



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 14

(2018–2019)

Melding til Stortinget

Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 14

(2018–2019)

Melding til Stortinget

Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland

Innhold

1	Innledning og sammendrag	5	4	Ekspertgruppens utredning og høringsinnspill.....	14
2	Investeringsstrategien for SPU og energiaksjene i fondet	9	5	Departementets vurderinger	21
3	Rådet fra Norges Bank og høringen av dette.....	12			



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 14

(2018–2019)

Melding til Stortinget

Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland

*Tilråding fra Finansdepartementet 8. mars 2019,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Solberg)*

1 Innledning og sammendrag

Oppbyggingen av de finansielle verdiene i Statens pensjonsfond utland (SPU) er et resultat av at Norge har forvaltet olje- og gassressursene på en god måte. Statens risikotaking gjennom petroleums-skattesystemet og det direkte økonomiske engasjementet på norsk sokkel er medvirkende til at store deler av verdiskapingen har tilfalt felleskapet. Samtidig har det finanspolitiske rammeverket frikoblet bruken av petroleumsinntektene fra opptjeningen av dem, og derigjennom skjermet statsbudsjettet og fastlandsøkonomien fra svingninger i de løpende inntektene fra olje og gass. Rammeverket legger til rette for at formuen fra en ikke-fornybar ressurs kan bevares over tid og bidra til å finansiere velferden også for kommende generasjoner.

Sammenlignet med en formue plassert utelukkende på den norske kontinentalsokkelen, er det med etableringen av SPU oppnådd betydelig risikospredning ved å omplassere store olje- og gassverdier til en bredt sammensatt finansformue i utlandet. Norge har derimot fortsatt en høyere andel petroleumsressurser i nasjonalformuen enn mange andre land. Verdien av disse ressursene er usikker og svinger med oljeprisen. Det gjør oss sårbare for et varig oljeprisfall, såkalt *oljeprisrisiko*.

Oljeprisrisikoen i nasjonalformuen ventes å bli redusert ytterligere i tiden fremover, i takt med utvinningen av de gjenværende petroleumsressursene. Om lag 60 pst. av de gjenværende ressursene ventes å bli hentet opp og overført SPU i løpet av et drøyt tiår, målt som nåverdi. Risikoen kan i prinsippet også reduseres raskere. Enten kan deler av eierandelene som gir krav på usikre fremtidige petroleumsinntekter selges mot en sikker betaling nå, eller så kan sammensetningen av investeringene i SPU endres slik at verdiendringer i fondet i større grad motvirker verdiendringer i de gjenværende petroleumsressursene ved oljeprisendringer.

Vurderinger av om oljeprisrisiko bør få betydning for sammensetningen av investeringene i SPU, utover valget av risikonivå i fondet samlet sett, har i første rekke omhandlet et eventuelt nedsalg av fondets aksjeinvesteringer i olje- og gasssektoren. Finansdepartementet har vurdert en slik tilpasning ved flere anledninger, senest i *Perspektivmeldingen 2017*.¹ Ved behandlingen av perspektivmeldingen våren 2017, sluttet Stortinget seg til

¹ Se Meld. St. 29 (2016–2017) *Perspektivmeldingen 2017*.

regjeringens vurdering om at et salg av olje- og gassaksjene i SPU er et uegnet og lite treffsikkert virkemiddel for å redusere nasjonens oljeprisrisiko. Spørsmålet om SPU skal investeres i denne sektoren er også blitt behandlet i meldingene om Statens pensjonsfond våren 2009² og 2014³.

Finansdepartementet mottok i november 2017 et råd fra Norges Bank om å ta olje- og gassektoren ut av referanseindeksen for SPU.⁴ Bankens begrunnelse er at dette vil bidra til å redusere oljeprisrisikoen i statens formue. Analyser tyder ifølge banken på at olje- og gassaksjer i stor grad følger den generelle utviklingen i aksjemarkedet, men i mye større grad enn aksjer i andre sektorer er eksponert mot endringer i oljeprisen. Banken presiserer at rådet utelukkende er basert på finansielle argumenter og gjenspeiler ikke et bestemt syn på utvikling i oljepris, fremtidig lønnsomhet eller bærekraft i olje- og gassektoren.

Norges Banks forslag innebærer at sammensetningen av investeringene i SPU endres for i større grad å motvirke et verdifall i de gjenværende petroleumsressursene ved et varig fall i oljeprisen. Banken viser til at effekten av rådet ikke er vurdert opp mot andre virkemidler som kan tas i bruk for å redusere sårbarheten i norsk økonomi for et varig fall i oljeprisen, og peker på at en slik vurdering ligger utenfor rollen som Finansdepartementets rådgiver i spørsmål om SPUs investeringsstrategi.

Med bakgrunn i Norges Banks råd, oppnevnte Finansdepartementet i februar 2018 en ekspertgruppe for å vurdere om SPU bør investeres i *energiaksjer*. Gruppen ble ledet av professor og rektor ved Norges Handelshøyskole, Øystein Thøgersen. I gruppens mandatet ble det vist til at FTSE Russell, leverandøren av fondets referanseindeks for aksjer, hadde besluttet at olje- og gassektoren, som banken foreslo å ta ut av fondets referanseindeks, ville skifte navn til *energisektoren*⁵ fra 2019.⁶ Navnebyttet gjenspeiler at sektoren

dekker energivirksomhet i bred forstand, herunder oppstrømselskaper, integrerte olje- og gasselskaper, oljeserviceselskaper og selskaper innen fornybar energi.

Finansdepartementet mottok ekspertgruppens utredning i august 2018. I likhet med Norges Bank, og i tråd med forskningslitteraturen, peker gruppen på at avkastningen av energiaksjer i stor grad følger den generelle utviklingen i aksjemarkedet og at sammenhengen med oljeprisendringer er sterkere enn for andre aksjesektorer, men forholdsvis svak i absolutt forstand. Historisk har endringer i oljeprisen utgjort en begrenset andel av risikoen ved å investere i energiaksjer.

Ekspertgruppen har i tråd med sitt mandat lagt til grunn et bredere sett av hensyn i sin vurdering av energiaksjene i SPU. Gruppen peker på at Norge har høy evne til å bære oljeprisrisiko, blant annet fordi det finanspolitiske rammeverket innebærer at usikre olje- og gassinntekter ikke brukes løpende. Samtidig er risikoen i de gjenværende petroleumsressursene historisk lav og avtakende. De største verdiene er alt omgjort til finansiell formue i SPU, og en stor andel av de gjenværende ressursene vil bli hentet opp det neste tiåret. Gruppen konkluderer med at et salg av energiaksjene i SPU i liten grad vil bidra til å redusere denne risikoen ytterligere. Det trekkes samtidig frem at et salg av energiaksjene i SPU vil bryte med dagens investeringsstrategi for fondet, som søker å spre investeringene bredt og har en høy terskel for uttrekk.

Etter en samlet vurdering av de ulike hensynene mener ekspertgruppen at SPU fortsatt bør investeres i energiaksjer. Gruppen peker på at andre virkemidler er bedre egnet dersom det likevel skulle være behov for å redusere oljeprisrisikoen i norsk økonomi ytterligere. Gruppen mener samtidig at det kan være grunnlag for å gjennomgå arbeidet med klimarisiko – klimændringer, klimapolitikk og virkninger av disse på den teknologiske utviklingen – i SPU og vurdere om dette bør styrkes.

Både rådet fra Norges Bank og ekspertgruppens utredning har vært på offentlig høring. Mange høringsinstanser synes å dele ekspertgruppens vurdering av at den økonomiske betydningen av bankens forslag for oljeprisrisikoen i norsk økonomi er liten, men er likevel delt i synet på om energisektoren bør tas ut av SPU. Mens flere hørings-svar vektlegger at å ta hele eller deler av energisektoren ut av SPU er et steg i riktig retning, peker andre på at det kan sette fondets finansielle formål i spill og vil omfatte selskaper med vesentlig og økende virksomhet innen fornybar energi.

² Se St.meld. nr. 20 (2008–2009) *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008*.

³ Se Meld. St. 19 (2013–2014) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013*.

⁴ Finansdepartementet ba i et eget oppfølgingsbrev 13. februar 2018 om ytterligere informasjon fra Norges Bank. Svarbrevet fra banken ble oversendt departementet 26. april 2018. Omtalen av rådet i denne meldingen tar utgangspunkt i begge bankens brev.

⁵ I denne meldingen benyttes gjennomgående benevnelsen «energi», også i den videre omtalen av Norges Banks råd og høringsinnspill.

⁶ Endringen ble offentliggjort 5. september 2017, med planlagt ikrafttredelse 1. januar 2019. I en kunngjøring 21. desember 2018 viser FTSE Russell til at endringen nå er utsatt, fra 1. januar til 1. juli 2019.

Denne meldingen er organisert som følger: Kapittel 2 beskriver i korte trekk dagens investeringsstrategi for SPU og sammensetningen av fondets referanseindeks, herunder energisektoren. Norges Banks råd og høringen av dette er omtalt i kapittel 3, mens ekspertgruppens utredning og høringen av denne er omtalt i kapittel 4.

Finansdepartementets vurdering av energiaksjene i SPU er gitt i kapittel 5. I vurderingen har departementet særlig lagt vekt på følgende:

Norsk økonomi er sårbar for oljeprisisiko. Et varig fall i petroleumsinntektene vil få konsekvenser for norsk produksjon og sysselsetting. Fastlandsbedrifter som leverer investeringer, varer og tjenester til petroleumsvirksomheten vil få lavere etterspørsel. Samtidig kan andre næringer oppleve økt etterspørsel, avhengig blant annet av hvordan en lavere oljepris virker inn på veksten i verdensøkonomien og på kronkursen. For å møte disse utfordringene er det viktig med en økonomisk politikk som legger til rette for god omstillingsevne i alle deler av økonomien og demper betydningen av slike sjokk. Petroleums-skattesystemet og statens direkte økonomiske engasjement på norsk sokkel har gitt store inntekter til felleskapet. Samtidig bærer staten en betydelig del av risikoen. Et varig fall i verdien av de gjenværende petroleumsressursene vil ha langsiktige konsekvenser for offentlige finanser. Reduserte avsetninger til SPU vil over tid redusere fondets finansieringsbidrag til statsbudsjettet.

Oljeprisisikoen er over tid redusert betydelig, og evnen til å bære slik risiko er nå høy. En stor andel av olje- og gassressursene er alt hentet opp fra norsk sokkel og vekslet om til en bredt diversifisert finansformue i utlandet. Det har bidratt til betydelig risikospredning. Fremover ventes risikoen å bli redusert ytterligere, i takt med utvinningen av de gjenværende petroleumsressursene. Det finanspolitiske rammeverket innebærer videre at bruken av oljeinntekter er frikoblet fra opptjeningen av dem. Det skjermer finanspolitikken og fastlandsøkonomien fra utviklingen i usikre petroleumsinntekter, og gir høy evne til å bære oljeprisisikoen i de gjenværende ressursene.

Et salg av energiaksjene i SPU bidrar til å redusere oljeprisisikoen ytterligere, men effekten fremstår som begrenset. Både ekspertgruppen og Norges Bank peker på at aksjer i energiselskaper i større grad enn andre aksjer er eksponert mot endringer i oljeprisen. Samtidig utgjør energiaksjene i SPU en svært liten andel av både nasjonalformuen og statens formue, og betydningen av oljeprisendringer for energiaksjenes historiske

verdiutvikling fremstår begrenset. I et scenario med varig lav oljepris vil statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten falle markert. Ekspertgruppen anslår at om lag 1 pst. av et slikt tap vil dekkes inn dersom SPU ikke investeres i energiaksjer, men understreker at slike anslag er usikre. Enkelte høringssvar peker på at den risikoreduserende effekten kan være større, men de fleste høringssvarene synes å slutte seg til at den økonomiske betydningen av bankens forslag uansett fremstår som liten.

Sektorinndelinger av selskaper er lite treffsikkert for å redusere oljeprisisiko. Energisektoren som er foreslått tatt ut av SPU omfatter energivirksomhet i bred forstand, og består av mer enn 300 internasjonale energiselskaper. Sektoren favner blant annet oppstrømsselskaper, integrerte olje- og gasselskaper med virksomhet i hele verdikjeden og rendyrkede selskaper innen infrastruktur for fornybar energi. I takt med at verden lykkes med å redusere klimautslippene fra fossil energi, må det legges til grunn at sammensetningen av energisektoren endres tilsvarende. Mange integrerte olje- og gasselskaper har allerede betydelig virksomhet innen fornybar energi, målt i kroner, og både ekspertgruppen og Norges Bank viser til at integrerte selskaper kan ha betydelig større virksomhet innen fornybar energi enn selskaper klassifisert som rendyrkede fornybarselskaper på børs. Selskaper som ikke har fornybar energi som sin hovedvirksomhet ventes videre å stå for om lag 90 pst. av veksten i børsnotert infrastruktur for fornybar energi frem mot 2030. Dersom hele energisektoren tas ut, eller SPU begrenses til kun å investere i rendyrkede fornybarselskaper, vil det kunne redusere fondets muligheter til å ta del i denne veksten.

Å ta oppstrømsselskaper ut av SPU fremstår som mer treffsikkert for å redusere oljeprisisiko. De gjenværende petroleumsressursene består i hovedsak av fremtidige skatteinntekter fra oljeselskapenes virksomhet på norsk sokkel og inntekter fra statens direkte eierskap i olje- og gassfelt. Netto overskuddsbeskatning og feltandeler gjør at statens inntekter i utgangspunktet følger lønnsomhet i oppstrømsvirksomhet. Å ta oppstrømsselskaper ut, fremstår dermed mer treffsikkert for å redusere oljeprisisiko enn å ta hele energisektoren ut.

Klimarisiko er en viktig finansiell risikofaktor for SPU. Klimaendringer, klimapolitikk og virkningene av disse på den teknologiske utviklingen vil på sikt kunne ha betydning for flere av selskapene SPU er investert i, herunder i energisektoren. Klimarisiko må derimot vurderes og håndteres på

selskapsnivå. Norges Bank har i dag et bredt sett med virkemidler for å håndtere klimarisiko, herunder eierskapsutøvelse og risikobaserte nedslag. Det er også etablert et atferdsbasert klimakriterium i retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Ekspertgruppen peker derimot på at det kan være grunnlag for å gjennomgå arbeidet med klimarisiko i SPU, og vurdere om dette bør styrkes ytterligere.

Bred oppslutning om SPUs finansielle målsetting er viktig, men kan ikke tas for gitt. Investeringsstrategien for SPU støtter opp under fondets finansielle målsetting, er bredt forankret og bidrar til å skjerme fondet fra å bli et virkemiddel for å nå andre mål. Dersom energisektoren tas ut av SPU med den begrunnelse at det er for å fremme klimapolitiske målsettinger, kan det sette fondets finansielle målsetting i spill og svekke bidragene til fremtidig velferd, som påpekt i flere av høringsvarene.

Etter en samlet vurdering legger regjeringen opp til å ta selskaper klassifisert som oppstrøms-selskaper⁷ ut av SPUs referanseindeks og investeringsunivers. Det vil bidra til å redusere konsentrasjonsrisikoen knyttet til denne type virksomhet i norsk økonomi. Vurderingen gjenspeiler i likhet med Norges Banks råd ikke et bestemt syn på

oljepris, fremtidig lønnsomhet eller bærekraft i petroleumssektoren.

Finansdepartementet vil i samråd med Norges Bank fastsette regler for en utfasing av oppstrøms-selskaper fra SPUs referanseindeks og investeringsunivers.

Klimarisiko er en viktig finansiell risikofaktor for SPU, og vil på sikt kunne ha betydning for flere av selskapene fondet investeres i, herunder i energisektoren. Finansdepartementet vil be Norges Bank om å gjennomgå sitt arbeid med klimarisiko i SPU, herunder vurdere klimarisikoen ved alle investeringer i enkelt-selskaper – både i aksje- og obligasjonsporteføljen – med sikte på å styrke arbeidet overfor de enkelt-selskapene med størst bidrag til klimarisikoen i fondet.

Regjeringen legger videre opp til å vurdere erfaringene med treffsikkerheten av å ta oppstrøms-selskaper ut av SPU for å redusere oljeprisrisiko, basert på utviklingen i sammensetningen av energisektoren over tid.

⁷ Selskaper som av indeksleverandøren FTSE Russell klassifiseres i undersektoren leting og produksjon (0533 Exploration & Production), se tabell 2.2. Ved utgangen av 2018 tilsvarte det 134 selskaper med en samlet markedsverdi på om lag 70 mrd. kroner.

2 Investeringsstrategien for SPU og energiaksjene i fondet

Investeringsstrategien for SPU tar utgangspunkt i fondets formål og særtrekk, antakelser om hvordan finansmarkedene fungerer og forvalters fortrinn. Strategien er utviklet over tid med utgangspunkt i allmenn tilgjengelig kunnskap, forskning, praktiske erfaringer og vurderinger.

Åpenhet er en forutsetning for bred oppslutning om og tillit til forvaltningen av sparemidlene i SPU. Viktige veivalg i forvaltningen blir forankret i Stortinget. Bred oppslutning om hovedlinjene for fondet legger til rette for en langsiktig strategi.

SPU er en finansiell investor. Målet med investeringene er å oppnå høyest mulig avkastning, etter kostnader og målt i internasjonal valuta, innenfor rammen av det valgte risikonivået. Investeringsstrategien er fastlagt i Finansdepartementets mandat for SPU, mens den operasjonelle gjennomføringen ivaretas av Norges Bank

Innenfor den overordnede finansielle målsettingen skal SPU være en ansvarlig investor. Mandatet fra Finansdepartementet legger til grunn at god finansiell avkastning over tid vil avhenge av velfungerende markeder og en bærekraftig utvikling. Arbeidet med ansvarlig forvaltning er en integrert del av forvaltningen.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU. Noen av kriteriene er basert på hvilke produkter selskapene produserer, som tobakk, våpen og kull. Andre kriterier er basert på selskapenes atferd, som grove brudd på menneskerettigheter, alvorlig miljøskade og handlinger eller unnlater som i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser. Ved etableringen av retningslinjene ble det lagt vekt på at utelukkelse er et sterkt virkemiddel som er begrenset til særlige tilfeller, med utgangspunkt i internasjonale standarder og overlappende konsensus i befolkningen.

SPU er ikke egnet til å ivareta alle typer forpliktelser, og fondet skal ikke være et instrument i utenriks- eller klimapolitikken. Norske myndigheter har andre virkemidler til rådighet som ofte vil være mer målrettede instrumenter enn føringer på fondets investeringer.

Et sentralt utgangspunkt for SPU's investeringsstrategi er at risikoen kan reduseres ved å spre investeringene bredt. Når investeringene fordeles på ulike aktivaklasser, land, sektorer, enkelt-selskaper og -utstedere, reduseres betydningen av enkelthendelser for avkastningen av investeringene. En slik tilnærming gjør det mulig å ta bort store deler av risikoen som er spesifikk for den enkelte investering, sektor eller land, også kalt usystematisk risiko. Dette bidrar til å bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko i fondet.

Prinsippet om bred spredning av investeringene kommer til uttrykk gjennom Finansdepartementets valg av referanseindeks for SPU, som er basert på brede markedsindekser for aksjer og obligasjoner. De brede markedsindeksene er ment fortløpende å speile markedene, være konsistente, transparente, lette å replikere og kostnadseffektive. Referanseindeksen for SPU innebærer at investeringene skal spres på mange enkeltaksjer og obligasjonslån.

Referanseindeksen for aksjer i SPU tar utgangspunkt i den brede markedsindeksen FTSE Russell Global All Cap. Fondets referanseindeks for aksjer avviker noe fra denne indeksen, blant annet som følge av etisk motiverte utelukkelse.

FTSE Russell har besluttet at olje- og gassektoren i indeksen vil bytte navn til *energisektoren* fra 1. juli 2019, og har samtidig lagt opp til å inkludere selskaper innen leting og utvinning av kull, som i dag inngår i materialektoren. Navnebyttet gjenspeiler at energisektoren dekker energivirksomhet i bred forstand. Ved utgangen av 2018 omfattet sektoren mer enn 300 energiselskaper med svært ulik størrelse og innretning, fra små, spesialiserte selskaper innen fornybar energi til store, integrerte olje- og gasselskaper med inntekter fra hele verdikjeden og fra mange land. FTSE Russell har samtidig med navnebyttet lagt opp til en ny inndeling av energiselskapene. Den nye inndelingen innebærer blant annet en deling i henholdsvis fornybare og ikke-fornybare energiselskaper, samt en noe mer finmasket inndeling basert på selskapenes hovedinntektskilder, se tabell 2.1.

Tabell 2.1 Endringer i FTSE Russells klassifisering av energisektoren fra 1. juli 2019

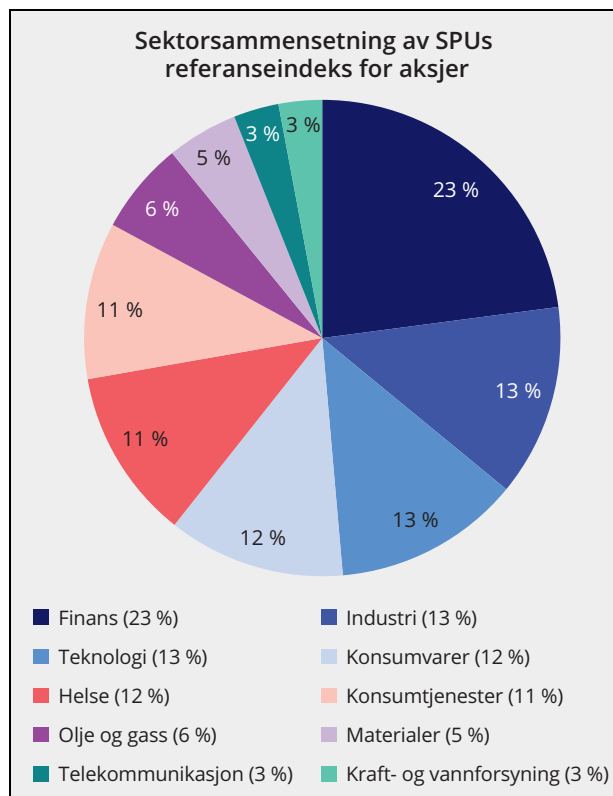
Energisektoren (ny klassifisering)		Olje- og gassektoren (gjeldende klassifisering)			
<i>601010</i>	<i>Ikke-fornybar energi</i>				
60101000	Integrert olje- og gass	0001	Olje- og gass	0537	Integrert olje- og gass
60101010	Produsenter av råolje	0001	Olje- og gass	0533	Leting og produksjon (oppstrømselskaper)
60101015	Offshore boring og andre tjenester	0001	Olje- og gass	0533	Leting og produksjon (oppstrømselskaper)
60101020	Oljeraffinering og markedsføring	0001	Olje- og gass	0533	Leting og produksjon (oppstrømselskaper)
60101030	Oljeutstyr og tjenester	0001	Olje- og gass	0573	Oljeutstyr og -tjenester
60101035	Rørledninger	0001	Olje- og gass	0577	Rørledninger
60101040	Kull	1000	Materialer	1771	Kull
<i>601020</i>	<i>Fornybar energi</i>				
60102010	Alternative brensler	0001	Olje- og gass	0587	Alternative brensler
60102020	Utstyr til fornybar energi	0001	Olje- og gass	0583	Utstyr til fornybar energi

Kilde: FTSE Russell.

Ved utgangen av 2018 utgjorde dagens olje- og gassektor om lag 4,2 pst. av referanseindeksen for SPU, tilsvarende om lag 6,3 pst. av fondets aksjeindeks, se figur 2.1. SPUs investeringer i sektoren utgjorde på samme tid om lag 321 mrd. kroner.

Sammensetningen av dagens olje- og gassektor i SPUs referanseindeks er oppsummert i tabell 2.2. Ved utgangen av 2018 utgjorde markedsverdien av selskaper innen olje- og gassproduksjon om lag 86 pst. av sektoren, fordelt på om lag 21 pst. innen leting og produksjon (såkalte oppstrømselskaper) og 65 pst. integrerte olje- og gasselskaper. Selskaper innen oljeservice og distribusjon utgjorde om lag 13 pst. av olje- og gassektoren på samme tidspunkt, mens selskaper innen alternativ energi utgjorde om lag 2 pst., hovedsakelig innen utstyr til fornybar energi.

Indeksleverandørene søker å klassifisere selskaper i ulike sektorer og bransjer basert på hvilke aktiviteter hoveddelen av selskapenes inntekter stammer fra. Klassifiseringer er basert på en viss skjønnsutøvelse og vil ikke nødvendigvis gjenspeile bredden i selskapenes virksomhet. For eksempel kan et selskap som av indeksleverandøren klassifiseres som et integrert olje- og gasselskap, ha betydelig større virksomhet innen fornybar energi enn et rendyrket fornybar energiselskap, målt i kroner, som påpekt av både ekspert-



Figur 2.1 Sektorsammensetningen av SPUs referanseindeks for aksjer ved utgangen av 2018. Prosent

Kilder: FTSE Russell, Norges Bank og Finansdepartementet.

Tabell 2.2 Størrelse og sammensetning av olje- og gassektoren i SPUs referanseindeks for aksjer ved utgangen av 2018

	Antall selskaper	Markedsverdi (mill. kroner)	Andel av sektoren (pst.)
Olje- og gassproduksjon, hvorav	195	293 341	85,6
– leting og produksjon	134	70 276	20,5
– integrerte olje- og gasselskaper	61	223 066	65,1
Oljeservice og distribusjon, hvorav	89	42 773	12,5
– oljeutstyr og -tjenester	73	20 227	5,9
– rørledninger	16	22 546	6,6
Alternativ energi, hvorav	26	6 375	1,9
– utstyr til fornybar energi	23	6 287	1,8
– alternative brensler	3	87	0,03
Totalt	310	342 489	100

Kilder: FTSE Russell, Norges Bank og Finansdepartementet.

gruppen og Norges Bank. Klassifiseringen vil heller ikke avdekke gradvise endringer i selskapenes forretningsmodell over tid. Endringene må være så omfattende at et selskap får hoveddelen av sine inntekter fra et annet virksomhetsområde, før det gis en annen klassifisering.

Sammensetningen av olje- og gassektoren – energisektoren fra 1. juli 2019 – gjenspeiler de energiformene som er tilgjengelige. I dag kommer 80 pst. av energiforbruket fra fossile kilder. I takt med at verden lykkes med å redusere klimautslippene fra fossil energi, er det rimelig å legge til grunn at sammensetningen av energisektoren vil endres tilsvarende.

McKinsey (2018) anslår at det investerbare markedet for infrastruktur for fornybar energi

frem mot 2030 vil utgjøre om lag 1 600 mrd. amerikanske dollar, hvorav om lag en tredjedel vil være i noterte markeder.¹ Selskaper som ikke har fornybar energi som sin hovedvirksomhet ventes å stå for om lag 90 pst. av veksten i børsnotert infrastruktur for fornybar energi, mens rendyrkede fornybarselskaper på børs anslås å stå for om lag 10 pst. av vektsten. Store, børsnoterte energiselskaper som går inn i fornybar energi vil dermed fortsatt ha mesteparten av sin virksomhet innen ikke-fornybare energikilder.

¹ Se McKinsey (2018) *The Market for unlisted renewable energy infrastructure* tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider.

3 Rådet fra Norges Bank og høringen av dette

Finansdepartementet mottok i brev 14. november 2017 et råd fra Norges Bank om å ta energisektoren ut av referanseindeksen for SPU. Rådet tar utgangspunkt i at verdien av statens formue er sårbar for endringer i oljeprisen. Det pekes på at dette i første rekke gjelder statens fremtidige olje- og gassinntekter, enkelte av investeringene i SPU samt statens direkte eierskap i Equinor. Sårbarheten i statens formue for et varig fall i prisene på olje og gass vil derfor ifølge banken reduseres dersom SPU ikke investeres i energiaksjer. Banken foreslår at dette gjennomføres ved å ta sektoren ut av fondets referanseindeks for aksjer.

Norges Bank presiserer at rådet utelukkende er basert på finansielle argumenter og gjenspeiler ikke et bestemt syn på utvikling i oljepris, fremtidig lønnsomhet eller bærekraft i olje- og gassektoren.

Samtidig med at Finansdepartementet 13. februar 2018 oppnevnte en ekspertgruppe for å vurdere SPUs investeringer i energiaksjer, ble Norges Banks råd sendt på høring og banken ble i et eget oppfølgingsbrev bedt om å bidra med ytterligere informasjon. Svarbrevet fra banken ble oversendt departementet 26. april 2018. Omtalen nedenfor er basert på begge bankens brev.

Norges Bank underbygger sitt råd om å ta energisektoren ut av SPU ved å analysere sammenhengen mellom avkastningen av ulike aksjemarkedssektorer, aksjemarkedet som helhet og oljeprisendringer. Banken peker på at avkastningen av energiaksjer i stor grad følger den generelle utviklingen i aksjemarkedet. Samtidig tyder analysene på at avkastningen av flere sektorer har sammenheng med endringer i oljeprisen, men at sammenhengen er sterkest for energisektoren. Energisektorens oljepriseksponering er ifølge banken konsistent med at markedet oppfatter oljeprissjokk som langvarige.

Norges Banks analyser tyder på at sammenhengen mellom endringer i oljeprisen og statens oljeinntekter historisk har vært betydelig sterkere enn sammenhengen mellom oljeprisen og avkastningen av energiaksjer. Basert på tall for perioden 1996–2016, viser bankens analyser at et 20 pst. fall i oljeprisen ville redusert statens netto

kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten med om lag 38 pst. Verdien av energiaksjer ville med et tilsvarende oljeprisfall blitt redusert med om lag 8 pst., basert på tall for perioden januar 1994 til juli 2017.

Norges Bank viser til at effekten av rådet om å ta energiaksjer ut av SPU ikke er vurdert opp mot andre virkemidler som kan tas i bruk for å redusere sårbarheten i norsk økonomi for et varig fall i oljeprisen, og peker på at en slik vurdering ligger utenfor rollen som Finansdepartementets rådgiver i spørsmål om SPUs investeringsstrategi.

Forslaget fra Norges Bank innebærer at aksjer i energiselskaper tas ut av referanseindeksen for SPU, men banken åpner i sitt brev for at fondet fortsatt skal kunne investeres i slike selskaper innenfor dagens rammer for avvik fra referanseindeksen. Bakgrunnen for dette er at klassifiseringen indeksleverandørene gjør av enkeltelskaper er basert på en viss grad av skjønn, og ikke nødvendigvis fanger opp bredden i selskapenes virksomhet. Et selskap klassifisert som et integrert olje- og gasselskap, kan ifølge banken for eksempel ha betydelig større virksomhet innenfor fornybar energi enn et rendyrket alternativ energiselskap, og selskapenes virksomhet kan endres over tid. Banken peker på at investeringer i slike selskaper i første rekke vil være aktuelt innenfor fondets miljømandater.

Norges Bank peker også på at Finansdepartementet kan vurdere å beholde selskaper klassifisert som alternativ energiselskaper i referanseindeksen for SPU.

Dersom historiske sammenhenger vedvarer, vil ifølge Norges Bank verken SPUs forventede avkastning eller markedsrisiko påvirkes nevneverdig av om fondet investeres i energiaksjer eller ikke. Avkastningen av en global aksjeindeks uten energiaksjer har ifølge banken historisk bare svingt marginalt mer enn avkastningen av en global indeks som inkluderer slike aksjer. Dersom sammenhengen mellom den langsiktige avkastningen av en bred aksjeindeks og energiaksjer vedvarer, er det ifølge banken ikke grunn til å forvente at en beslutning om ikke å investere SPU i energiaksjer svekker diversifiseringen i fondet

Boks 3.1 Høringen av Norges Banks råd

Universitetet i Oslo (UiO) og Knut Anton Mork ved Norges teknisk- naturvitenskapelige universitet støtter Norges Banks forslag om å ta energiaksjer ut av SPUs referanseindeks. Norges Handelshøyskole heller mot å støtte bankens råd, men peker på at dette er et empirisk spørsmål som krever grundige analyser. Også Handels-høyskolen BI trekker frem at dette er et empirisk spørsmål, og ønsker at det gjennomføres flere omfattende analyser før en endelig beslutning tas. Universitetet i Stavanger tar ikke stilling til om energiaksjene bør tas ut av referanseindeksen for SPU, men peker på viktigheten av at forslaget blir vurdert i en faglig og faktabasert utredning basert på oppdatert innsikt fra forskningen.

Norske finansanalytikers forening tar ikke stilling til om energiaksjer bør tas ut av referanseindeksen for SPU, men mener dette kun bør gjøres dersom det foreligger en god begrunnelse. Storebrand støtter Norges Banks råd. Miljøorganisasjonene Greenpeace, Framtiden i våre hender, WWF og Besteforeldrenes klimaaksjon støtter alle bankens råd om å ta energiaksjer ut av fondets referanseindeks, med bakgrunn både i argumenter om finansiell risiko og klimarisiko.

I høringsbrevet 13. februar 2018 viste Finansdepartementet til at problemstillingene som Norges Bank tar opp er omfattende og berører mange tema, herunder valg av formuesperspektiv.

De fleste høringsinnspillene mener at det er hensiktsmessig å legge til grunn et bredere formuesperspektiv enn SPU alene. Med unntak av UiO og Storebrand, som mener statens formue er det relevante formuesperspektivet for vurderinger av SPUs energiaksjer, peker de fleste høringsinnspillene på nasjonalformuen som det riktige perspektivet. I flere av høringsinnspillene vises det samtidig til at anvendelser av et nasjonalformuesperspektiv for fondets investeringsstrategi kan være utfordrende og krever flere analyser.

Landsorganisasjonen i Norge (LO) ønsker å gi en anbefaling i saken basert også på ekspertgruppens arbeid, og ber departementet avholde en ny høringsrunde når gruppens arbeid er avsluttet.

Samtlige høringsinnspill er tilgjengelige på Finansdepartementets nettsider.

vesentlig. Banken mener en beslutning om ikke å investere i energiaksjer i første rekke vil bidra til å redusere oljeprisrisikoen i SPU.

Finansdepartementet mottok 16 svar på høringen av Norges Banks råd, hvorav 11 hadde konkrete merknader til rådet, se boks 3.1. De fleste av høringssvarene støtter at det legges til grunn et bredere formuesperspektiv for vurderinger av

investeringsstrategien til SPU, og peker på at nasjonalformuen er det teoretisk riktige perspektivet for slike vurderinger. Videre støtter de fleste høringssvarene bankens råd om å ta energiaksjene ut av SPU, men mange viser til at det burde gjennomføres flere analyser før en beslutning tas.

4 Ekspertgruppens utredning og høringsinnspill

Finansdepartementet oppnevnte 13. februar 2018 en ekspertgruppe for å vurdere om SPU bør investeres i energiaksjer. Gruppen ble ledet av professor og rektor ved Norges Handelshøyskole Øystein Thøgersen, med tidligere administrerende direktør i Folketrygdfondet Olaug Svarva og sjeføkonom i Sparebank 1 Markets Harald Magnus Andreassen som medlemmer. Finansdepartementet mottok 24. august 2018 gruppens utredning NOU 2018: 12 *Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland*.

Ekspertgruppen peker på at de gjenværende petroleumsressursene på norsk sokkel vil falle markert i verdi dersom oljeprisen, og dermed statens oljeinntekter, reduseres på varig basis. Dersom det finnes investeringer i SPU som varig mister verdi som følge av forhold som trekker ned verdien av statens petroleumsinntekter, kan det ifølge gruppen være et argument for å endre sammensetningen av investeringene i fondet.

I likhet med Norges Bank, og i tråd med forskningslitteraturen, benytter ekspertgruppen oljeprisen for å analysere sammenhengen mellom avkastningen av energiaksjer og petroleumsinntekter. Gruppen trekker frem at også kostnader forbundet med petroleumsutvinning har betydning for både energiselskapenes inntekter og de fremtidige petroleumsinntektene fra norsk sokkel. Ifølge gruppen tyder derimot mye på at en vesentlig del av variasjonen i kostnadene skyldes variasjoner i oljeprisen, og dermed vil fanges opp i analysene. Det vises blant annet til kostnadsreduksjonen på norsk sokkel som følge av oljeprisfallet i perioden 2014–2016, og internasjonal forskningslitteratur som tyder på at kostnadene ved utvinning av petroleum avhenger av nivået på oljeprisen.¹

¹ Rystad Energy (2018) *Verdivurdering av Statens Direkte Økonomiske Engasjement (SDØE) 2018* anslår at kostnadene på norsk sokkel totalt sett ble redusert med om lag 40 pst. i perioden med betydelig oljeprisfall fra 2014 til 2016, mens studien *The relationship between oil price and costs in the oil and gas industry* av Toews og Naumov (2015), se Energy Journal 36:1, tyder på at om lag 1/3 av oljeprisendringer tas ut i form av endringer i kostnadene til selskapene som bedriver oljeutvinning. Forklaringer på at oljeprisøkninger delvis blir undergravd av kostnadsøkninger, har vært motsyklisk produktivitet i selskapene og endringer i forhandlingsstyrken til leverandørindustrien.

Ekspertgruppen finner, i likhet med Norges Bank og i tråd med forskningslitteraturen, at avkastningen av energiaksjer i stor grad følger den generelle utviklingen i aksjemarkedet og at sammenhengen med oljeprisendringer er sterkere enn for andre aksjesektorer. Selv om sammenhengen mellom oljeprisendringer og avkastningen av energiaksjer *relativt sett er sterkere* enn for andre sektorer, tyder anslagene på at sammenhengen i *absolutt forstand er forholdsviss svak*. Historisk kan kun en liten andel av risikoen ved å investere i energiaksjer knyttes til utviklingen i oljeprisen, og sammenhengen synes å variere over tid.

Ekspertgruppen har i tråd med sitt mandat lagt til grunn et bredere sett av hensyn i sin vurdering av energiaksjene i SPU. Gruppen peker på at etableringen av SPU over tid har bidratt til betydelig risikoreduksjon for Norge ved at olje- og gassinntekter er blitt omplassert til en bredt diversifisert finansformue i utlandet. Etter hvert som gjenværende olje og gass utvinnes, vil risikoen avta ytterligere. Gruppen trekker frem at det finanspolitiske rammeverket gir Norge høy evne til å bære oljeprisrisikoen i gjenværende ressurser. Rammeverket innebærer at statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten settes til side i SPU, mens bruken av midlene over tid skal følge forventet realavkastning av fondet. Det skjermer finanspolitikken og fastlandsøkonomien fra kort-siktige svingninger i oljeinntektene.

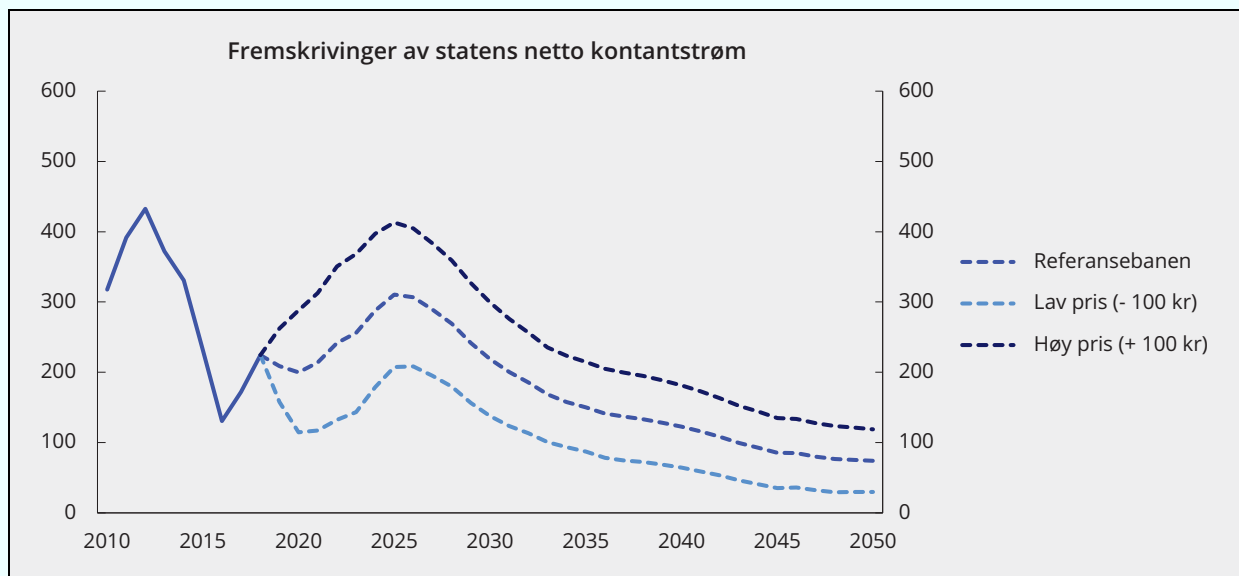
Ekspertgruppen vurderer i hvilken grad reduserte investeringer i energiaksjer vil kunne motvirke et varig fall i verdien av petroleumsressursene på norsk sokkel. Vurderingen er gjort med utgangspunkt i relevant forskning og et bredt sett med statistiske analyser av historiske data. Gruppens vurdering er at et salg av energiaksjene i SPU vil gi bedre risikospredning av nasjonalformuen, men at effekten er liten. Det skyldes at verdiutviklingen for energiaksjer i liten grad kan knyttes til endringer i oljeprisen, samtidig som energisektoren kun utgjør en liten andel både av SPU og nasjonalformuen. Gruppen anslår nytten av å selge energiaksjene til om lag 1 pst. av verdifallet i de gjenværende petroleumsressursene ved et varig fall i oljeprisen på 20 pst. Verdifallet i de gjenvæ-

Boks 4.1 Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten

Verdien av de gjenværende petroleumsressursene er sentral i ekspertgruppens analyser. Disse består i hovedsak av fremtidige inntekter fra overskuddsbeskatning av norsk olje- og gassproduksjon, inntekter fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og utbytter fra statens direkte eierandel på 67 pst. i Equinor. Nåverdien av statens andel av disse ressursene – statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten (SNK) – er beregnet med utgangspunkt i anslag for fremtidig produksjon, investeringer og kostnader på sokkelen, samt forutsetninger om fremtidige priser. Anslagene er blant annet basert på informasjon samlet inn av Oljedirektoratet om det enkelte felt og det enkelte selskap på norsk sokkel.

Verdien av de gjenværende petroleumsressursene er følsom for endringer i oljeprisen. Ekspertgruppen viser til at det i Revidert nasjonalbudsjett 2018 anslås at i et scenario der oljeprisen faller om lag 20 pst., vil nåverdien av SNK kunne reduseres med om lag 40 pst., se figur 4.1. En oljeprisøkning på 20 pst. vil ha tilsvarende effekt på SNK, men med motsatt fortegn.

Norges Banks resultater fra historiske analyser av oljeprisfølsomheten i SNK i perioden 1996–2016, som ble oversendt Finansdepartementet som del av rådet om å ta energiaksjer ut av SPU i brev 26. april 2018, samsvarer med de fremoverskuende anslagene i Revidert nasjonalbudsjett 2018.



Figur 4.1 Fremskrivning av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten ved ulike prisforutsetninger. Milliarder 2018-kroner

Kilde: Figur 6.5 i NOU 2018: 12 *Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland*.

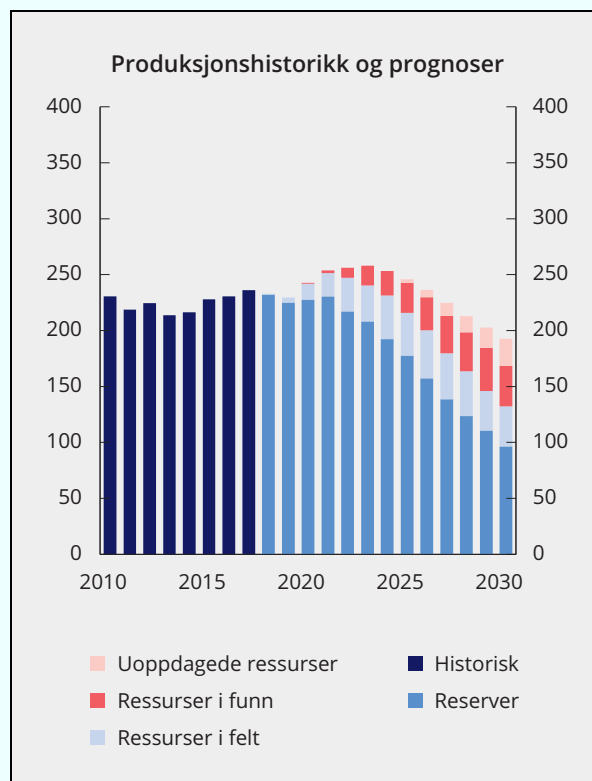
I de fremoverskuende beregningene i figur 4.1 er det tatt høyde for virkninger av et oljeprisfall på SDØE-inntektene og petroleumsskatteinntektene, herunder virkninger på selskapenes skatteposisjon. Ekspertgruppen viser til at en svakhet ved beregningene er at verken anslag for fremtidig produksjon, investeringer eller kostnader på sokkelen forutsettes endret. Eksisterende datagrunnlag og modellapparat gir ikke grunnlag for å tallfeste hvordan disse anslagene påvirkes av oljeprisendringer.

Ulike ressurskategorier i prognoser for fremtidig produksjon på norsk sokkel kan påvirkes forskjellig ved et varig oljeprisfall. Felter som allerede er i produksjon faller i ressurskategorien *reserver* i figur 4.2. For disse feltene er faste kostnader og ressursgrunnlag i stor grad avklart, og produksjonsvolumer kan antas i mindre grad å bli påvirket av oljeprisendringer. Med en slik forutsetning vil en prisendring innenfor intervallet som er lagt til grunn i figur 4.1 slå ut i tilsvarende inntektsendringer per produsert enhet, målt i kroner.

Boks 4.1 forts.

Anslaget for fremtidig produksjon av olje og gass på norsk sokkel forutsetter derimot også investeringer i eksisterende felter, nye felter og lettevirksomhet, se figur 4.2. Fremtidig produksjon av ressurskategoriene *ressurser i felt*, *ressurser i funn* og *uoppdagede ressurser* kan derfor i større grad antas å være avhengig av utviklingen i oljeprisen. Et betydelig oljeprisfall kan gjøre færre investeringer lønnsomme. Det trekker isolert sett i retning av lavere produksjonsvolumer og dermed lavere fremtidige petroleumsinntekter for staten enn anslått i lavprisbanen i figur 4.1.

Ekspertgruppen peker på at erfaringene fra oljeprisfallet i 2014 viser at selskapene kan ha rom til å kutte både drifts-, investerings- og lettekostnader og på den måten opprettholde lønnsomheten ved et oljeprisfall. En viktig årsak til dette er ifølge gruppen at en stor del av kostnadene er eksterne, noe som kan gi selskapene betydelig fleksibilitet. Kostnadsbesparelser kan for eksempel skyldes endret innretning av utbygginger, mer effektiv bruk av teknologi og bedre balanse mellom tilbud og etterspørsel i leverandørkjeden. Isolert sett kan disse forholdene trekke i retning av at lavprisbanen i figur 4.1 gir et rimelig bilde på hvordan SNK påvirkes, også når det tas høyde for investeringer i nye og eksisterende felt. Den samlede effekten på SNK av de angitte prisendringene kan ifølge gruppen derimot bli både større og mindre enn i banene angitt i figuren.



Figur 4.2 Produksjonshistorikk og prognose fordelt på modenhet av ressursene, 2010–2030. Oppdatert 9. mars 2018. Gass er oppgitt i 40 MJ. Millioner Sm³ o.e. per år

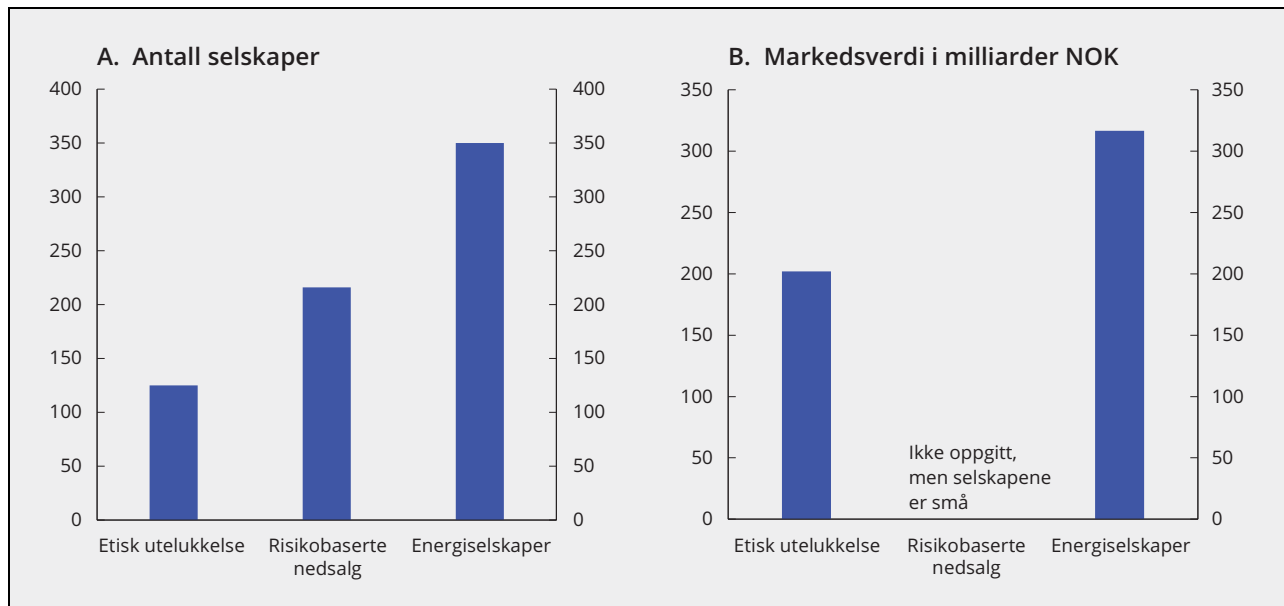
Kilde: Figur 6.6 i NOU 2018: 12 *Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland*.

rende petroleumssressursene er målt ved endringer i nåverdien av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, se boks 4.1. Gruppen understreker at slike anslag er usikre, men at betydningen av et salg av energiaksjene i SPU for oljeprisrisikoen i norsk økonomi uansett ikke er vesentlig.

Ekspertgruppen peker på at selv om et salg av energiaksjene i SPU vil gi bedre risikospredning av nasjonalformuen, kan deler av den anslåtte diversifiseringsgevinsten bli spist opp av svakere risikospredning i fondet isolert sett. Professor Elroy Dimson og Vaska Atta-Darkua har i et vedlegg til utredningen vurdert betydningen for avkastningen av en sammensatt portefølje av å ta ut enkeltsektorer, basert på lange historiske tidsrekk for aksjeavkastning.

Dimson og Atta-Darkua finner at det historisk har vært betydelige forskjeller i realisert avkastning for ulike sektorer, og understreker viktigheten av å spre investeringene bredt. Det er også gjort en vurdering av historiske utfallsrom for mer- eller mindreavkastning dersom enkeltsektorer hadde blitt tatt ut over perioder på henholdsvis 10, 20 og 30 år, sammenlignet med en investering i det brede aksjemarkedet. På tvers av land, sektorer og perioder, ville halvparten av slike sektoruttrekk medført et avkastningsavvik på om lag 1 prosent per år, vektet med sektorens andel av markedet.

Ekspertgruppen peker på at dersom energiaksjene tas ut av SPU, kan det medføre potensielle kostnader i form av en mer politisert investeringsstrategi for fondet. Dagens investeringsstrategi,



Figur 4.3 Omfanget av etiske utelukkelse, risikobaserte nedslag og investeringer i energisektoren. 31.12.2017

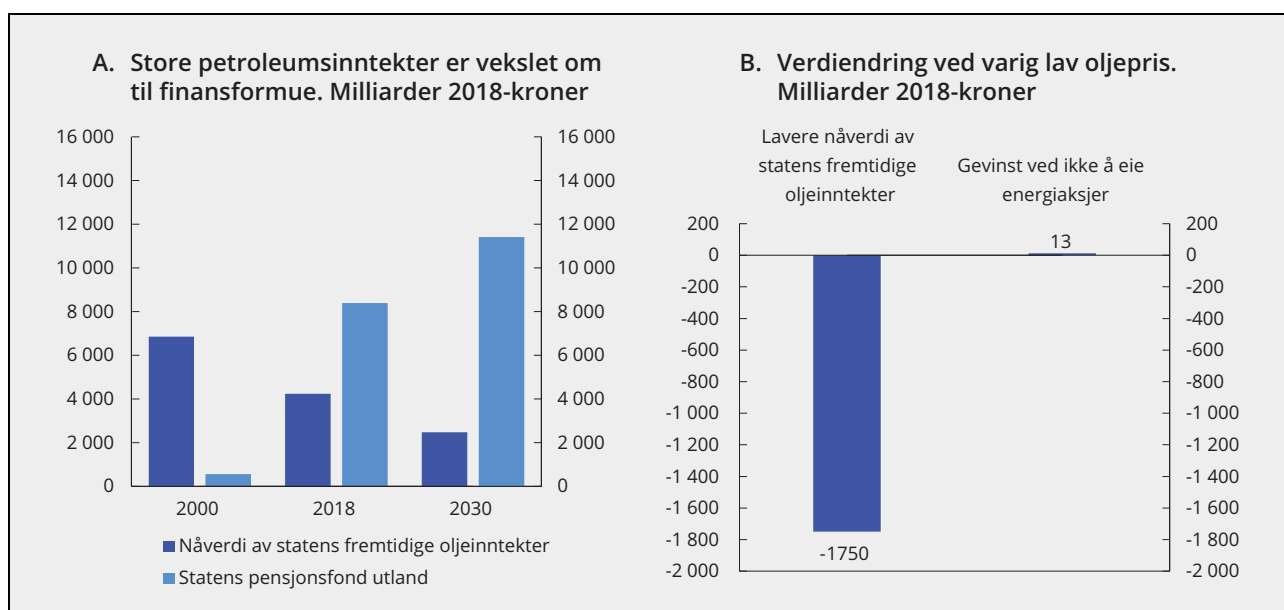
Kilde: Figur 4.3 i NOU 2018: 12 *Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland*.

som innebærer bred spredning og en høy terskel for uttrekk, har støttet opp under SPU sine finansielle målsetting og bidratt til å skjerme fondet fra politisering av hva fondet bør og ikke bør investeres i.

Ekspertgruppen viser til at markedsverdien av energiaksjene i SPU utgjør mer enn alle dagens etisk motiverte uttrekk til sammen – inkludert kull, se figur 4.3. Gruppens tall viser at totalt 125 selskaper til en samlet verdi av 202 mrd. kroner var utelukket fra referanseindeksen for SPU basert på de etisk motiverte retningslinjene ved utgangen av 2017. Til

sammenligning utgjorde fondets faktiske investeringer i energisektoren 350 selskaper til en samlet verdi av 316,5 mrd. kroner ved utgangen av 2017.

Basert på en samlet vurdering av de ulike hensyn, mener ekspertgruppen at SPU fortsatt bør investeres i energiaksjer. Gruppen legger vekt på at behovet for å redusere oljeprisrisikoen i nasjonalformuen nå er historisk lavt og fallende, samtidig som et salg av energiaksjene i fondet i liten grad vil bidra til å redusere denne risikoen ytterligere, se figur 4.4.



Figur 4.4 Energiaksjer som forsikring

Kilde: Figur 1.1 i NOU 2018: 12 *Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland*.

Dersom eier likevel skulle ønske ytterligere reduksjon i oljeprisisiko, mener ekspertgruppen at de mest treffsikre tiltakene bør velges. Gruppen peker på at det trolig vil være mer effektivt å selge statlige eierposter i Equinor eller SDØE. Dette er omsettelige eierposter som utgjør en vesentlig del av kontantstrømmen fra norsk sokkel, mens energiaksjene i SPU utgjør en bredt diversifisert investering i internasjonale energiselskaper. Gruppen trekker samtidig frem at et mulig salg av disse eierpostene reiser økonomiske og politiske spørsmål som ikke er blitt vurdert nærmere i utredningen.

Norges Bank la i brevet til Finansdepartementet opp til at energisektoren tas ut av referanseindeksen, men beholdes i investeringsuniverset. Det innebærer at SPU fortsatt vil kunne investeres i denne sektoren. Ekspertgruppens prinsipielle syn er at tilpasninger i fondets investeringer av hensyn til eiers øvrige balanse, bør skje gjennom investeringsuniverset og ikke referanseindeksen alene. Det gir ifølge gruppen en bedre

ansvarsfordeling, forhindrer uønsket risikoeksponering og understreker at ansvaret for tilpasningene ligger hos eier. Dersom banken investerer SPU i energiaksjer gjennom å avvike fra referanseindeksen, vil det isolert sett trekke i retning av at risikoreduksjonen ved et varig oljeprisfall kan bli lavere enn gruppens anslag.

Finansdepartementet mottok 14 svar på høringsbrevet av ekspertgruppens utredning, hvorav 13 hadde konkrete merknader, se boks 4.2. Mange høringsbrev synes å dele ekspertgruppens vurdering av at den økonomiske betydningen av bankens forslag for oljeprisisikoen i norsk økonomi er liten, men er likevel delt i synet på om energisektoren bør tas ut av SPU. Mens flere høringsbrev vektlegger at å ta hele eller deler av energisektoren ut av SPU er et steg i riktig retning, peker andre på at forslaget kan sette fondets finansielle formål i spill og rammer selskaper som har vesentlig og økende virksomhet innen fornybar energi.

Boks 4.2 Høringen av ekspertgruppens utredning

Espen R. Moen ved Handelshøyskolen BI, *Rann Rådgivning* og *Universitetet i Oslo (UiO)* viser til rådet fra Norges Bank og mener at energiaksjer bør tas ut av SPU. *Statistisk sentralbyrå (SSB)* mener det er gode grunner til å lytte til Norges Banks råd, mens *Petter Bjerksund* ved Norges Handelshøyskole, *Norske finansanalytikeres forening (NFF)*, *Finans Norge* og *Landsorganisasjonen i Norge (LO)* slutter seg til ekspertgruppens vurdering av at SPU fortsatt bør investeres i energiaksjer.

Knut Anton Mork ved Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet støtter i utgangspunktet Norges Banks råd, men peker på at det er oppstrømsvirksomhet som bør tas ut av SPUs indeks. Andre deler av energisektoren forårsaker ifølge Mork ikke samme konsentrasjonsrisiko som aksjer i oljeselskap som primært driver oppstrømsvirksomhet.

I høringsbrevet 28. september 2018 viste Finansdepartementet til at ekspertgruppen vurderte et salg av energiaksjene i SPU som et tiltak med liten effekt for nasjonens oljeprisisiko. Felles for mange av høringsbrevene er en tilslutning til ekspertgruppens vurdering av dette. Samlet synes høringsbrevene som mener hele eller deler av energisektoren bør tas ut av SPU i stor grad å vektlegge at dette likevel er et steg i riktig retning. Høringsbrevene som slutter seg til ekspertgruppens vurdering av at SPU fortsatt

bør investeres i energiaksjer, synes i likhet med gruppen å vektlegge at det er viktig å verne om dagens brede investeringsstrategi, som har støttet opp under fondets finansielle målsetting og bidratt til å skjerme fondet fra å bli et virkemiddel for å nå andre politiske mål.

I høringsbrevet pekte Finansdepartementet videre på at ekspertgruppen, i likhet med Norges Bank og i tråd med forskningslitteraturen, finner at avkastningen av energiaksjer i stor grad følger den generelle utviklingen i aksjemarkedet og at sammenhengen med oljeprisendringer er sterkere enn for andre aksjesektorer, men forholdsvis svak i absolutt forstand.

Felles for høringsbrevene som mener energiaksjene bør tas ut av SPU, synes å være en oppfatning om at slike analyser undervurderer oljeprisisiko, og at det er grunn til å anta at sammenhengen mellom verdien av aksjer i energisektoren og statens fremtidige oljeinntekter er sterkere enn den sammenhengen som går gjennom oljeprisen. Mens Moen og UiO mener at det er mer relevant med analyser av sammenhengen mellom statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og verdiutviklingen for energiselskaper, peker Rann Rådgivning på at det er mer relevant å vurdere sammenhengen mellom regnskapsmessige kontantstrømmer i internasjonale energiselskaper og statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten.

Boks 4.2 forts.

Finansdepartementet pekte i høringsbrevet på at ekspertgruppens vurdering var basert på en samlet avveining av ulike hensyn.

Moen, Mork, Rann og UiO mener at redusert risikospredning i SPU ved å ta energiaksjene ut ikke bør tillegges vekt, fordi tiltaket vil bidra til risikoreduksjon målt som del av en større balanse. Det pekes videre på at konsekvensene for SPU's investeringsstrategi er små. SSB viser til Norges Banks vurderinger og mener gevinstene ved å ta energiaksjene ut trolig vil være større enn kostnadene, men omtaler ikke betydningen for fondets strategi.

Bjerksund mener et uttrekk av energisektoren vil begrense fondets muligheter for risikospredning, men at de finansielle kostnadene som følge av dette vil være små, fordi fondet fortsatt vil være bredt investert i de øvrige sektorene. Samtidig påpeker Bjerksund at det slett ikke er opplagt at nettoeffekten av å ta energiaksjer ut av SPU er positiv når nytte og kostnader veies sammen. LO trekker frem at uttrekk fra fondets brede referanseindeks generelt både kan redusere forventet avkastning og øke risikoen.

Finans Norge legger vekt på at energiselskaper har bredere virksomhet enn olje og gass, og at det forventes at energiselskapene i økende grad vil basere seg på fornybar energi i tiden som kommer. Det anses ikke formålstjenlig at SPU baserer seg på en referanseindeks der energisektoren kun består av fornybar energiselskaper, ettersom flere integrerte olje- og gasselskaper i dag har utstrakt virksomhet på dette området og at det tar tid før dette slår ut i energisektorens bransjefordeling mellom fornybar og ikke-fornybar energi. Finans Norges vurdering er at å ta energiaksjer ut av SPU ikke vil gi en tilstrekkelig risikoreduksjon sett opp mot de negative konsekvensene for fondets forvaltning.

Bjerksund og NFF mener at forslaget om ikke å investere i energiaksjer rokker ved de prinsipper som i dag er lagt til grunn for forvaltningen av SPU. NFF legger vekt på at det er viktig å bevare en robust forvaltningsmodell som har bred tillit i befolkningen. Tas energiaksjene ut av SPU kan det ifølge NFF bidra til en politisering av forvaltningen som tar fokus bort fra fondets målsetting

om høyest mulig langsiktig avkastning. Bjerksund skriver at et uttrekk av energiaksjer på sikt kan sette forvaltningen av SPU i spill.

LO skriver at en samlet vurdering tilsier at en ikke har gode nok argumenter for å gjøre nok et unntak fra fondets hovedstrategi om å investere bredest mulig, og slutter seg derfor til ekspertgruppens anbefaling. LO trekker blant annet frem at å ta energiaksjene ut av SPU vil bryte med dagens investeringsstrategi, og at slik indeksen er satt opp, vil dette kunne ramme selskaper som har en vesentlig og økende del av virksomheten innenfor fornybar industri. LO mener at et nedslag av energiaksjer er uegnet til å fremme klimapolitiske mål, og at slike mål må nås gjennom klimapolitikken og ikke gjennom utelukkelsesmekanismer i SPU. Det setter SPU i spill og kan gå ut over hovedmålene for fondet og dets evne til å sikre velferden i Norge

I høringsbrevet viste Finansdepartementet til at ekspertgruppen hadde pekt på at det trolig vil være mer effektivt å selge statlige eierposter i Equinor eller SDØE for å redusere oljeprisrisiko, men at dette ikke er utredet nærmere.

Høringsinstansene synes å være uenige om andre virkemidler er bedre egnet. Moen er enig i at de foreslåtte virkemidlene vil redusere den samlede eksponeringen mot olje, mens UIO trekker frem at salg av SDØE ville vært et effektivt virkemiddel for å redusere oljeprisrisikoen. Begge understreker derimot det er grunn til å tvile på om staten vil oppnå en pris på SDØE som reflekterer de underliggende verdiene. Også Mork trekker frem dette, men legger til at et salg av statens aksjer i Equinor kan være fornuftig å vurdere. LO legger vekt på at landets eierskap i Equinor og SDØE er industrielt og prinsipielt begrunnet, og går imot ekspertgruppens vurdering av alternative tiltak. Bjerksund mener fra et finansfaglig ståsted at det ikke er tvil om at disse tiltakene vil redusere oljeprisrisikoen i statens formue på en langt mer treffsikker måte, mens NFF trekker frem at begrunnelsen for uttrekk av energiaksjer svekkes av at andre virkemidler synes langt mer egnet dersom man ønsker å redusere oljeprisrisikoen.

Boks 4.2 forts.

Videre synes de fleste høringsinnspillene å være enige i at statens oljeprisrisiko er redusert de senere årene. Finans Norge trekker frem at den norske stats evne til å bære oljeprisrisiko er høy, og at risikoen knyttet til oljeprisutvikling må anses å være avtagende som følge av avtagende petroleumsressurser og en forventet økende andel fornybar energi i energisektoren. LO mener argumentet for å skille ut energiaksjer er blitt svakere siden fondet ble opprettet. UiO er enig i at risikoen er lavere nå enn tidligere, men trekker i likhet med SSB og Moen frem at risikoen fortsatt er betydelig.

Miljøorganisasjonene Besteforeldrenes klimaaksjon, Framtiden i våre hender og Greenpeace, samt et høringssvar fra *Heidi R. Nilsen* og *Beate Sjøfjell*, mener at det er gode argumenter for at SPU ikke bør investeres i energiaksjer både på finansielt grunnlag og med hensyn til klimarisiko. Det pekes også på at selskaper klassifisert som alternativ energiselskaper bør beholdes både i referanseindeksen og investeringsuniverset, samt at investeringene innen fornybar energi bør økes.

Framtiden i våre hender trekker frem at når beslutningen om energiselskaper i SPU skal fattes, er det nødvendig å ta med i vurderingen at disse selskapene, men også norsk økonomi, er eksponert for økt risiko som følge av klimændringene (klimarisiko), og hvorvidt den store usikkerheten knyttet til fremtidig oljepris gjør behovet for å redusere oljeprisrisikoen i norsk økonomi større. Det vises også til at argumenter fra det økonomiske fagmiljøet, ifølge Framtiden i våre hender, styrker Norges Banks anbefaling.

Greenpeace mener at redusert risikospredning i SPU ved å ta energiaksjene ut ikke bør tillegges vekt, fordi tiltaket vil bidra til risikoreduksjon målt som del av en større balanse. Videre mener Greenpeace at energiomstillingen verden skal gjennom, høyst sannsynlig også vil komme til å påvirke energiaksjer, fordi olje- og gassindustrien på sikt må fases ut dersom verden skal nå målene i Parisavtalen. Endelig mener Greenpeace at det er gode argumenter for både å selge energiaksjene i SPU og styrke arbeidet med klimarisiko i fondet.

Besteforeldrenes klimaaksjon peker på at det er behov for en fundamental omlegging av forvaltningen av SPU, og trekker frem at investeringene bør vris fra å være fossilbaserte og ikke-bærekraftige, til fornybare og bærekraftige. Besteforeldrenes klimaaksjon mener det både er finansielle og etiske grunner for å gå inn for en slik omlegging.

Heidi R. Nilsen og Beate Sjøfjell mener SPU kan og bør øke investeringene i fornybar energi. Det trekkes i tillegg frem at dersom energisektoren tas ut av SPUs investeringsunivers, bør de frigjorte midlene investeres aktivt i sektorer som i seg selv bidrar til å gjøre investeringsuniverset bærekraftig. Videre understrekes det at et salg av energiaksjer vil gjøre at SPU oppfattes som en ledestjerne internasjonalt og at det vil kunne få positive ringvirkninger.

Samtlige høringsinnspill er tilgjengelige på Finansdepartementets nettsider.

5 Departementets vurderinger

Petroleumsressursene i Nordsjøen har gjort Norge som nasjon rikere. Forvaltningen av disse ressursene har bidratt til teknologiutvikling i norsk næringsliv og en kompetent arbeidsstyrke. Samtidig har merinntektene fra petroleumsvirksomheten i stor grad tilfalt fellesskapet. Mange land har erfart at store råvareinntekter ikke nødvendigvis fører til høyere velstand over tid. Slike inntekter er gjerne store, svinger mye og tar etter hvert slutt. For å ha varig nytte av petroleumsressursene må de forvaltes på en god og langsiktig måte.

Norges Banks forslag om ikke å investere SPU i energiaksjer innebærer at sammensetningen av investeringene vurderes med utgangspunkt i et bredere perspektiv enn den finansielle formuen i fondet alene. Det finnes i prinsippet flere ulike formuesperspektiver som kan legges til grunn for slike vurderinger, se boks 5.1. I likhet med enkelte høringsinnspill legger banken til grunn perspektivet statens formue. Ekspertgruppen peker på at det ut fra et rent finansfaglig ståsted kan argumenteres for å legge til grunn et bredest mulig formuesperspektiv, der nasjonens samlede balanse søkes sammensatt med mål om et best mulig forhold mellom avkastning og risiko. De fleste høringsinnspillene deler oppfatningen av nasjonalformuen som det teoretisk riktige perspektivet.

Som oljenasjon har Norge valgt å ta risiko. Vi har verken prissikret oljen eller solgt den «på rot». Staten har derimot tatt risiko gjennom petroleumsskattesystemet og det direkte økonomiske engasjementet på norsk sokkel. Dette har vært medvirkende til at Norge har lyktes med å trekke inn store deler av verdiskapingen.

Departementet vil peke på at norsk økonomi er sårbar for oljeprisrisiko. Et varig oljeprisfall vil få konsekvenser for produksjon og sysselsetting. Fastlandsbedrifter som leverer investeringer, varer og tjenester til petroleumsvirksomheten vil få lavere etterspørsel. Samtidig kan andre næringer oppleve økt etterspørsel, avhengig blant annet av hvordan en lavere oljepris virker inn på veksten i verdensøkonomien og på kronekursen. Et varig oljeprisfall vil også redusere verdien av de gjenværende petroleumsressursene på norsk sokkel.

Det vil gjøre Norge fattigere og ha langsiktige konsekvenser for offentlige finanser. Reduserte avsetninger til SPU vil over tid redusere fondets finansieringsbidrag til statsbudsjettet.

For å kunne håndtere en nedgang i produksjon og sysselsetting ved et varig oljeprisfall, er det viktig med en økonomisk politikk som legger til rette for god omstillingsevne i alle deler av økonomien og demper betydningen av slike sjokk. SPU vil fortsatt gi et handlingsrom i finanspolitikken for å møte eventuelle nedgangskonjunkturer – selv om noen verdipapirer skulle påvirkes negativt av svakere oljepris.

Ekspertgruppen peker på at oljeprisrisikoen i de gjenværende petroleumsressursene nå er historisk lav og avtakende. En stor andel av olje- og gassressursene er alt hentet opp og vekslet om til en bredt sammensatt finansformue i utlandet. Det har gitt betydelig risikoreduksjon. Fremover ventes risikoen å bli redusert ytterligere, i takt med utvinningen av de gjenværende ressursene. Målt som nåverdi, ventes om lag 60 pst. av de gjenværende ressursene å bli hentet opp og overført SPU i løpet av et drøyt tiår. Samtidig har det finanspolitiske rammeverket frikoblet bruken av oljeinntektene fra opptjeningen av dem og skjermer derigjennom statsbudsjettet og fastlandsøkonomien fra svingninger i de løpende inntektene fra olje og gass. Departementet deler vurderingen av at dette gir høy evne til å bære oljeprisrisikoen i gjenværende petroleumsressurser.

Et salg av energiaksjene i SPU kan bidra til å redusere oljeprisrisikoen i norsk økonomi ytterligere. Både ekspertgruppen og Norges Bank finner, i tråd med forskningslitteraturen, at avkastningen av flere aksjesektorer påvirkes av utviklingen i oljeprisen. For energisektoren peker begge på at avkastningen på lengre sikt i stor grad følger den generelle utviklingen i aksjemarkedet, men at sammenhengen med oljeprisendringer er sterkere enn for andre aksjesektorer.

Det kan være flere årsaker til at energiaksjer i stor grad følger den generelle utviklingen i aksjemarkedet. I *Perspektivmeldingen 2017* pekte departementet blant annet på at børsnoterte energiselskaper i liten grad selv eier petroleumsfore-

Boks 5.1 Valg av formuesperspektiv

Vurderinger av investeringsstrategien for SPU har i de fleste tilfeller vektlagt fondet alene, i tråd med fondets finansielle formål. Kun unntaksvis, ved viktige veivalg om risikonivået i fondet samlet sett, har en sett hen til forhold utover SPU alene. Dette gjelder blant annet da aksjeandelen ble besluttet økt i 2017, se Meld. St. 26 *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016*. Finansdepartementet så ved vurderingen av aksjeandelen hen til at evnen til å bære risiko i fondet var økt, som følge av at en større del av petroleumsformuen var hentet opp og omgjort til finansiell formue i SPU.

Finansteorien tilsier at sammensetningen av en finansiell formue må ses i sammenheng med investors forpliktelser og øvrig ikke-finansiell formue. Det finnes i prinsippet flere ulike formuesperspektiv som kan legges til grunn for vurderinger investeringene i SPU:

- *Petroleumsformuen for staten*, definert som summen av fremtidig grunnrente fra olje og gass som vil tilfalle staten og de finansielle verdiene i SPU.
- *Statens formue*, som består av alle statens fordringer og forpliktelser. De viktigste fordringene vil være fremtidige skatteinntekter fra verdiskapingen i privat sektor, mens forpliktelsene består av fremtidige overføringer og offentlige tjenester.
- *Nasjonalformuen*, som består av nasjonens humankapital, anslått som nåverdien av all fremtidig arbeidsinnsats, naturressurser, fast realkapital og finanskapital.

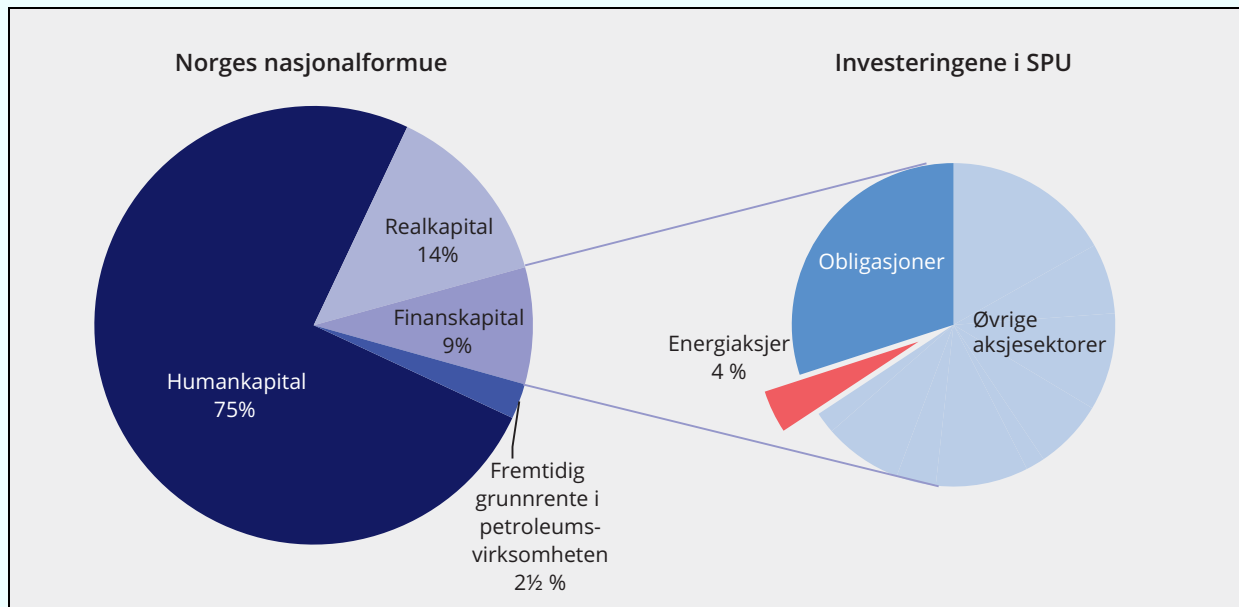
Ekspertgruppen peker på at det ut fra et rent finansfaglig ståsted kan argumenteres for å legge til grunn et bredest mulig formuesperspektiv, som vil innebære at investeringene i SPU søkes satt sammen slik at en oppnår et best mulig forhold mellom avkastning og risiko i nasjonalformuen. Det er derimot en rekke praktiske utfordringer knyttet til operasjonalisering

av et bredere formuesperspektiv. Gruppen viser blant annet til at det er vanskelig å identifisere klare sammenhenger mellom øvrige formueskomponenter og verdipapirene i SPU, at det kan medføre en svært kompleks investeringsstrategi og at det kan gi uklare ansvarsforhold.

Også Mork-utvalget (NOU 2016: 20 *Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland*), drøfter hvilket formuesperspektiv som er mest relevant for vurderinger av investeringsstrategien til SPU. Utvalget peker på at særtrekkene ved statens balanse innebærer at det er lite naturlig å sammenholde fondet med offentlig forvaltnings øvrige inntekter når en skal vurdere investeringsstrategien til SPU. Det skyldes blant annet at det er vanskelig å anslå nåverdien av statens viktigste eiendel, retten til å skatlegge husholdninger og bedrifter. Inntekter og utgifter til staten er et styringsverktøy for å benytte samfunnets realressurser på en politisk ønsket måte, og staten kan i prinsippet selv bestemme hvor mye av verdiskapingen som skal trekkes inn via skattesystemet. Ressursbruken i samfunnet kan også styres gjennom påbud og reguleringer som direkte påvirker anvendelsen av ressursene. Mork-utvalget pekte derfor på at det er mest hensiktsmessig å sammenholde fondet med Norges samlede nasjonalformue, heller enn kun statens balanse.

En rekke praktiske utfordringer knyttet til operasjonalisering av et nasjonalformuesperspektiv kan forklare hvorfor det i begrenset grad er benyttet i vurderinger av sammensetningen av investeringene i SPU tidligere. En betydelig utfordring er manglende tallgrunnlag. Det er svært krevende å identifisere sammenhenger mellom verdipapirene i SPU og alle komponentene i nasjonalformuen; humankapital, realkapital, finanskapital og naturressurser, hovedsakelig bestående av fremtidig grunnrente i petroleumssektoren, se figur 5.1.

Boks 5.1 forts.



Figur 5.1 Nasjonalformuen og investeringene i SPU ved utgangen av 2017

Kilde: Finansdepartementet.

komster, men tilbyr tjenester til leting, utvinning og produksjon av slike forekomster. En rimelig antakelse er at selskapene tilbys betingelser fra ressurseier som over tid gir en lønnsomhet, dvs. avkastning av egenkapitalen, på linje med andre selskaper. Avkastning utover normal lønnsomhet, grunnrenten, søker ressurseier selv å beholde. Samtidig er energisektoren sammensatt og omfatter annen virksomhet, som raffinering, distribusjon, teknologi, salg og fornybar energi. Selskaperens virksomhet er videre spredt på tvers av energimarkeder og områder med ulik kostnadsstruktur.

Enkelte hørings svar trekker frem at analyser basert på oljeprisen kan undervurdere den risikoreducerende effekten av å ta energiaksjene ut av SPU, fordi det er grunn til å anta at sammenhengen mellom verdien av aksjer i energisektoren og statens fremtidige petroleumsinntekter er sterkere enn den sammenhengen som går gjennom oljeprisen. To av hørings svarene trekker videre frem at sammenhengen mellom statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten historisk synes å ha variert mer i takt med regnskapsmessige kontantstrømmer fra drift for selskapene i energisektoren, enn med oljeprisen.

Departementet har merket seg at både ekspertgruppen og Norges Bank har lagt til

grunn analyser av avkastningen av energiaksjer og endringer i oljeprisen for sine vurderinger av sammenhengen mellom energiaksjer og verdien av petroleumsressurser. En slik fremgangsmåte synes å være i tråd med forskningslitteraturen. Samtidig synes det å være lite som tyder på at sammenhengen mellom verdien av aksjer i energisektoren og statens oljeinntekter historisk har vært sterkere enn den sammenhengen som går gjennom oljeprisen, se boks 5.2. Det kan blant annet skyldes at målte verdiendringer for energiaksjer ikke speiler regnskapsmessige kontantstrømmer fra drift i energiselskapene direkte, men snarere nåverdier basert på investorers nediskontering av usikre fremtidige kontantstrømmer. Det er disse nåverdiene som utgjør verdien av energiaksjene i SPU, og som både ekspertgruppen og Norges Bank har lagt til grunn for vurderinger av om energisektoren bør tas ut av SPU som et risikoreducerende tiltak.

Ekspertgruppen har forsøkt å tallfeste den risikoreducerende effekten av å ta energisektoren ut av SPU. Gruppen har vurdert den samlede betydningen av et varig oljeprisfall for dagens verdi av SPU og nåverdien av de usikre, fremtidige petroleumsinntektene som vil bli tillagt fondet. Gruppen peker på at sammenhengen

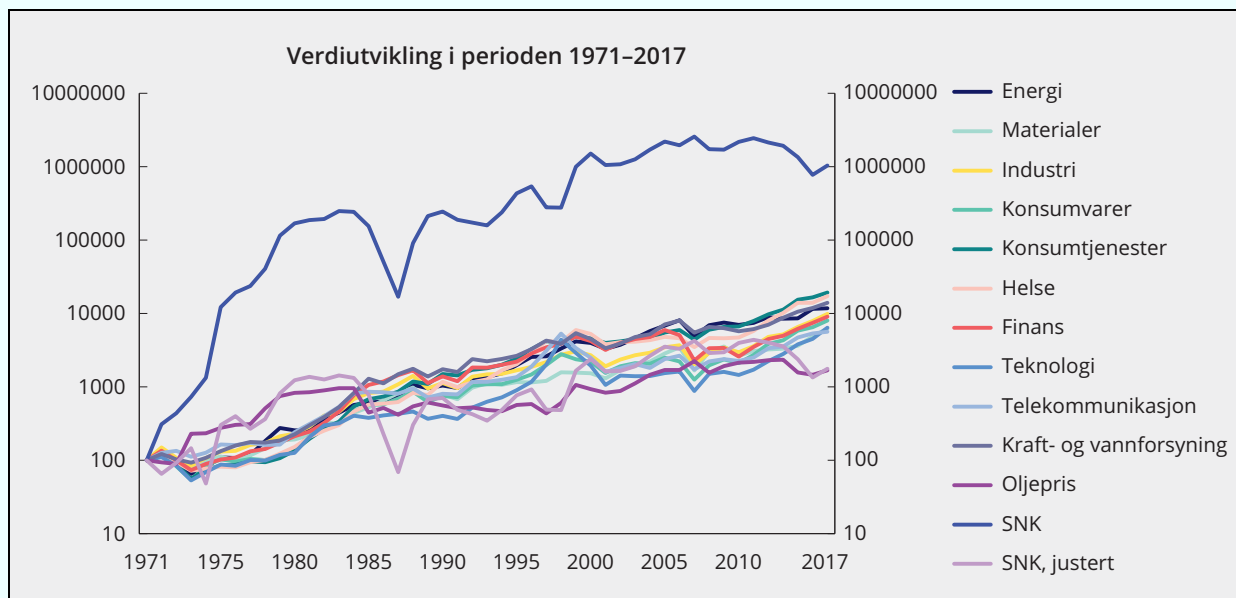
Boks 5.2 Oljeprisen, energiaksjene i SPU og statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten

Ekspertgruppen og Norges Bank har lagt til grunn for sine analyser og vurderinger at oljeprisen er den bakenforliggende faktoren som påvirker både aksjeavkastning og den norske stats inntekter fra petroleumsvirksomheten. Det er ifølge ekspertgruppen i tråd med forskningslitteraturen. Oljeprisen er en størrelse det er bredt datagrunnlag for, og er derfor gjerne utgangspunktet for analyser av sammenhengen mellom verdien av olje- og gassressurser og finansielle aktiva.

Et alternativ er å benytte statens historiske netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten (SNK) direkte i analyser av sammenhengen med finansielle aktiva. En viktig begrensning ved en slik analyse er at SNK ikke er basert på løpende prising i finansmarkedene, men består av feltvise netto kontantstrømmer fra Statens direkte økonomiske engasjement på norsk sokkel (SDØE), årlige aksjeutbytter, forskuddsinn-

krevde, årlige overskuddsskatter fra oljeselskapene, med etteroppgjør, samt enkelte andre skatter og avgifter. SNK vil videre speile endringer i produksjonen på norsk sokkel over tid. Disse produksjonsendringene sammenfaller ikke nødvendigvis med endringer i petroleumproduksjonen for energisektoren samlet. Slike forhold kan påvirke anslåtte sammenhenger.

Figur 5.2 og 5.3 viser den historiske utviklingen i SNK, oljeprisen og ulike aksjemarkedssektorer for henholdsvis perioden 1971–2017 og 1996–2017, målt i norske kroner. Av figur 5.2 fremgår at den store produksjonsøkningen på norsk sokkel frem til midten av 1990-tallet har stor betydning for utviklingen i SNK, og kan derfor påvirke anslåtte sammenhenger. Figuren viser derfor også den historiske utviklingen i SNK justert for produksjon, dvs. SNK per fat.

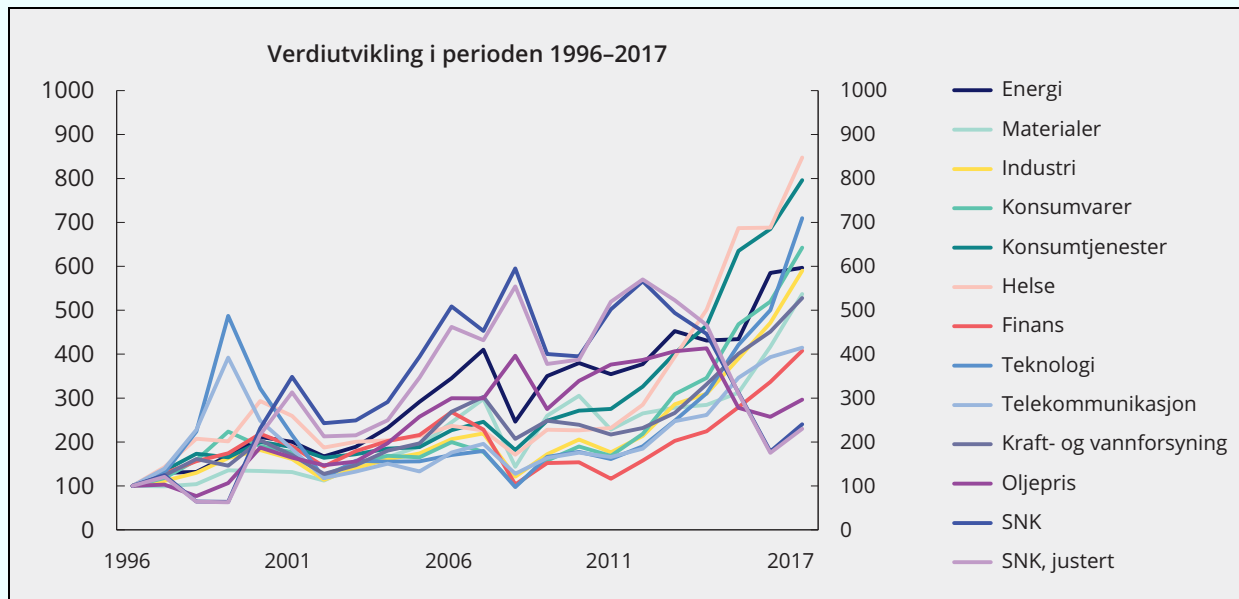


Figur 5.2 Verdiutvikling i ulike aksjemarkedssektorer, oljeprisen og SNK med og uten justering for produksjon.¹ Målt i løpende norske kroner. Indeksert, 1971 = 100. Logaritmisk skala

¹ Verdiutviklingen i ulike aksjemarkedssektorer er gitt ved totalavkastningsindekser (prisutvikling inkl. reinvestert dividende) for store og mellomstore selskaper i utviklede markeder (MSCI World), mens utviklingen i oljeprisen er gitt ved årsgjennomsnitt for spotpris på WTI-olje.

Kilder: FRED, Macrobond, Datastream, MSCI, Norges Bank og Finansdepartementet.

Boks 5.2 forts.



Figur 5.3 Verdiutvikling i ulike aksjemarkedssektorer, oljeprisen og SNK med og uten justering for produksjon.¹ Målt i løpende norske kroner. Indeksert, 1996 = 100

¹ Verdiutviklingen i ulike aksjemarkedssektorer er gitt ved totalavkastningsindekser (prisutvikling inkl. reinvestert dividende) for store og mellomstore selskaper i utviklede markeder (MSCI World), mens utviklingen i oljeprisen er gitt ved årsgjennomsnitt for spotpris på WTI-olje.

Kilder: FRED, Macrobond, Datastream, MSCI, Norges Bank og Finansdepartementet.

Både i periodene 1971–2017 og 1996–2017 fremgår det av figurene at SNK tidvis har fulgt både oljeprisen og utviklingen i aksjemarkedet relativt tett, herunder energisektoren.

Det er samtidig lite som tyder på at historiske sammenhenger mellom SNK og verdiutviklingen for energisektoren er sterkere enn sammenhengen mellom SNK og oljeprisen. Korrelasjoner mellom årlige prosentvise endringer i SNK, oljeprisen og de ulike aksjemarkedssektorene er vist i tabell 5.1. Panel A inneholder resultater for perioden 1971–2017, mens panel B inneholder resultater for perioden 1996–2017.

Av tabell 5.1 fremgår det at korrelasjonen mellom årlige prosentvise endringer i SNK og oljeprisen har vært om lag 0,2 i perioden 1971–2017. Det er om lag tilsvarende som for sammenhengen mellom årlige prosentvise endringer i SNK og verdien av energiaksjer, samt mellom energiaksjer og oljeprisen. For

perioden 1996–2017 tyder resultatene i tabellen på at sammenhengen mellom årlige prosentvise endringer i SNK og verdien av energiaksjer har vært sterkere, om lag 0,4. I samme periode anslås derimot sammenhengen mellom årlig prosentvis endring i SNK og oljeprisen til om lag 0,8, mens sammenhengen mellom energiaksjer og oljeprisen anslås til om lag 0,6.

Selv om det i analysen oppsummert i tabell 5.1 ikke korrigeres for markedsrisiko, synes anslåtte korrelasjoner mellom årlig prosentvis endring i SNK og verdien av ulike aksjemarkedssektorer i stor grad å speile sammenhenger mellom oljeprisen og ulike aksjemarkedssektorer, som anslått av ekspertgruppen og Norges Bank. Basert på disse historiske analysene er det derfor lite som tyder på at historiske sammenhenger mellom verdiutviklingen av energiaksjer og SNK er sterkere enn sammenhenger som går gjennom oljeprisen.

Boks 5.2 forts.

Tabell 5.1 Korrelasjoner mellom årlig prosentvis endring i SNK, oljeprisen og verdien av ulike aksjesektorer¹

	Olje- pris	Energi	Materialer	Industri	Konsum- varer	Konsum- tjenester	Helse	Finans	Tekno- logi	Tele- kommu- nikasjon	Kraft- og vannfor- syning
<i>A: 1971–2017</i>											
SNK	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
SNK, justert	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.0
Oljepris		0.2	0.2	0.0	-0.1	-0.3	-0.3	-0.1	0.1	0.0	-0.3
<i>B: 1996–2017</i>											
SNK	0.8	0.4	0.3	0.2	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.5	0.3	-0.1
SNK, justert	0.8	0.4	0.3	0.2	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.5	0.3	-0.1
Oljepris		0.6	0.6	0.4	0.3	0.0	-0.2	0.2	0.5	0.3	-0.1

¹ Korrelasjoner er beregnet med utgangspunkt i årlig totalavkastning for de ulike aksjemarkedssektorene, målt ved verdiendring fra inngangen til utgangen av året, årlig endring i oljepris, målt ved prisendring fra inngangen til utgangen av året, og endring i SNK *påfølgende* år, dvs. en tidsforskyvning av SNK med ett år. Tidsforskyvningen har som formål å avdekke sterkeste mulige sammenheng mellom SNK og verdiutviklingen for energiaksjer, jf. figur. 5.3.

Kilder: FRED, Macrobond, Datastream, MSCI, Norges Bank og Finansdepartementet.

mellom oljeprisen og energiaksjer historisk har vært svak i absolutt forstand – endringer i oljeprisen har utgjort en begrenset andel av risikoen ved å investere i energiaksjer, selv om andelen er større enn for andre sektorer. Ettersom energiaksjene i SPU samtidig utgjør en svært liten andel av nasjonalformuen, er det gruppens vurdering at effekten for Norges oljepriserisiko av et salg av energiaksjene i fondet er liten. Gruppen anslår at i et scenario med varig lav oljepris vil statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten falle markert, mens kun om lag 1 pst. av et slikt tap vil dekkes inn dersom SPU ikke investeres i energiaksjer. Et flertall av høringsvarene slutter seg til gruppens vurdering av at den økonomiske betydningen av Norges Banks forslag fremstår som begrenset.

Departementet mener samlet sett at å ta energiaksjene ut av SPU vil kunne bidra til å redusere oljepriserisikoen for norsk økonomi noe, men deler vurderingen av at effekten fremstår som begrenset. Departementet har samtidig merket seg at slike anslag for den økonomiske betydningen av forslaget er usikre.

Departementet vil trekke frem at sektorinndelinger av selskaper fremstår lite treffsikkert for å redusere oljepriserisikoen for norsk økonomi. De gjenværende petroleumssressursene på norsk sokkel består hovedsakelig av fremtidige inntekter fra oppstrømsvirksomhet, mens energisektoren som er foreslått tatt ut av SPU omfatter energivirksomhet i bred forstand. Energisektoren i fondets referanseindeks består av over 300 internasjonale energiselskaper, og favner både rendyrkede oppstrømselskaper, rendyrkede selskaper innen infrastruktur for fornybar energi og integrerte olje- og gasselskaper med virksomhet i hele verdikjeden.

Flere høringsinnspill trekker frem at SPU eventuelt kan investeres kun i den delen av energisektoren som består av rendyrkede fornybarselskaper, mens øvrige deler av sektoren tas ut. Rendyrkede fornybarselskaper utgjør i dag kun om lag 2 pst. av energisektoren, mens integrerte olje- og gasselskaper utgjør størstedelen av sektoren med om lag 65 pst.

Departementet har merket seg at om lag en tredjedel av investeringsmulighetene innen infra-

struktur for fornybar energi frem mot 2030 vil være i noterte markeder. Selskaper som ikke har fornybar energi som sin hovedvirksomhet ventes å stå for om lag 90 pst. av veksten i børsnotert infrastruktur for fornybar energi, men rendyrkede fornybarselskaper på børs anslås å stå for om lag 10 pst. av veksten. Store, børsnoterte energiselskaper som går inn i fornybar energi vil dermed fortsatt ha mesteparten av sin virksomhet innen ikke-fornybare energikilder. Både ekspertgruppen og Norges Bank peker på at et selskap klassifisert som et integrert olje- og gasselskap kan ha betydelig større virksomhet innen fornybar energi enn et rendyrket fornybarselskap, og at selskapenes virksomhet kan endres over tid. Departementet vil trekke frem at dersom hele energisektoren tas ut, eller SPU begrenses til kun å investere i rendyrkede fornybarselskaper, reduseres fondets muligheter til å ta del i denne veksten. Det må legges til grunn at sammensetningen av energisektoren endres i takt med at verden lykkes med å redusere klimautslippene fra fossil energi.

Departementet mener at å ta oppstrømselskaper ut av SPU fremstår mer treffsikkert for å redusere oljeprisrisikoen i norsk økonomi enn å ta hele energisektoren ut. Statens inntekter fra de gjenværende petroleumsressursene består i hovedsak av fremtidige skatteinntekter fra oljeselskapenes virksomhet på norsk sokkel og inntekter fra statens direkte eierskap i olje- og gassfelt. Netto overskuddsbeskatning og feltandeler gjør at statens inntekter i utgangspunktet følger lønnsomhet i oppstrømsvirksomhet. Å ta oppstrømselskaper ut av SPU antas å redusere konsentrasjonsrisikoen knyttet til denne type virksomhet i norsk økonomi noe.

Forslaget om å ta energiaksjene ut av SPU har som formål å oppnå bedre risikospredning i en større balanse enn fondet alene. Begrensninger på investeringene i SPU vil samtidig kunne ha betydning for fondets avkastning og risiko isolert sett.

Et sentralt utgangspunkt for SPUs investeringsstrategi er at risikoen i fondet kan reduseres ved å spre investeringene bredt. Når investeringene fordeles på ulike aktivaklasser, land, sektorer, enkeltelskaper og -utstedere, reduseres betydningen av enkelthendelser for avkastningen av investeringene. En slik tilnærming gjør det mulig å ta bort store deler av risikoen som er spesifikk for den enkelte investering, sektor eller land, også kalt usystematisk risiko.

Risiko som ikke kan fjernes ved å spre investeringene bredt kalles markedsrisiko. Slik systema-

tisk risiko skyldes brede markedsbevegelser som påvirker alle aktiva. Investorer som er villige til å bære markedsrisiko gjennom å investere i aksjemarkedet, vil i forventning kompenseres med meravkastning utover en risikofri plassering av kapitalen. Forventningen om en slik aksjepremie er sentral i departementets anslag for forventet realavkastning av SPU.

Dersom historiske sammenhenger vedvarer, vil ifølge Norges Bank verken SPUs forventede avkastning eller markedsrisiko påvirkes nevneverdig av om fondet investeres i energiaksjer eller ikke. Departementet deler denne vurderingen. Selv om historiske analyser tyder på at energiaksjer har lavere markedsrisiko enn de fleste andre aksjesektorer, utgjør energisektoren kun en liten andel av fondets investeringer. Tas energisektoren ut, påvirkes derfor ikke markedsrisikoen i SPU nevneverdig.

En nødvendig konsekvens av å ta en hel sektor ut av SPU er derimot at investeringene i fondet isolert sett vil bli mer konsentrert, som påpekt av ekspertgruppen. Gruppen viser til at sektorspesifikk risiko historisk har medført store forskjeller i den realiserte avkastningen av ulike sektorer over tid. Departementet vil peke på at selv om energiaksjene i SPU ikke gir utslag i fondets *forventede* avkastning, kan svakere risikospredning isolert sett føre til at fondets fremtidige *realiserte* avkastning blir høyere eller lavere dersom energisektoren tas ut. Samtidig tyder både ekspertgruppens og Norges Banks historiske analyser på at den realiserte avkastningen av energiaksjer – utover kompensasjon for markedsrisiko – i begrenset grad kan knyttes til endringer i oljeprisen.

Enkelte av høringssvarene Finansdepartementet har mottatt, peker på at offentlige finanser er eksponert for klimarisiko gjennom oljeprisen. En ambisiøs klimapolitikk kan føre til lavere produsentpriser og lavere produserte volum av petroleum. Det vil kunne ha betydning for verdien av de gjenværende petroleumsressursene, og derigjennom få konsekvenser for offentlige finanser på lengre sikt.

Klimarisikoen i Norges offentlige finanser er vurdert av Klimarisikoutvalget (NOU 2018: 17 *Klimarisiko og norsk økonomi*). Utvalget mener offentlige finanser er eksponert for klimarisiko gjennom oljeprisen, men trekker frem at risikoen knyttet til oljeprisendringer fremstår som håndterbar, vurdert isolert og i forhold til andre typer risiko staten er eksponert for. Det pekes blant annet på at oljeprisforutsetningene som ligger til grunn for norsk økonomisk politikk er relativt for-

siktige i forhold til prognoser fra anerkjente analysemiljøer, og at en stor andel av dagens verdsettelse av petroleumsressursene knytter seg til inntekter de neste ti årene. Departementet har merket seg at dette ifølge utvalget innebærer at verdien av Norges petroleumsressurser ikke nødvendigvis vil bli vesentlig lavere enn det som er lagt til grunn for dagens finanspolitikk.

Klimarisiko er en viktig finansiell risikofaktor for SPU. Klimaendringer, klimapolitikk og virkninger av disse på den teknologiske utviklingen vil på sikt kunne ha betydning for flere av selskapene SPU er investert i, herunder i energisektoren. Klimarisiko må derimot vurderes og håndteres på selskapsnivå. Norges Bank har i dag et bredt sett med virkemidler for å håndtere klimarisiko, herunder forventningsdokumenter, standardsetting, selskapsdialog, stemmegivning på generalforsamlinger og risikobaserte nedslag. Det er også etablert et atferdsbasert klimakriterium i retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Departementet har merket seg at ekspertgruppen mener det kan være grunnlag for å gjennomgå arbeidet med klimarisiko i SPU, og vurdere om dette arbeidet bør styrkes ytterligere.

Målet med investeringene i SPU er å oppnå høyest mulig avkastning, etter kostnader og målt i internasjonal valuta, innenfor rammen av det valgte risikonivået. Fondet skal forvaltes ansvarlig. Investeringsstrategien for SPU støtter opp under denne finansielle målsettingen, er bredt forankret og bidrar til å skjerme fondet fra å bli et virkemiddel for å nå andre mål. SPU er ikke egnet til å ivareta alle typer forpliktelser, og fondet skal ikke være et instrument i utenriks- eller klimapolitikken. Norske myndigheter har andre virkemidler til rådighet som ofte vil være mer målrettede instrumenter enn føringer på fondets investeringer.

Dersom energisektoren tas ut av SPU med den begrunnelse at det er for å fremme klimapolitiske målsettinger, kan det sette fondets finansielle målsetting i spill og svekke bidragene til fremtidig velferd, som påpekt i flere av høringsvarene. Det kan samtidig åpne for andre forslag om å trekke bestemte sektorer ut av fondet. Departementet deler disse vurderingene.

Ekspertgruppen peker i sin utredning på at det trolig vil være mer effektivt å selge statlige eierposter i Equinor eller SDØE, dersom det er behov for å redusere oljeprisrisikoen for norsk økonomi ytterligere. Departementet har merket seg at gruppen samtidig trekker frem at et mulig salg av disse eierpostene reiser økonomiske og politiske spørsmål som ikke er blitt vurdert nærmere.

Regjeringen mener SDØE er et viktig instrument for å sikre at en høy andel av verdiskapingen på norsk sokkel tilfaller fellesskapet. Samtidig har staten relativt høy evne til å bære oljeprisrisiko, noe som kan innebære at en ikke vil oppnå en pris som tilsvarer statens verdi av SDØE. Departementet vil trekke frem at staten gjennom petroleumsbeskatningen uansett vil bære en stor del av inntektsrisikoen ved SDØE-andeler som eventuelt selges. Regjeringen legger ikke opp til salg av SDØE-andeler eller aksjer i Equinor for å redusere statens oljeprisrisiko.

Departementet har merket seg at ekspertgruppens prinsipielle syn er at eventuelle tilpasninger i SPU som følge av oljeprisrisiko bør skje gjennom investeringsuniverset, og ikke referanseindeksen alene. Det gir ifølge gruppen en bedre ansvarsfordeling, forhindrer uønsket risikoeksponering og understreker at ansvaret for tilpasningene ligger hos eier. Departementet vil trekke frem at dersom Norges Bank investerer SPU i energiaksjer gjennom å avvike fra referanseindeksen, vil det kunne motvirke den tiltenkte risiko-reduksjonen.

Norges oljeprisrisiko er redusert vesentlig de siste årene og statens risikobærende evne er høy. Departementet mener at å ta hele energisektoren ut av SPU vil kunne bidra til å redusere oljeprisrisikoen for norsk økonomi, men at den økonomiske betydningen fremstår som begrenset. Videre består energisektoren i fondets referanseindeks av mer enn 300 internasjonale energiselskaper, og favner energivirksomhet i bred forstand. Å ta rene oppstrømselskaper ut av SPU fremstår som mer treffsikkert, samtidig som fondet kan ta del i veksten innen børsnotert infrastruktur for fornybar energi.

Etter en samlet vurdering legger regjeringen opp til å ta selskaper klassifisert som oppstrømselskaper¹ ut av SPUs referanseindeks og investeringsunivers. Det vil bidra til å redusere konsentrasjonsrisikoen knyttet til denne type virksomhet i norsk økonomi. Vurderingen gjenspeiler i likhet med Norges Banks råd ikke et bestemt syn på oljepris, fremtidig lønnsomhet eller bærekraft i petroleumssektoren.

Finansdepartementet vil i samråd med Norges Bank fastsette regler for en utfasing av oppstrømselskaper fra SPUs referanseindeks og investeringsunivers.

¹ Selskaper som av indekisleverandøren FTSE Russell klassifiseres i undersektoren leting og produksjon (0533 Exploration & Production), se tabell 2.2. Ved utgangen av 2018 tilsvarte det 134 selskaper med en samlet markedsverdi på om lag 70 mrd. kroner.

Klimarisiko er en viktig finansiell risikofaktor for SPU, og vil på sikt kunne ha betydning for flere av selskapene fondet investeres i, herunder i energisektoren. Finansdepartementet vil be Norges Bank om å gjennomgå sitt arbeid med klimarisiko i SPU, herunder vurdere klimarisikoen ved alle investeringer i enkeltsselskaper – både i aksje- og obligasjonsporteføljen – med sikte på å styrke arbeidet overfor de enkeltsselskapene med størst bidrag til klimarisikoen i fondet.

Regjeringen legger videre opp til å vurdere erfaringene med treffsikkerheten av å ta opp-

strømsselskaper ut av SPU for å redusere oljeprisrisiko, basert på utviklingen i sammensetningen av energisektoren over tid.

Finansdepartementet

t i l r å r :

Tilråding fra Finansdepartementet 8. mars 2019 om Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland blir sendt Stortinget.

Bestilling av publikasjoner

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon

www.publikasjoner.dep.no

Telefon: 22 24 00 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på

www.regjeringen.no

Trykk: 07 Media AS – 03/2019

