

■ **FLERE ELBILER.** En endring i våre transportvaner bort fra bensin- og diesel biler til hybrid-, gass- eller elektriske biler, vil derfor øke risikoen for at et nytt oljefelt raskt kan bli ulønnsomt, mener Thina N. Saltvedt. Foto: Krisztian Bocsi, Bloomberg

■ ■ ■ At Oljefondet ikke bør eie oljeaksjer, all den tid den norske stat har betydelige gjenværende oljeressurser på sokkelen synes åpenbart for de fleste unntatt Finansdepartementet.

Selg Oljefondets oljeaksjer



**FINANS
HALVOR
HODDEVIK**

20. juli argumenterte statssekretær i Finansdepartementet Paal Bjørnstad i DN for at Oljefondet fortsatt bør investere i oljeaksjer. Bjørnstad henviste til en analyse i siste stortingsmelding om Oljefondet. Bjørnstad skriver at olje- og gassaksjer beveger seg mer som resten av aksjemarkedet enn som oljeprisen. Bjørnstad påstår at sammenhengen særlig er svak på lengre sikt.

Oljefondet skal bidra til å bevare norsk internasjonal kjøpekraft, som avhenger av nasjonalformuens verdiutvikling. Departementets analyse drøfter hvorvidt det er en sammenheng mellom avkastningen på oljeaksjer og oljepris. Spørsmålet er imidlertid uheldig formulert. Det er sammenhengen mellom verdien av de ikke-finansielle eiendelene i nasjonalformuen og aksjemarkedet, herunder oljeaksjer, som bør være avgjørende for Oljefondets investeringsstrategi. Ikke sammenhengen med oljeprisen.

Om det eksempelvis er høy sammenheng mellom verdien av gjenværende norske oljeressurser og verdiutviklingen på børsnoterte oljeselskaper bør slike aksjer utelukkes fra Oljefondet. Norske oljeressursers verdi avhenger av mange andre faktorer enn bare oljeprisen. Faktorer som forventede utvinningskostnader, rentenivå og kapitalmarkedets risikopremier er helt avgjørende – akkurat som for verdien av reservene i de store oljeselskapene. Når man bare finner begrenset grad av sammenheng mellom oljeprisen og oljeaksjer er det fordi den bare er én av mange avgjørende faktorer som påvirker verdien av olje- og gassressurser. Så er det selvsagt visse forskjeller på å eie et ennå ikke utbygd felt og å være en belant innehaver av et felt i drift med begrenset konsesjonsperiode, men at verdien av slike eiendeler i betydelig grad vil variere i takt synes opplagt. At verdisving-



BØR SELGE. Halvor Hoddevik mener Oljefondet burde selge sine oljeaksjer, men Finansdepartementet har en annen oppfatning. Her illustrert med Oseberg Feltsente. Foto: Gunnar Blöndal

77 Det er ingen grunn til å overeksponere norsk økonomi ytterligere mot oljemarkedet

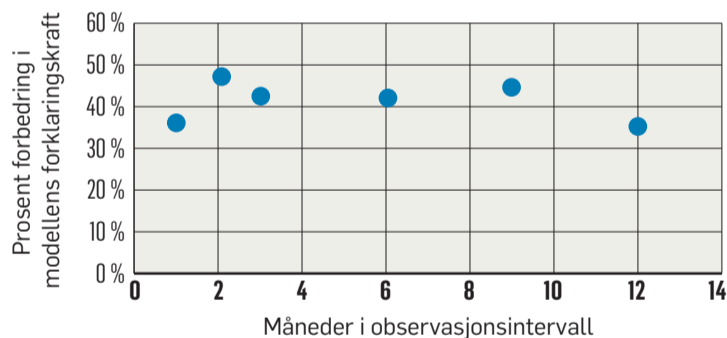
ningene bare i begrenset grad varierer i takt med oljeprisen burde ikke overraske noen, og er i tråd med internasjonale forskningsresultater.

Departementet argumenterer med at ettersom mesteparten av risikoen i oljeaksjer er «markedsrisiko» og ikke oljeprisrisiko kan man like gjerne eie oljeaksjene. Dersom oljeaksjer samvarierer med faktorer som antas å bestemme verdien av nasjonalformuens ikke-finansielle komponenter, og forøvrig leverer markedsavkastning, bør disse utelukkes. Nobelprisvinner Robert Merton har argumentert tilsvarende for Taiwan angående deres elektronikkindustri.

Departementets analyse bruker det lite treffsikre målet oljepris som barometer på verdien av oljeressurser. Sammenhengen mellom oljeaksjer og kun oljeprisen vises imidlertid å være vesentlig, og langt høyere enn for andre aksjer. En modell hvor avkastningen på oljeaksjer søkes forklart med oljeprisen, i tillegg til generelle aksjemarkedsbevegelser, forbedrer modellens treffsikkerhet med nesten 40 prosent enn hvor oljeprisen ikke er med. Departementet anfører at analysen er basert på månedlige avkastningstall, og måler således kun kortsiktige sammenhenger. Departementet påstår, uten

Stabil sammenheng

Forbedring i modellens forklaringskraft ved å ha med oljepris som forklaringsvariabel.



20©14 DagensNæringsliv grafikk/Kilde: Rann Rådgivning as

kvantitativ forankring, at sammenhengen blir svakere for lengre horisonter. Vi har gjen-skapt departementets resultater. Vi har utvidet analysen ved å måle sammenhengen over lengre intervaller, for å se om det er noen tendens til at sammenhengen blir svakere for lengre horisonter. Vi ser ingen slik tendens.

Vi har i tillegg gjort en analyse som viser at sammenhengen mellom oljepris og oljeaksjer avhenger av størrelsen på oljeprisbevegelsene. For store oljeprisbevegelser er sammenhengen meget sterk mens den synes nesten fraværende ved mindre oljeprisbevegelser. Det er de store oljeprisbevegelser som bør bekymre oss nordmenn.

Departementet gjør i sin analyse et poeng av at grunnrenten som grunneier høster må settes slik at oljeselskapene får en fornuftig avkastning på investert kapital – derfor har grunneier høyere oljeprisrisiko

enn selskapene. I Norge høstes grunnrenten som en skattesats på overskuddet i oljeselskapene, etter at lete-, utvinnings- og kapitalkostnader er betjent. Grunnrenten tjenes med andre ord som om staten selv drev oljeutvinning, med i hovedsak samme risiko som selskapene. Departementets poeng bortfaller.

På toppen av dette kommer faren for en global karbonbølge. IEA har anslått at i underkant av to tredjedeler av verdens fossile reserver må forbli i bakken om togradersmålet skal nås. Norske reserver er dyre å utvinne i forhold til mange andre og står ikke sist i køen av dem som kuttes når oljeprisen faller.

Det er ingen grunn til å overeksponere norsk økonomi ytterligere mot oljemarkedet ved å ha oljeaksjer i Oljefondet.

■ Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning

gjennom effektivt arbeid, skaperevne, kunnskap og kreativitet vi har klart å utvikle oljeindustrien. De samme egenskapene kan gjøre oss robuste til å ta oss neste skritt på veien mot et konkurransedyktig lavkarbonsamfunn.

■ Thina M. Saltvedt, Olje-analytiker i Nordea Markets

Flytoget

ikke vite, ettersom vi ikke har noen markedsverdi på Flytogets egenkapital.

17 prosent er uansett ikke mye sammenlignet med Oljefondet, som hadde en avkastning på 25 prosent ifjor målt i norske kroner.

Det er ikke grunn til å forvente annen avkastning enn oljefondets for dem som eventuelt kjøper Flytoget. Flytogets aksjer vil prises på akkurat samme måte som selskapene i oljefondets portefølje.

■ Espen Sirnes, førsteamanuensis ved Handelshøgskolen i Tromsø/UiT