

Debatt

debatt@dn.no

Problemer i ekkokammeret

Verdien av statens gjenværende oljeinntekter og energiaksjene i Oljefondet følger hverandre svært tett. Fondet bør selge aksjene.

**Innlegg
Halvor
Hoddevik**



Med professor Øystein Thøgersen i spissen svarer Energiaksjeutvalget i DN 3. september på de kommentarer som er fremmet til utvalgets oppsiktsvekkende konklusjon. Med unntak av et innlegg signert akademikere fra universitetene i Stavanger og på Ås, har konklusjonen stort sett møtt flengende kritikk på DNs debattsider.

Verdien av den norske stats samlede oljeinntekter over tid er lik verdien av de allerede opptjente inntektene, representert ved Oljefondet, og verdien av statens gjenværende fremtidige inntekter. Disse kommer fra oljeskatter, Petoro/SDØE samt aksjene i Equinor.

I et veldig langt perspektiv kan disse inntektene ses som en slags engangsinnkomst utover ordinære skatteinntekter for den norske stat.

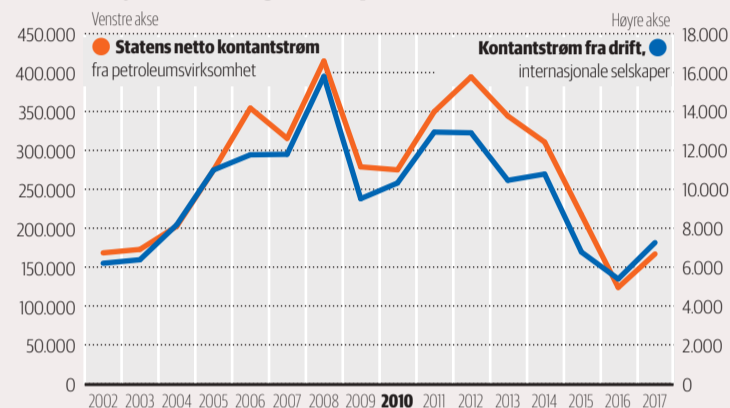
Verdiene bør spares og spres ut over lang tid, ikke brukes i takt med at de tjenes, med ødeleggende virkning på landets eksisterende næringsstruktur, som i Nederland på slutten av 1970-tallet.

Da er det viktig å innrette den samlede verdien av disse to aktiva, Oljefondet og verdien av gjenværende oljeinntekter, med et fornuftig forhold mellom risiko og forventet avkastning. At det kun er det ene aktivumets verdi - Oljefondet - som er observerbar fra dag til dag, gjør ikke dette mindre viktig.

Fondet er på 8700 milliarder kroner, mens gjenværende fremtidige netto kontantstrømmer til staten fra petroleumsvirksomheten har en anslått verdi på 4200 milliarder. Begge deler vesentlig. Hvordan man innretter den kontrollerbare delen, Oljefondet, bør avhenge av egenskapene til den delen man ikke kan kontrollere

Fast følge

Statens oljeinntekter versus kontantstrøm fra drift i internasjonale energiselskaper. Millioner kroner.



- Jeg har tatt for meg **energiaksjene i aksjeindeksen MSCI World**. Indeksen er ikke den samme som benyttes for Oljefondet, men er relevant som beregningsgrunnlag.
- Energiaksjene utgjør **6-7 prosent** av denne verdensindeksen, i tråd med Thøgersens estimat for Oljefondets referanseindeks.
- Jeg har hentet ut **hvert enkelt energiselskaps kvartalsvise kontantstrøm fra drift** tilbake til 2001, og konvertert denne til norske kroner. Dette er den kontantstrøm som enten reinvesteres i nye anleggsmidler, eller betales ut til selskapenes eiere.
- Jeg har **vektet kontantstrømmene fra hvert selskap** med den vekt selskapet har i MSCI World og summert dem.
- Jeg har deretter summert de kvartalsvise kontantstrømmene til **en årlig kontantstrøm**.

2018 DN grafikk/Kilde: SSB-Rann Rådgivning



At Thøgersen-utvalget tillater seg å fungere som ekkokammer for Finansdepartementets uforståelige argumenter, får så være, skriver **Halvor Hoddevik**.

Oljeaksjedebatten

Tidligere innlegg:

Øystein Thøgersen: Oljefondet bør fortsatt eie oljeaksjer (25. august)

Helge A.L. Nordahl: Hvor viktig er 13 milliarder? (27. august)

Gunnar S. Eskeland: En skinn-debatt tjener hverken fondet eller kloden (29. august)

Halvor Hoddevik: Som man roper, får man svar (29. august)

Petter Osmundsen, Harald Haukås, Atle Guttormsen og Atle Øglænd: Oljeinntekter er som andre inntekter (30. august)

Steinar Holden, Espen R. Moen og Ragnar Torvik: Oljefondet bør ut av oljeaksjer (30. august)

Knut Anton Mork: Selg oljeaksjene (1. september)

Øystein Thøgersen, Harald Magnus Andreassen og Olaug Svarva: Nytt og kostnader ved salg av energiaksjer (3. september)

Espen Sirnes: argumenterer ut fra en merkelig idé (4. september)

(med mindre man selger den).

Oljefondet har skapt store verdier ved å spre nasjonalformuens risiko bort fra olje. En justert referanseportefølje kan bidra til ytterligere risikoreduksjon, uten tapt forventet avkastning.

Thøgersen skriver: «... strategien vil også fragmenteres dersom oljeprisrisiko i energisektoren skal behandles forskjellig fra oljeprisrisiko i andre sektorer». Saken handler ikke om oljeprisrisiko. Den handler om å sørge for en god avveining mellom risiko og forventet avkastning for de samlede verdiene.

Spørsmålet er i hvilken grad verdien av statens gjenværende oljeinntekter og Oljefondets aktiva henger tett sammen. Fondets energiaksjer står her i særstilling. Thøgersen slår fast at det ikke er støtte i historiske data for en påstand om at investeringer i internasjonale energiselskaper er det samme som å eie olje- og gassressurser på norsk sokkel.

Hold an et øyeblikk. Jo, det er det, støtte for denne sammenheng.

Verdien av en fremtidig inntekt er en funksjon av hva den forventes å bli, og hvilket avkastningskrav man diskonterer betalingen ned til i dag med. Nyheter over tid påvirker hva



Oljefondet har skapt store verdier ved å spre nasjonalformuens risiko bort fra olje. En justert referanseportefølje kan bidra til ytterligere risikoreduksjon, uten tapt forventet avkastning.

Foto: Tommy Ellingsen

forventet kontantstrøm er og hvilket avkastningskrav som skal anvendes. I sum gir de to effektene investeringens totale verdiendring.

En sentral erkjennelse er denne: To forskjellige fremtidige kontantstrømmer med like egenskaper skal diskonteres med samme avkastningskrav.

Vi kan løpende observere Oljefondets verdiutvikling så vel som statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomhet. Vi observerer imidlertid ikke utviklingen i den virkelige verdien av statens gjenværende kontantstrøm. Og dette er ikke teoretiske verdier. Det er verdier som ligger til grunn for statens låneevne, dens behov for å trekke på Oljefondet og fremtidig norsk skattenivå.

Dersom kontantstrømmene fra energiaksjene i Oljefondet har svært sammenfallende egenskaper med statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomhet, må verdiene også samvariere meget tett.

Jeg har studert hvorvidt det er en sammenheng.

En bemerkelsesverdig sterk sammenheng avtegner seg. Over de siste 15 år kan mer enn 80 prosent av variasjonen i statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten forklares med kontantstrøm fra drift i internasjonale energiselskaper. Fordi kontantstrømmer med like egenskaper må diskonteres likt, betyr dette at verdien av statens gjenværende oljeinntekter må henge svært tett sammen med verdien av energiaksjer i Oljefondet.

At Thøgersen-utvalget tillater seg å fungere som ekkokammer for Finansdepartementets uforståelige argumenter, får så være. La imidlertid ikke det være grunnlag for å beholde energiaksjene i Oljefondet.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning as