn for sine råd enn det de tidligere har gjort. (v) Fondskonstruksjonen hviler på tillit. Tillit forutsetter korrekt og forståelig formidling. Nasjonalformuesperspektivet er ikke bare det korrekte. Det er også mulig å formidle bredt og på en måte som ikke forutsetter særskilt finanskompetanse.

1.1 Finansiell økonomi

Fondskonstruksjonen har i det store og hele vært en suksess. Antakelig skyldes dette dels at investeringsstrategien har blitt utviklet over tid basert på faglige vurderinger.

Finansiell økonomi som fag dreier seg om hvordan risiko kan fordeles i samfunnet slik at alle involverte parter *ex ante* får det bedre. Markedet for brannforsikring er et enkelt eksempel på anvendelse av finans. Når risiko samles i forsikringskontrakter, reduseres risikoen som hver husholdning står overfor. Den samlede risikoen er den samme, men fordelingen av risikoen fører til at alle *ex ante* får det bedre.

Det er helt grunnleggende i finansiell økonomi å ta utgangspunkt i en beslutningstakers totalformue og så analysere hvordan den finansielle, omsettbare delen av formuen kan allokere slik at forholdet mellom forventet verdi og risiko for totalformuen blir så bra som mulig. Derfor er også totalformuen det analytiske utgangspunktet i fremstillingene av moderne finans i de første kursene på doktorgradsnivå, for eksempel i de mye brukte lærebøkene: Cochrane (2005), Back (2017) og Campbell (2018).

Teoretiske studier av finansielle porteføljevalg antar i noen tilfeller at alle deler av totalformuen enten er finansielle eller kan omsettes til finansielle eiendeler og at all risiko knyttet til disse eiendelene kan forsikres (se for eksempel Merton, 1971). Dette er ekstremt sterke og stiliserte forutsetninger, og det omtales som at markedet er “komplette”.

Når porteføljestrategier skal analyseres og vurderes i praksis, er det imidlertid ikke hensiktsmessig å anta at markedet er “komplette”. Finansielle markedet er åpenbart ikke “komplette” og deler av en beslutningstakers formue er åpenbart ikke finansielle og omsettbare. For nasjonen Norge er totalformuen den totale verdien av landets arbeidskraft, realkapital, naturressurser og finansielle formue. Av disse komponentene er det bare den finansielle formuen, der SPU utgjør en vesentlig andel, som er reelt omsettbare. De andre delene av nasjonalformuen er ikke finansielle og ikke mulige å omsette.

For nasjonen Norge og forvaltningen av SPU betyr dette at man i praksis må ta utgangspunkt i nasjonalformuen og deretter analysere hvordan SPU bør allokere slik at forholdet mellom forventet verdi og risiko for nasjonalformuen blir så gunstig som mulig.

Fra grunnleggende finansiell økonomi er derfor nasjonalformuen det riktige formuesperspektivet å legge til grunn for forvaltningen av SPU.

1.2 Verdiskapingen i fondskonstruksjonen

Opprettelsen av SPU og verdiskapingen fra fondsmekanismen er et eksempel på anvendelse av totalformuesperspektivet i praksis. Da olje- og gass-reserver ble oppdaget på kontinentalsokkelen, ble Norge som nasjon med ett svært mye rikere. Vår felles nasjonalformue var imidlertid ikke bare blitt betydelig større, men den var også blitt mye mer risikabel. Verdien av fellesskapets olje- og gassreserver varierer med prisen på disse råvarene.

Ved å anvende nøkkelinnsikter fra finansiell økonomi kunne forholdet mellom forventet verdi og risiko knyttet til nasjonalformuen forbedres. Dette ble i praksis gjort ved å omplassere formue fra olje- og gassreserver i bakken til aksjer og obligasjoner utenfor Norge. Med fikk vi et krav på en liten andel av verdiskapingen til verdens børsnoterte

selskaper. Forbedringen i forholdet mellom størrelsen på nasjonalformuen og risikoen til formuen er verdiskaping. Denne verdiskapingen har muliggjort en langt høyere, mer stabil og bærekraftig velstandsøkning enn det som ellers ville vært mulig.

Fondskonstruksjonen og hovedkilden til verdiskaping fra fondskonstruksjonen har implisitt vært basert på at nasjonalformuen er formuesperspektivet som legges til grunn for forvaltningen av SPU. Det er på tide at dette blir eksplisitt.

1.3 Aksje- og obligasjonsandelene i SPU

Mork-utvalget (NOU 2016:20) la nasjonalformueperspektivet til grunn for sin innstilling om aksjeandelen (og dermed også obligasjonsandelen) i SPU. Aksjeandelen er den viktigste strategiske beslutningen for forvaltningen av SPU og avgjør i stor grad både forventet avkastning og risiko for fondet vurdert i isolasjon.

Mork-utvalget slo fast at avveiningen mellom forventet avkastning og risiko må internalisere to vesentlige forhold: (i) SPU som del av formuessiden av nasjonens balanse; (ii) fondets rolle i finanspolitikken og innrettingen av handlingsregelen som ligger på fordringssiden av nasjonens balanse. Begge forhold må hensyntas. Fondets rolle på fordringssiden av nasjonens balanse er knyttet til fondets rolle i finanspolitikken og innrettingen av handlingsregelen.

Selv om utvalget var splittet i sin anbefaling om aksjeandel, var utvalget samlet i sin analytiske tilnærming og den kvalitative vurderingen av hvilken retning de forskjellige faktorene trakk. Utvalget var samlet om å legge nasjonalformueperspektivet til grunn for sin anbefaling av aksjeandel; utvalget var samlet om at risikoen knyttet til den samlede nasjonalformuen antakelig er redusert siden forrige vurdering av den strategiske allokeringen, og at det var et argument for øke aksjeandelen; og utvalget var enig i at dess større andel av statsbudsjettet som dekkes av overføringer fra SPU, desto lavere bør aksjeandelen være. Uenigheten som lå til grunn for at utvalget var splittet i sin anbefaling om aksjeandel, var hvordan disse forholdene skulle veies mot hverandre og hvor store strukturelle endringer i den finanspolitiske regelen (handlingsregelen) som det var realistisk å forvente.

Beslutningen om aksje- og obligasjonsandelene i SPU er antakelig den viktigste allokeringsbeslutningen som blir tatt i forvaltningen av fondet. Utvalget som ga rådet til denne beslutningen la nasjonalformuesperspektivet til grunn.

1.4 Norges Banks råd

Hovedstyret i Norges Bank skriver både i sin strategiplan for Norges Bank Investment Management (2017-2019) og i sitt brev til Finansdepartementet datert 16. november 2017 at de fremover vil legge et bredere formuesperspektiv enn tidligere til grunn for sine råd til Finansdepartementet. Dette ligger til grunn for rådet om å ta olje- og gassaksjer ut av referanseindeksen.

Brevet fra Norges Bank til Finansdepartementet datert 16. november 2017 har således to separate elementer. Det første er formuesperspektivet som legges til grunn for rådene de gir. Det andre er den empiriske analysen som ligger til grunn for Norges Banks råd om å fjerne olje- og gassaksjer fra referanseporteføljen.

Endringen av formuesperspektiv er et steg i riktig retning. Av grunner som vi nevner ellers i dette brevet, bør Norges Bank legge nasjonalformuen til grunn for sine råd til Finansdepartementet. Hvorvidt Finansdepartementet bør følge Norges Banks råd om å fjerne olje- og gassaksjer fra referanseporteføljen, er et separat spørsmål som ikke har et like klart svar. Hvilken beslutning Finansdepartementet tar, må hvile på empiriske analyser av verdiutviklingen på denne sektoren relativt til både andre børsnoterte sektorer og nasjonens øvrige ikke-finansielle formue.

I strategiplan for Norges Bank Investment Management (2017-2019) og i brevet til Finansdepartementet datert 16. november 2017 tar Hovedstyret i Norges Bank et langt steg mot å legge nasjonalformuesperspektivet til grunn for forvaltningsstrategiene for SPU. Dette er prinsipielt riktig og viktig.

1.5 Demokratisk forankring og legitimitet

Fondskonstruksjonen hviler på bred tillit blant innbyggerne i Norge. Tillit hviler igjen på bred demokratisk forankring og legitimitet. Det fordrer at hovedprinsippene for fondskonstruksjonen og investeringsstrategiene blir formidlet på en måte som er sannferdig, nøyaktig og forståelig for alle innbyggere uavhengig av bakgrunn i eller kunnskap om finansiell økonomi.

Suksesshistorien som nøkternt kan formidles har elementer som:

- Fondskonstruksjonen har skapt enorme verdier for Norge ved å forbedre forholdet mellom verdi og risiko ved nasjonalformuen.
- Fondet er anvendelse av finansiell økonomi som er studiet av vinn-vinn situasjoner. Verdiskapingen ved fondskonstruksjonen har ikke vært på bekostning av noen.

- Resten av verden har også fått det også bedre ved at vi bærer en del av global risiko. Som kompensasjon får vi i forventning en risikopremie eller en meravkastning utover risikofri rente.

Nasjonalformuesperspektivet bør være et nøkkelement i en nøktern, sannferdig formidling av fondskonstruksjonen.

2 Uttrekk av olje- og gassaksjer

Valg av formuesperspektiv og spørsmålet om uttrekk av olje- og gassaksjer er etter vår oppfatning to relaterte, men separate spørsmål.

Formuesperspektivet er et prinsipielt valg. Her finnes det ett riktig svar.

Hvorvidt olje- og gassaksjer bør fjernes fra referanseindeksen til SPU, er et empirisk spørsmål. Det er et særdeles viktig spørsmål å stille gitt nasjonen Norges avhengighet av aktiviteten i denne sektoren.

Vi mener videre at det bør være et generelt prinsipp for forvaltningen og sammen-setningen av referanseindeksen for SPU at bevisbyrden skal ligge hos dem som ønsker å avvike fra markedsverdi-vekter. Olje- og gass-sektoren er imidlertid i en særskilt situasjon blant annet fordi innbyggerne gjennom staten eier både SDØE og en stor andel av aksjene i Statoil.

Et enkelt, intuitivt eksempel kan illustrere utfordringene knyttet til å gi et tilfredsstillende svar på det empiriske spørsmålet. Anta at aksjeverdien på olje- og gass-sektoren er drevet av to risikofaktorer: energipriser (som olje- og gassprisene) og generelle økonomiske forhold. Anta videre at det ikke er perfekt korrelasjon mellom hvordan generelle økonomiske forhold påvirker energisektoren og hvordan de påvirker de øvrige næringene. Spørsmålet om å fjerne olje- og gassaksjer fra referanseindeksen er i så fall blant annet et spørsmål om den relative betydningen av energipriser og generelle økonomiske forhold for de forskjellige sektorene av økonomien. Dette er krevende empirisk analyse.

Resultatene i NBIM (2017) og i Henriksen og Kværner (2017) tyder på at det vil kunne være betydelig verdiskaping ved å fjerne denne sektoren fra referanseindeksen til SPU. Før det blir tatt en beslutning om et så stort og viktig spørsmål, bør imidlertid enda bedre og mer omfattende studier kunne forventes. Den type kompetanse som er nødvendig for å gjennomføre ytterligere analyser, forutsetter vi at staben i Avdeling for formuesforvaltning i Finansdepartementet besitter. De empiriske resultatene som så langt er presentert, tyder på at uttrekk bør gjennomføres.

Tidsperspektiv for analyse av sektorsammensetning

Langsiktige korrelasjoner er avgjørende når sektorsammensetningen av referanseporteføljen til SPU vurderes. Det er ikke tilstrekkelig å vurdere kontemporære (samtidige) korrelasjoner. Dette gjelder uavhengig av statsbudsjettets eksponering mot finansiell risiko.

For argumentene for hvorfor det er nødvendig å vurdere langsiktige korrelasjoner og skille nyheter som påvirker prisingen av hele markedet versus nyheter om langsiktig profitabilitet og utbytter så viser vi til NBIM (2017) og Henriksen og Kværner (2017).

3 Skjerme statsbudsjettet fra finansiell risiko

Fondskonstruksjonen ble satt opp for å diversifisere nasjonalformuen, og dermed skjerme statsbudsjettet og fastlandsøkonomien fra svingninger i inntektene fra olje og gass. Med dagens finanspolitiske retningslinjer – handlingsregelen som en fast presentsats av verdien av SPU – så er statsbudsjettet i tillegg blitt eksponert for stor finansiell risiko. Reformen av de finanspolitiske retningslinjene må vurderes for bedre å skjerme statsbudsjettet mot finansiell risiko.

SPU forvaltes på vegne av innbyggerne i Norge. Verdiene av fondet tilfaller innbyggerne via en overføring til statsbudsjettet. Med denne overføringen blir omfanget og kvaliteten på offentlige tjenester høyere og/eller skattene lavere enn det som ellers ville vært mulig. Om vi abstraherer fra dagens finanspolitiske retningslinjer, så har antakelig Norge som nasjon et svært langt tidsperspektiv og en høy finansiell risikobærende evne. Med dagens finanspolitiske retningslinjer så er statsbudsjettet og budsjettprosessen eksponert for stor finansiell risiko. Tidsperspektivet er derfor kortere og den finansielle risikobærende evnen lavere.

Mork-utvalget la vekt på at planer for bruk (slik som handlingsregelen) og eksponering mot finansiell risiko (slik som aksjeandelen i SPU) må sees i sammenheng. Jo mer fleksibel bruken er, desto høyere finansiell risikotaking er tilrådelig. Utvalget argumenterte videre for at jo større andel av statsbudsjettet som blir finansiert ved en overføring fra SPU og jo lavere innflyten til SPU er relativt til størrelsen på fondet, desto lavere bør risikotakingen/aksjeandelen i SPU være.

Utfordringen er ikke handlingsregelen som prinsipp, men hvordan dagens handlingsregel er formulert og hvordan den eksponerer statsbudsjettet for finansiell risiko. I henhold til dagens handlingsregel kan statsbudsjettet ha et konjunkturjustert underskudd lik tre prosent av verdien av fondet. Med andre ord så har vi en innretting av finanspolitikken

som er slik at budsjettunderskuddet skal være lik en fast prosentsetsats av en høyst usikker finansiell formue. Om budsjettunderskuddene i tillegg skal være motsykliske mens verdien av den finansielle formuen er medsyklisk, blir det nær en logisk-matematisk umulighet.

Vi har foreløpig ikke blitt konfrontert med denne problemstillingen. Fordi størrelsen av SPU har økt nær hvert eneste år så langt, så har handlingsregelen kun bidratt til å sette et tak på økningen i overføringen fra SPU til statsbudsjettet. Det er hovedsakelig to grunner til økningen: (i) I de første årene var innstrømmingen til fondet svært stor relativt størrelsen på fondet. Eventuell nedgang i verdien av de finansielle eiendelene “druknet” da i innstrømmingen til fondet. (ii) De senere årene har vi opplevd en av de lengste oppgangsperiodene på verdens børser noensinne.

Statsbudsjettet har derfor ikke vært erfart de mulige konsekvensene av den finansielle risikoen som det er utsatt for. Det er grunn til å frykte at handlingsregelen fungerer asymmetrisk: det er mulig å sette tak på økningen av overføringen så lenge fondet stiger i verdi, men det vil ikke være mulig å gjennomføre et substansielt kutt i overføringen når fondet faller i verdi.

Av minst tre grunner vil eksponeringen mot finansiell risiko bli enda større i årene fremover. For det første tar vi mer finansiell risiko enn tidligere etter at aksjeandelen i fondet ble vedtatt økt til 70%. For det andre er oljeinntektene stadig mindre relativt til størrelsen på fondet. Eventuell nedgang i verdien av aksje- og obligasjonsbeholdningen vil ikke lenger “drukne” i innflyten. Og for det tredje finansieres en stadig større andel av statsbudsjettet ved en overføring fra fondet.

Hvordan handlingsregelen bør utformes, er et svært krevende spørsmål (se for eksempel Harding i DN 12. oktober 2017). En mulighet er å knytte bruken til de samlede kupong- og utbytteutbetalingene som SPU mottar. En annen mulighet er en glattingsmekanisme slik som Andreassen og Øygard tok til orde for i DN 12. oktober 2017. Uansett bør det analyseres hvordan handlingsregelen kan modifiseres slik at den blir mer robust og statsbudsjettet skjermes bedre for finansiell risiko.

Espen R. Moen
Institutt for samfunnsøkonomi

Richard Priestley
Institutt for finans

Espen Henriksen
Institutt for finans

Referanser

- Andreassen, H. M. and S. H. Øygard (2017-10-12). Tre present, ok, men av hva? *Dagens Næringsliv*.
- Back, K. E. (2017). *Asset Pricing and Portfolio Choice Theory* (2nd ed.). Oxford University Press.
- Campbell, J. Y. (2018). *Financial Decisions and Markets: A Course in Asset Pricing*. Princeton University Press.
- Cochrane, J. H. (2005). *Asset Pricing*. Princeton University Press.
- Harding, T. (2017-10-12). Må få nye regler for oljepengebruk. *Dagens Næringsliv*.
- Henriksen, E. and J. Kværner (2017). Commodity markets and industry profitability. mimeo, BI Norwegian Business School.
- Merton, R. C. (1971). Optimum consumption and portfolio rules in a continuous time model. *Journal of Economic Theory* 3, 373–413.
- NBIM (2017). Petroleum wealth and oil price exposure of equity sectors. Discussion note 04/2017.
- NOU (2016:20). Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland. Norsk offentlig utredning.