

Øystein Sjølie:

# Handlingsregelen bør tilpasses kontantstrømmen fra Oljefondet\*



## Månedsbrev 2/20

Handlingsregelen for finanspolitikken bør baseres på kontantstrømmen fra fondet, ikke de løpende børsverdiene på aksjer og obligasjoner. Det gir større evne til å bære risiko og en mer robust finanspolitikk.

**Arne Jon Isachsen**  
Centre for Monetary  
Economics (CME)

For et par år siden ble det bestemt å øke aksjeandelen i Oljefondet fra 60 til 70 prosent. En viktig begrunnelse for denne beslutningen, som både Finansdepartementet og Norges Bank målbærer, er at Oljefondet har en særlig god evne til å bære risiko. Dermed kan fondet ha mer aksjer enn investorer flest. Imidlertid hviler påstanden om den spesielt høye risikobærende evnen på et premiss om at fondet ikke har noen "klart definerte forpliktelser".

### **Staten tåler risiko dårlig**

Å ha stor evne til å bære risiko må bety at eieren er villig til å redusere pengebruken hvis avkastningen skulle bli dårlig. Er det rimelig å anta at det norske politiske systemet vil klare å kutte i bruken av oljepenger dersom verdien av fondet skulle falle vesentlig?

Tanken bak handlingsregelen er at staten hvert år kan bruke en opprettholdbar sum av oljepenger – nemlig forventet realavkastning av fondet – tallfestet til 3 prosent av verdien av fondet ved inngangen til året. Av dette følger at staten bør kutte i bruken av oljepenger dersom fondet faller i verdi.

Statens reelle risikobærende evne er beskjedent.

I 2020 brukes det over 240 milliarder kroner fra Oljefondet over statsbudsjettet. Dette er ikke en "klart definert forpliktelse". Ikke

desto mindre er det neppe noen stor politisk vilje til å redusere denne summen proporsjonalt hvis fondet for eksempel skulle falle med 30 prosent. Dette tilsvarer over 70 milliarder kroner, 5 prosent av statsbudsjettets utgiftsside.

I handlingsregelen ligger en sikkerhetsventil om at ved store endringer i fondsverdien skal endringer i bruken jevnes ut over flere år. Det er nok likevel slik at det vil bli svært utfordrende politisk å redusere bruken av oljepenger fra fondet betydelig, selv over flere år. Spesielt vil det være vanskelig når alternativet er så enkelt: Å definere et kursfall som midlertid, og dermed utsette innstrammingen. Statens reelle risikobærende evne er beskjedent.

### **Verdisvingningene er store**

Problemet med handlingsregelen er båndet mellom finanspolitikken og den løpende verdien av fondet. På grunn av fondets store beholdning av aksjer, svinger verdien betydelig; en internasjonal aksjeportefølje svinger gjennomsnittlig med 15-20 prosent årlig, og ofte mer.

Verdien av investeringene – hva andre er villige til å kjøpe verdipapirene i fondet for – er imidlertid av begrenset interesse så lenge vi ikke har tenkt å selge verdipapirene. Verdisvingninger representerer heller ikke den langsiktige verdiskapingen som tilfaller kapitaleierne. Likviditeten i kredittmarkedene har ofte større betydning for svingninger i aksjekurser enn de økonomiske utsiktene for selskapene. De siste

årenes kraftige kursgevinster på aksjer er blant annet drevet av et lavere generelt rentenivå.

### Kontantstrømmen er mer stabil

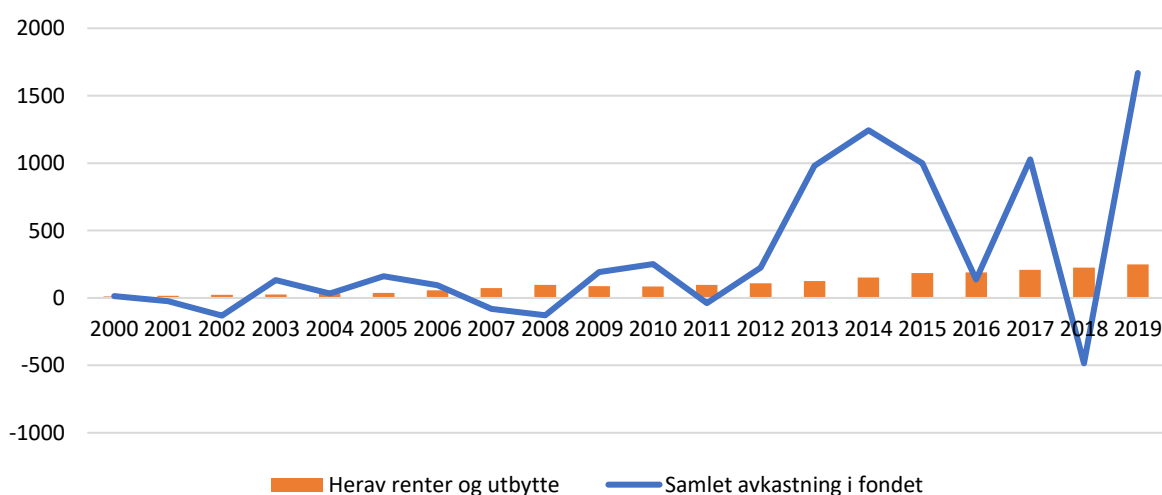
Risikoen ved dagens handlingsregel er at det politiske systemet ikke klarer å redusere bruken nok etter et kursfall, selv over noen år. Ved å knytte finanspolitikken til verdien på fondet, risikerer vi derfor å tære på kapitalen.

For å redusere denne risikoen bør vi vende oppmerksomheten bort fra de stadige endringene i prisene på verdipapirer, og over mot kontantstrømmen som verdipapirene gir opphav til. Kontantstrømmen – renteinntekter fra obligasjoner og utbytte fra aksjer – har flere svært viktige egenskaper. For det første er kontantstrømmen en sentral drivkraft for langsiktig avkast-

ning i selskapene. For det andre er kontantstrømmen langt mer stabil enn selskapenes aksjekurser (se figur). Det gjelder særlig for selskaper utenfor finansbransjen.

Den offentlige pengebruken er vanskelig å nedjustere, ikke minst for oljeland..

Kontantstrømmen er dermed et godt utgangspunkt når vi skal vurdere en langsiktig, opprettholdbar plan for pengebruken som formuen kan danne grunnlag for. Den samlede kontantstrømmen – utbytte og tilbakekjøp av aksjer – fra amerikanske selskaper har de siste årene ligget på 5 prosent av selskapenes børsverdi. Det er høyere enn rentene på en sammensatt obligasjonsportefølje. En overgang til en regel basert på kontantstrømmen kan dermed gjøres uten finanspolitiske sjokk. Ved et slikt opplegg kan



Merknad: Tallene for 2019 er anslag. For renter og utbytte er det anslått at veksten fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2019 blir den samme som gjennomsnittsvæksten i de tre første kvartalene. For avkastning er det tatt utgangspunkt i avkastningstall for de tre første kvartalene, og lagt til en anslått avkastning på 4,5 prosent i 4. kvartal, etter et positivt kvartal i aksjemarkedet og et negativt i obligasjonsmarkedet.

hovedstolen i Oljefondet tåle større kurs-svingninger enn i dag. Vi kan med lettere hjerte investere mer i aksjer.

De fleste håper nok at Oljefondet vil vare i mange generasjoner. For å oppnå dette er det viktig at myndighetene klarer å redusere overføringene fra fondet raskt, dersom det skulle være påkrevd. Muligens er dagens handlingsregel sterk nok. Men det vet vi ikke. Hittil har statens årlige skatteinntekter fra petroleumsvirksomheten vært såpass store at modellen ikke er satt på virkelig prøve. Og vi vet av erfaring, også vår egen, at det er vanskelig å nedjustere pengebruken, ikke minst for oljeland. Derfor må modellen for bruk være robust.

### **Et bufferfond i rentepapirer**

En praktisk modell bør likevel ta hensyn til at utbyttene og renteinntektene kan variere en del, og mer enn statens svært begrensede kortsiktige risikobærende evne. En mulighet er å la fondets årlige

kontantstrøm gå inn i et bufferfond. Fra dette fondet går hvert år 20 prosent til statsbudsjettet. Overføringen tilsvarer dermed gjennomsnittsinntekten til hovedstolen de siste fem år.

Det norske politiske systemet vil trolig slite med å tilpasse finanspolitikken ved betydelige svingninger i verdien av Oljefondet, det vil si ved store svingninger – særlig fall – i aksjekursene. Å tilpasse politikken til kontantstrømmen fra selskapene snarere enn verdien av fondet vil sikre en stabil tilførsel av penger til de årlige statsbudsjettene. Det gjør fondskonstruksjonen mer robust, og legger dermed forholdene enda bedre til rette for at kommende generasjoner får glede av oljeformuen.

20. februar 2020

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025>