



UNIVERSITY
OF OSLO

Forvaltningen av oljeinntekter Hva gjenstår?

Steinar Holden
Økonomisk institutt, UiO
<http://folk.uio.no/sholden/>
Januarkonferansen
18. januar 2018

2017



UNIVERSITY
OF OSLO

Meget vellykket forvaltning av oljeinntektene

- . Handlungsregel: usikre og midlertidige oljeinntekter «transformeres» til en mindre risikabel og evigvarende finansiell formue
- . Eksempel til etterfølgelse internasjonalt

All ære til

- . Politikere som har tatt riktige beslutninger
- . Byråkrater som har laget gode forslag
- . Ekspertter som har argumentert
- . Medier og velgere som har støttet opp

2017



UNIVERSITY
OF OSLO

Men fortsatt noen svakheter

- . Skal se på tre

2017



UNIVERSITY
OF OSLO

1) Oljeaksjer gir unødvendig ekstra risiko knyttet til olje

- . Oljefondets aktiva er finanskapital pluss fremtidig kontantstrøm fra olje & gass
- . Fondskapital i 2028 =
 - .Fondskapital i 2018
 - .Avkastning minus uttak 2018-2027
 - .Oljeinntekter 2018-2027
- . Anslag nåverdi av oljeinntekter 3900 mrd

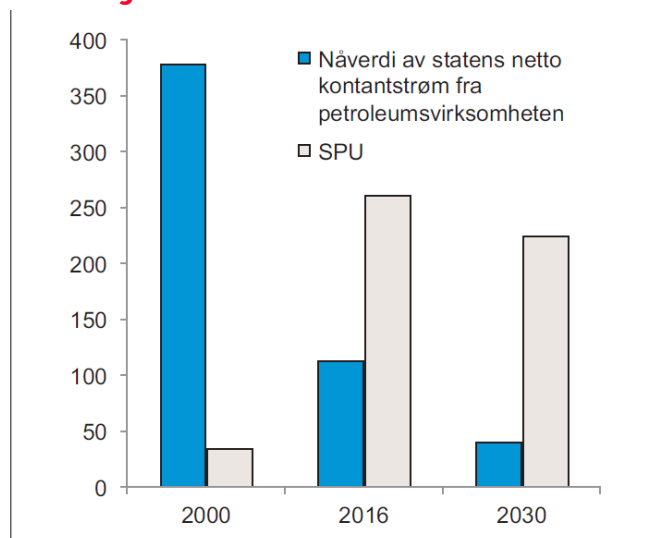
=> Fremtidig fondsavkastning er tungt eksponert mot oljeinntekter

2017



UNIVERSITY
OF OSLO

Fortsatt betydelige og risikable oljeinntekter



Figur 3.1 Fra petroleumsreserver til finansformue. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

2017



UNIVERSITY
OF OSLO

Fondet bør gå ut av oljeaksjer for å redusere oljerisikoen

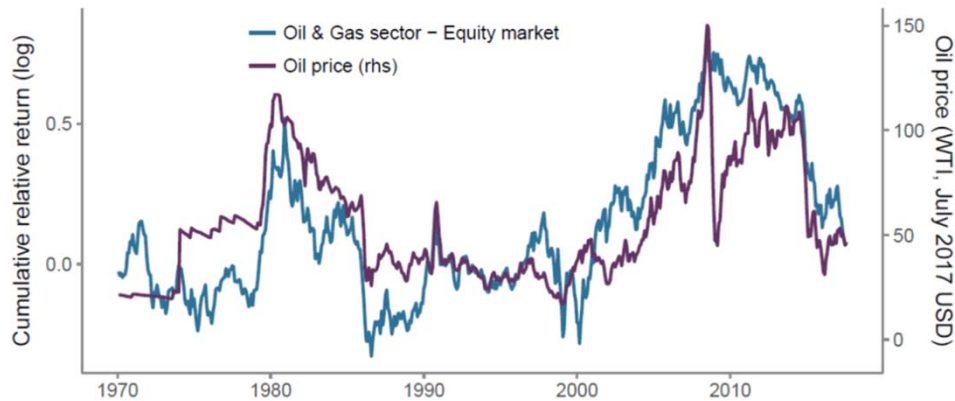
- . Grunn til å anta sterk sammenheng mellom verdi på oljeaksjer og forventede oljeinnt.
 - .Oljeselskaper eier noe oljeressurser
 - .Ressurseier og oljeselskap deler inntekter
- . Klar empirisk sammenheng mellom oljepris og relativ meravkastning for oljeaksjer

2017



Sterk samvariasjon mellom oljepris og meravkast for oljeaksjer

Figure 6: Oil & Gas sector cumulative returns relative to equity market vs. real oil price



Note: Equity market refers to MSCI World, Oil & Gas to MSCI World Energy sector, and oil price to spot WTI price deflated using the U.S. CPI for all urban consumers, all series measured in US dollars. Source: FactSet, MSCI, St. Louis FRED, NBIM



Fondet bør gå ut av oljeaksjer for å redusere oljerisikoen II

- . Liten del av nasjonalformuen?
 - .300 mrd er også penger
- . Oljepris og oljeaksjer på lang sikt?
- . Økt etterspørsel => pris ↑ aksjer ↑ inntekt ↑
- . Økte kostnader => pris ↑ aksjer ↓ inntekt ↓
- . Oljeselskap må ha betingelser som gir fremtidig lønnsomhet
 - .Men det betyr at kortsiktig virkning av oljeprisfall akkumuleres, og ikke nulles ut



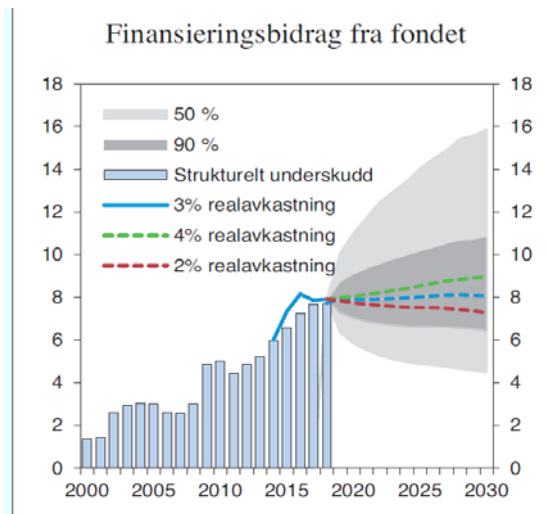
2) Sikkerhetsmargin i handlingsregelen

- Uttak fra SPU dekker 17% av utgiftene på statsbudsjettet
 - .2018: 231 mrd av 1325 mrd
- Hva hvis fondet faller med 30%?
 - .Og forventet avkastning faller med 30%

2017



Fondet kan falle raskt og mye



Figur 3.8 Betydning av lav og høy avkastning i Statens pensjonsfond utland. Finansieringsbidrag i prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge¹

2017



UNIVERSITY
OF OSLO

Sikkerhetsmargin i handlingsregelen II

- . Redusere uttak med 30%, dvs. 70 mrd?
 - .Globalt børsfall vil trolig gi nedgang i Norge
 - .I så fall dårlig tidspunkt å kutte utgifter
- . Glatting: reduser uttak mindre enn 70?
 - .=>Spiser av fondet slik at det faller mer
 - .Kan ikke regne med at oljeinntekter vil fylle opp

Ubehagelig valg:

- . Spise av fondet el kutte i nedgangskonj. ?
- . Bør ha sikkerhetsmargin: bufferfond eller bruke mindre enn forventet avkastning
- . Bør utredes og avklares FØR fondet faller

2017



UNIVERSITY
OF OSLO

3) Noe av fondskapitalen bør investeres i fattige land

- . Begrunnelse er finansiell, ikke politisk
 - .Bred enighet om finansielt formål
- . Egen organisasjon, som Norfund, ikke NBIM
- . Investeringer i fattige land
 - .Krever annen kompetanse
 - .Er tid- og ressurskrevende
 - .Innebærer omdømmerisiko
- . Bare små beløp på kort sikt

2017



UNIVERSITY
OF OSLO

To hovedgrunner til å investere noe i fattige land

Diversifisering

- . Over 90% av porteføljen er i utviklede markeder => betydelig samvariasjon i avkast.
- . Investeringer i fattige land gir risikospredning

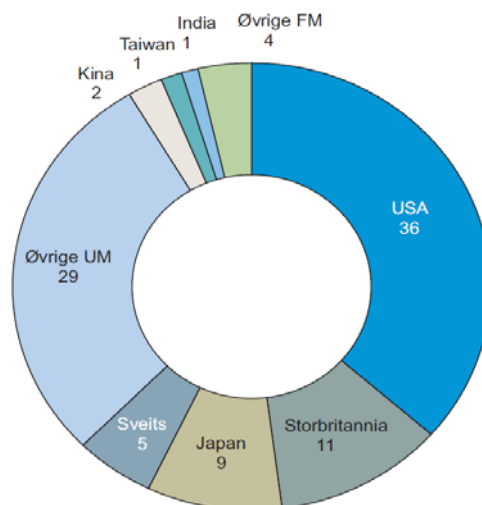
2017



UNIVERSITY
OF OSLO

Oljefondet er plassert i utviklede markeder (UM)

Regionfordeling aksjeindeksen
(landsammensetning)



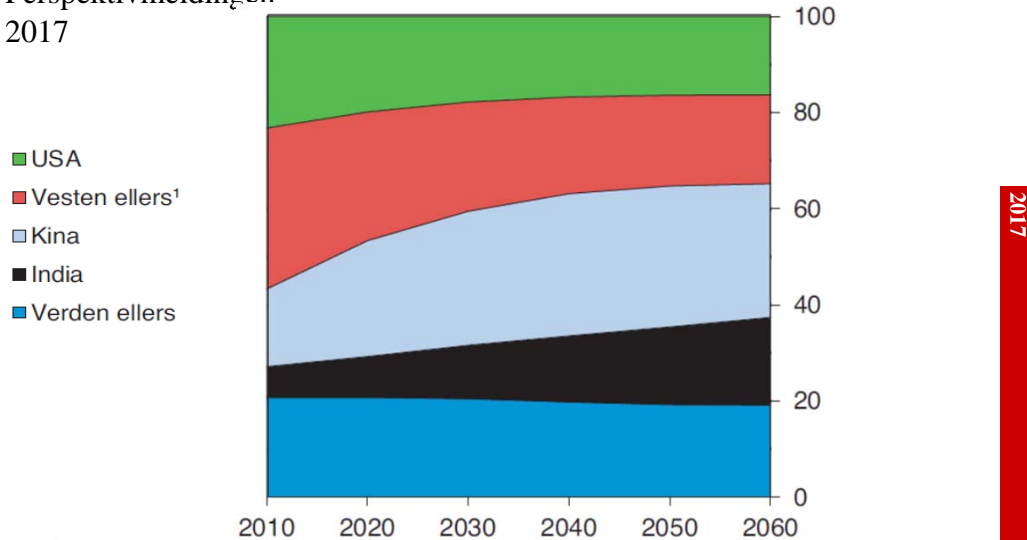
2017



UNIVERSITY OF OSLO

Utviklede markeder utgjør stadig mindre av globalt BNP

Perspektivmeldingen 2017



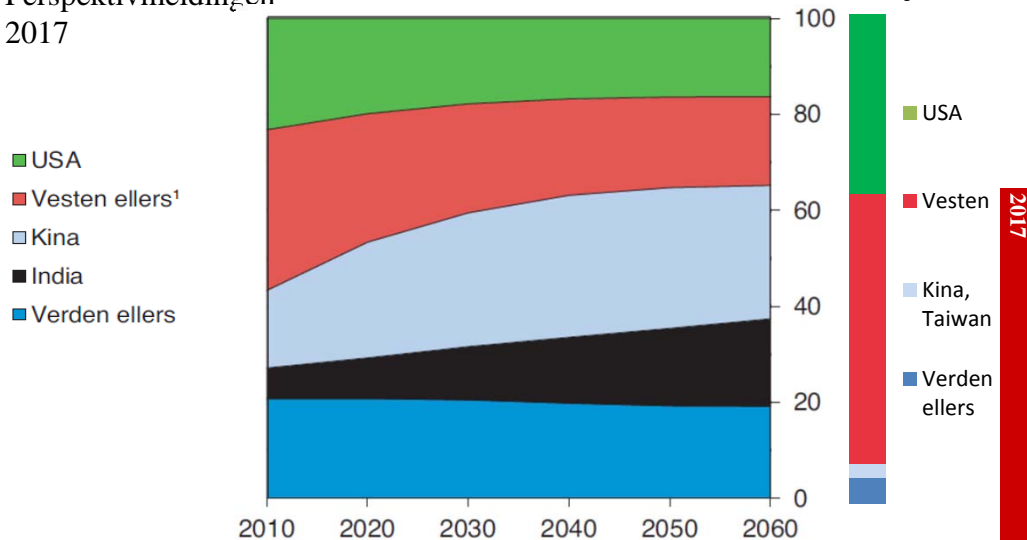
¹ Vesten er her definert som land i Vest-Europa, Nord-Amerika, Australia, New Zealand og Japan.
Kilder: Angus Maddison (figur A fram til 2010), OECD (figur A etter 2010) og FN.



UNIVERSITY OF OSLO

Utviklede markeder utgjør stadig mindre av globalt BNP

Perspektivmeldingen 2017



¹ Vesten er her definert som land i Vest-Europa, Nord-Amerika, Australia, New Zealand og Japan.
Kilder: Angus Maddison (figur A fram til 2010), OECD (figur A etter 2010) og FN.



UNIVERSITY
OF OSLO

To hovedgrunner til å investere noe i fattige land

Diversifisering

Secular stagn.: høy sparing & lave invest.

- . For lav etterspørsel gir lav økonomisk vekst
- . Lave renter => risiko finansiell ubalanse
=> Rammer globale investorer (som SPU)

- . Finansiell sparing i UM bidrar lite til realinvest.
- . Kapital til fattige & fremvoks øk gir økte invest.
=> invest i fattige land gir økt global etterspørsel

2017



UNIVERSITY
OF OSLO

Avslutning

- . Meget vellykket forvaltning

Men noe gjenstår

- . Oljeaksjer gir unødvendig ekstra risiko
knyttet til olje – bør ut av referanseportef.
- . Sikkerhetsmargin i handlingsregelen
 - . Dempe kutt når fondet faller i nedgangskonjunk.
 - . Utrede og bli enige om sikkerhetsmargin/buffer
- . Noe fondskapital investeres i fattige land
 - . Diversifisering og «selvhjelp» for global investor

2017