

Til: Finansdepartementet v/Avdeling for formuesforvaltning
postmottak@fin.dep.no

Kopi: Norges Handelshøyskole
NHH.postmottak@nhh.no

Fra: Petter Bjerksund, professor ved Institutt for foretaksøkonomi, Norges Handelshøyskole
petter.bjerksund@nhh.no

Dato: 18. oktober 2018

NOU 2018: 12 Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland – Høringssvar

Norges Handelshøyskole kommer ikke til å avgi høringssvar og jeg bruker med dette muligheten til å avgi høringssvar som fagperson.

1. Norges Banks rolle

Oljefondet er organisert slik at Finansdepartementet opptrer som eier og Norges Bank er agent. Utformingen av referanseindeksen er et av eierens viktigste styringsinstrumenter. Den foreliggende saken har sin bakgrunn i et forslag fra Norges Bank i november 2017 om at olje- og gasssektoren tas ut av referanseindeksen som banken selv måles mot. Når Norges Bank kommer med et slikt forslag kan det stilles spørsmål ved om agenten har en hensiktsmessig rolleforståelse.

Det fremgår av høringsbrevet fra Finansdepartementet at «Norges Banks begrunnelse for rådet er at å ta energisektoren ut av SPUs referanseindeks vil bidra til å redusere oljeprisisikoen i statens formue.» Det er grunn til å undres over at landets sentralbank kun vurderer virkemidler knyttet til Oljefondet. Det kan skape inntrykk av at forslaget kanskje har andre beveggrunner som ikke nødvendigvis er av finansfaglig karakter. Et slikt inntrykk forsterkes av at forslaget har ledet til et ordskifte som til dels fremstår som en finansfaglig skinndebatt, se Bjerksund (2018a) og Eskeland (2018).

2. Ekspertgruppens konklusjon

Det fremgår av høringsbrevet at ekspertgruppens mandat er å vurdere om Oljefondet fortsatt bør investere i energiaksjer. Både Norges Bank og ekspertgruppen har et finansielt utgangspunkt for sine vurderinger. Gruppen har vurdert sårbarheten i norsk økonomi og nasjonalformuen for et varig fall i oljeprisen, samt nytte og kostnader ved å ta energiaksjer ut av Oljefondets investeringer. Gruppens vurdering er at salg av energiaksjene i Oljefondet vil ha liten effekt på nasjonens oljeprisisiko. Etter en samlet vurdering av ulike hensyn er ekspertgruppens konklusjon at Oljefondet fortsatt bør investere i energiaksjer.

Med et finansfaglig utgangspunkt vurderer jeg det slik at nytten av å ta energisektoren ut av Oljefondet er liten, all den tid avkastningen til energiaksjene først og fremst følger den generelle utviklingen i markedet og at kun en liten andel av risikoen kan knyttes til endringer i oljeprisen. Uttak av energisektoren vil begrense fondets muligheter for risikospredning, men de finansielle kostnadene som følge av dette vil være små fordi fondet fortsatt vil være bredt investert i de øvrige sektorene. Når nytte og kostnader veies sammen er det slett ikke opplagt at nettoeffekten er positiv. Det som uansett synes klart er at nettoeffekten er marginal.

Selv om man skulle komme frem til at nettoeffekten av tiltaket er marginalt positiv, så gir det ikke uten videre grunnlag til å beslutte uttak av energisektoren fra Oljefondet. Gullstandarden innenfor beslutningsanalyse er at et foreslått tiltak må vurderes opp mot de beste alternative tiltakene.

Jeg vil peke på fire mer overordnede forhold som taler for at Oljefondet bør beholde energiaksjene: (i) Energisektoren inneholder langt mer enn olje, herunder utvikling av fornybar energi og nye energibærere (den nye oljen?). Ved å ta ut energisektoren risikerer vi å kaste babyen ut med badevannet. (ii) Dagens modell for organisering og forvaltning av fondet har vært en stor suksess. Uttak av energisektoren rokker ved denne modellen og kan på sikt sette forvaltningen av Oljefondet i politisk spill, se Henriksen og Johnsen (2018). (iii) Fondet har et bevisst forhold til utøvelsen av sitt eierskap og utviklingen av de selskaper hvor fondet er aksjonær. Denne muligheten til å påvirke forsvinner dersom fondet må selge seg ut. (iv) Dersom energisektoren tas ut av Oljefondet (Statens Pensjonsfond Utland) åpner man opp for det legges lignende føringer på forvaltningen av Folketrygdfondet (Statens Pensjonsfond Norge), noe som vil være uheldig for både fondet og det norske aksjemarkedet.

3. Salg av statens Equinor-aksjer og SDØE-andeler

Ekspertgruppen foreslår et alternativ hvor staten selger sine aksjer i Equinor og selger SDØE-andeler. Fra et finansfaglig ståsted kan det neppe herske tvil om at dette tiltaket vil redusere oljeprisrisikoen i statens formue på en langt mer treffsikker måte.

4. Utstedelse av en oljeobligasjon

Jeg vil komme med følgende innspill: La Oljefondet/Norges Bank utstede en oljeobligasjon, se Bjersund (2018b) og Storesletten (2013). Den grunnleggende ideen er at vi lager et nytt verdipapir som fanger opp oljeprisrisikoen. Et vanlig huslån fungerer slik at man betaler et fast månedlig terminbeløp inntil lånet er nedbetalt. En oljeobligasjon er et lån som fungerer på tilsvarende måte, men med den forskjellen at den månedlige terminbetalingen avspeiler oljeprisen. Pengene som vi henter inn på å utstede oljeobligasjonen plasseres i Oljefondet.

Vi kan bruke statens løpende oljeinntekter til å betjene oljeobligasjonen. De løpende oljeinntektene og terminbetalingene på oljeobligasjonen vil svinge i takt. Med en høy oljepris blir terminbetalingene høye, men da er også de løpende oljeinntektene høye. Med en lav oljepris er de løpende oljeinntektene lave, men da er også terminbetalingene lave. Ved å utstede en oljeobligasjon får vi nettopp den avlastningen for oljeprisrisiko som vi ønsker. En annen fordel ved dette tiltaket er at vi ikke behøver å selge Oljefondets energiaksjer, og vi behøver heller ikke å selge statens Equinor-aksjer og SDØE-andeler.

Jeg merker meg at Merton (1993) og van den Bremer et al. (2016) blir tatt til inntekt for at energisektoren må ut av Oljefondet. Jeg mener at dette er feil. Det første bidraget behandler et universitetsfond (university endowment fund) hvor eieren har eiendom, lån, donasjoner, lønnsforpliktelser mv. som er eksponert for ulike risikokilder. For eieren er det da optimalt å se fondets investeringer i sammenheng med eierens samlede risiko. Dette leder til en sammensetning av fondsporteføljen som avviker fra den som er optimal for selve fondet. Etter mitt skjønn har denne innsikten ikke overføringsverdi til Norges situasjon, all den tid et universitet ikke har noen realistisk mulighet til kvitte seg med uønsket risiko ved å utstede et nytt verdipapir.

Det andre bidraget, van den Bremer et al. (2016), behandler et statlig fond (sovereign wealth fund) i en moderne oljeøkonomi. Mye tyder på at forfatterne har Norge i tankene. Staten har eiendeler som aksjer i Equinor, olje i bakken mv. som er eksponert for oljeprisrisiko. Innsikten er at det da er optimalt for staten å se fondets investeringer i sammenheng med statens oljeprisrisiko. Dette leder til en sammensetning av fondsporteføljen som avviker fra den som er optimal for selve fondet.

Men hva skal til for å rokke ved dette resultatet? Svaret er å finne i en enkelt setning på side 116 i van den Bremer et al. (2016): «If claims to oil can be securitized, the proceeds can be invested in a diversified portfolio and the problem reduces to that in Merton (1990).» I klartekst betyr det at dersom staten avlaster uønsket oljeprisrisiko ved å utstede en oljeobligasjon, så blir statens optimale sammensetning av Oljefondet lik den som er optimal for selve fondet. Dette er en situasjon hvor beslutningen om Oljefondets investeringer separeres fra statens håndtering av uønsket oljeprisrisiko. Vi er med andre ord tilbake til utgangspunktet hvor det er optimalt for staten å analysere fondets investeringer på fondsnivå. Konklusjonen blir da at det er optimalt at Oljefondet beholder energiaksjene.

Analysen i van den Bremer et al. (2016) ser bort fra at staten kan bli kvitt uønsket oljeprisrisiko ved å utstede en oljeobligasjon. Forfatternes begrunnelse for dette er todelt: «In practice, doing so may be difficult due to political and practical constraints.» Ut fra et finansfaglig ståsted mener jeg det skulle være praktisk mulig å realisere et slikt forslag. I neste omgang må det selvsagt være opp til våre politikere å ta stilling til om forslaget skal implementeres. Jeg mener at det blir feil å bruke van den Bremer et al. (2016) som argument

for å ta energisektoren ut av Oljefondet, all den tid innsikten og resultatene fra dette arbeidet baserer seg på en situasjon hvor forfatterne har forutsatt bort den beste løsningen.

Denne høsten gjestet nobelprisvinner Robert C. Merton Norges Handelshøyskole for å gi årets Karl Borch forelesning. I forbindelse med besøket diskuterte vi hvordan Norge kan håndtere oljepriserisiko, herunder ideen om at Norges Bank/Oljefondet utsteder en oljeobligasjon. Konklusjonen var at dette er en realistisk mulighet og at Norge har de beste forutsetninger for å få dette til.

5. Konklusjon

Jeg støtter hovedtrekkene i ekspertgruppens vurderinger, og slutter meg til gruppens konklusjon om at Oljefondet beholder energiaksjene. Dersom Finansdepartementet deler Norges Banks bekymring for oljepriserisikoen i statens formue, vil jeg anbefale at departementet utreder nærmere at Oljefondet/Norges Bank avlaster oljepriserisiko ved å utstede en oljeobligasjon.

Referanser

Bjærksund, Petter (2018a): Skyggeboksing om oljeaksjer. Innlegg i Dagens Næringsliv, 6. september 2018.

Bjærksund, Petter (2018b): Slik kan vi bli kvitt oljerisikoen. Innlegg i Dagens Næringsliv, 26. september 2018.

Eskeland, Gunnar S. (2018): En skinndebatt tjener hverken fondet eller kloden. Innlegg i Dagens Næringsliv, 29. august 2018.

Henriksen, Espen og Thore Johnsen (2018): Å skille klinten fra hveten. Innlegg i Dagens Næringsliv, 7. september 2018.

Merton, Robert C. (1990): Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: The Continuous-Time Case. Kap. 4 i Merton, Robert C. (1990): Continuous-Time Finance, Basil Blackwell, 1990. Første gang publisert i Review of Economics and Statistics 51, August 1969, 247-257.

Merton, Robert C. (1993): Optimal Investment Strategies for University Endowment Funds. I Clotfelter, Charles T. og Michael Rothschild (1993): Studies of Supply and Demand in Higher Education, NBER Books.

Storesletten, Kjetil (2013): Kriseforsikring. Kronikk i Dagens Næringsliv, 11. oktober 2013.

van den Bremer, Ton, Frederick van der Ploeg og Sam Wills (2016): The Elephant In The Ground: Managing Oil And Sovereign Wealth. European Economic Review 82, 113–131.