

Oljefondet vil bli tømt med handlingsregelen

2022-06-03

© Finansavisen

Alle artikler er beskyttet av lov om opphavsrett til åndsverk. Artikler må ikke videreformidles utenfor egen organisasjon uten godkjenning fra Retriever eller den enkelte utgiver.

Les artikkelen ved å klikke her.

4
Finansavisen
FREDAG 3. JUNI 2022

HANDLINGSREGELEN

Oljefondet vil bli tømt med handlingsregelen

Valutasvingninger, motkonjunkturpolitikk og «glatting»

MAKRO: Handlingsregelen skal sikre at Oljefondets verdi holder seg til evig tid. I realiteten styrer vi likevel mot tømning av fondet, advarer professor Knut Anton Mork.

ARE HARAM
are.haram@finansavisen.no

Ved bare å bruke den forventede realavkastningen fra Oljefondet til statsbudsjettet, skal Handlingsregelen sikre at Oljefondets verdi bevares «for evig». I realiteten er regelen likevel slett ikke bærekraftig, og det bærer ubønnhørlig mot at fondet brukes opp.

Det er konklusjonen i et paper av professor Knut Anton Mork og doktorgradstudentene Haakon Andreas Trønnes og Vegard Skonseng Bjerketvedt ved NTNU.

Selv om uttaket fra fondet hele tiden følger handlingsregelen, vil flere faktorer trekke i retning av at fondet tappes i verdi.

Rentes renteeffekten
En slik faktor er «glatting» av uttaket. Ved

svingninger i Oljefondets verdi vil finanspolitikken normalt ikke justeres fullt ut til den nye verdien ved første mulighet. I stedet vil finanspolitikken bruke et par år på å nå det nye nivået i fondets verdi. Selv om slike overraskelser antas å være symmetriske, ved at vi like ofte får (like store) verdihopp som verdifall, og selv om finanspolitikken justeres like raskt ned som opp, vil dette i seg selv gradvis redusere fondets verdi.

– Det skyldes rentes renteeffekten, sier Mork.

– **Et fall i verdien med 10 prosent trekker fondet mer ned enn en påfølgende økning i fondets verdi med 10 prosent, forklarer han.**

Foretrekker median
– Det er en nedre grense for hvor lite fondet

kan bli, og den er 0, mens det ikke er noen grense for hvor stort fondet potensielt kan bli. Selv om det er en større sannsynlighet for at fondet faller enn stiger i verdi, gjør den i prinsippet ubegrenset høye verdien fondet kan nå at *forventet* fremtidig verdi er uendret, sier Mork.

Han derfor mener det er mer intuitivt å snakke om medianverdien av fondet i fremtiden enn om den matematiske forventningen.

Også umiddelbar tilpasning av uttaket til endringer i fondets verdi «vil til slutt ubønnhørlig tømme fondet», og det til tross for at fondets *forventede* verdi opprettholde.

Tappes av valuta
Det blir verre. Fordi fondet er investert i utenlandsk valuta og handlingsregelen definerer uttaket i norske kroner, vil fondets forventede verdi over tid synke.

– Over tid vil realvalutakurser vende tilbake til en stabil likevekt. Hvis realdollarkursen stiger, vil det gi Oljefondet økt kroneverdi, som gir grunnlag for økt uttak. Når så realdollarkursen synker tilbake igjen, er

fondet tilbake på tidligere kroneverdi, men i mellomtiden har vi brukt mer av fondet, forklarer Mork.

– **Denne tilbakevendingen av realvalutakursen er ikke veldig sterk, men tendensen er der, og den er nok til å tære på fondet over tid.**

Tappes av motkonjunkturpolitikk
Når Stortinget bruker Oljefondet til aktiv motkonjunkturpolitikk, øker risikoen for at fondet tømmes. Dette skyldes at kriser eller økonomiske sjokk er normalfordelte, mens avkastningen varierer log-normalt.

På helt kort sikt påvirkes ikke fondets verdi merkbart. Med «normal» hyppighet av økonomiske sjokk, vil det imidlertid allerede på en tiårshorisont være sannsynlig at fondets verdi er redusert med rundt 30 prosent (selv om det også er en viss sannsynlighet for at slike sjokk løfter fondets verdi kraftig, slik Norge har opplevd flere ganger i fondets relativt korte historie).

Over 50 eller 100 år er det overveie-
ende sannsynlig at økonomiske sjokk



TØMMES UANSETT: Selv om oljeforbruken holder seg til handlingsregelen, vil Oljefondet ubønnhørlig tømmes, advarer professor Knut Anton Mork.

FOTO: IVAN KVERME

er Oljefondets fiender

som møtes med aktiv motkonjunkturpolitikk finansiert over Oljefondet omtrent vil ha tømt hele fondet.

– Bør bruke mindre

Studien illustrerer noen strategier som kan redusere sannsynligheten for at fondet tøres opp. En slik strategi er å redusere aksjeandelen til 50 prosent. Det ville redusert fondets svingninger, og dermed tæringen over tid, men tendensen til at fondet uansett tømmes elimineres ikke.

En annen strategi er å legge uttaket lavere enn forventet realavkastning over tid. Om man legger uttaket tilstrekkelig langt under forventet avkastning, kan man slippe at fondet tømmes over tid, men om fondet samtidig brukes diskresjonært, hjelper selv ikke en slik «gjerrig» uttaksmodell.

«For å eliminere faren for tømming av fondet, må grensene for den motsykliske finanspolitikken

være strengere enn praksisen som er fulgt de siste tiårene,» skriver Mork, Trønnes og Bjerketvedt.

– Glatting uansett et problem

– Ekstremløsningen, som ville hindre at fondet forvitrer, er vel da å stanse enhver videre innfasing fra Oljefondet til statsbudsjettet?

– Ja, men det går an å senke uttaket uten å senke det til 0.

– Hvis man endrer til den foreslåtte kontantstrømmodellen, ville det påvirke sannsynligheten for at fondet forvitrer?

– Ja, trolig, men kun hvis man til enhver tid holdt seg strengt til hvor stor kontantstrøm fondet mottok. Det ville gi kunne gi store svingninger i finanspolitikken, sier Mork.

– Enhver glatting av pengebruken, eller ekstraordinære trekk for å finansiere spesielle finanspolitiske tiltak, vil gi samme tendens til tømming av fondet som slike faktorer gjør under dagens regelverk.



MÅ FÅ KONSEKVENSER: Førsteamanuensis Espen Henriksen ved BI mener at et bytte av handlingsregel også vil måtte bety bytte av investeringsstrategi. Professor Steinar Holden, Finanspolitikkutvalget i bakgrunnen. FOTO: ARE HARAN

– Ville være fornuftig med en ganske aggressiv strategi

Bytte av handlingsregel betyr også bytte av investeringsstrategi, mener Espen Henriksen ved BI. – Helt uenig, sier NTNU-professor Ragnar Torvik, som heller vil redusere Oljefondets aktive muligheter.

Spørsmålet om oljeforbruken skal bestemmes ut fra Oljefondets kontantstrøm, og ikke av Oljefondets verdi, vil måtte få konsekvenser for hvordan Oljefondet investerer, mener Espen Henriksen, førsteamanuensis ved BI.

– Helt uenig, sier NTNU-professor Ragnar Torvik, som også er medlem av Finanspolitikkutvalget, som har foreslått å utrede en slik endring av handlingsregelen.

Hvis Oljefondet måles på kontantstrømmen det genererer, er det logisk at det også gir en ny referanseindeks, hvor utsiktene til renteinntekter og utbytte er bedre, og/eller at Oljefondet bruker sitt rom for aktiv forvaltning til å jakte slik kontantstrøm, argumenterer Henriksen.

dagens referanseindeks er bedre forankret enn kontantstrømsregelen, og da får man heller holde seg til det, sier Henriksen.

Heller mindre aktivt

Det er Torvik uenig i.

– Oljefondet vil fortsatt kunne investere ut fra dagens referanseindeks, og dermed indeksnært. Men kanskje ville et bytte av regel for uttak også gi incentiver til å redusere rommet Oljefondet har til å ta «veddemål» ved aktive grep, sier Torvik.

Torvik understreker samtidig at Oljefondets rom for aktiv forvaltning er så lite, at det veldig fort ville bli brukt opp om fondets forvaltere jaktet kontantstrøm.

Finansdepartementet arrangerte onsdag seminar om forslaget fra «Rådgivende utvalg for finanspolitiske analyser» (Finanspolitikkutvalget) om å utrede å endre handlingsregelen.

Stor fare for fall

Etter at flertallet i utvalget i vinter foreslo dette, har det vært en heftig debatt blant fagøkonomer, og uenigheten ble ikke mindre under seminaret.

Professor Steinar Holden, leder av Finanspolitikkutvalget, gjentok sine argumenter for at det er behov for en ny handlingsregel, gitt at fondet nå er blitt så stort.

– Oljepengene står nå for drøyt 20 prosent av statsbudsjettet. Simuleringer viser at det er 35 prosent sannsynlighet for et fall i fondets verdi på minst 25 prosent over en femårsperiode.

Kontantstrømmen vil normalt variere mindre enn verdien av Oljefondet, men et skifte av uttaks-



UENIG: Professor Ragnar Torvik ved NTNU.

FOTO: IVAN KVERME

modell kan ha betydning for valg av investeringsstrategi, medgikk Holden.

– Politikernes jobb

Henriksen understreket at en ny uttaksmodell reduserer dilemmaene knyttet til oljeforbruken i nåtid og fremtid.

– Mengden finansiell risiko knyttet til fondet er nå så stor at det gjør handlingsregelen politisk skjor, sier Henriksen.

I prinsippet består valget av handlingsregelmodell av tre delvis motstridende ønsker; ønsket om høy avkastning (som også gir høy risiko), ønsket om trygghet om fondets fremtidige verdi og ønsket om minst mulige svingninger i oljeforbruken fra et år til det neste.

– Man kan maksimalt oppnå to av disse ønskene samtidig, og man må foreta en avveining mellom dem. Denne jobben er det bare politikerne som kan ta, mener Henriksen.

Blant de mange fagøkonomene i salen var det langt mellom innleggene som umiddelbart støttet en overgang til kontantstrømbasert uttak. Harald Magnus Andreassen (SpareBank 1 Markets), Knut Anton Mork (NTNU og BI) og Steinar Juel (Civita) var blant dem som spurte om det ikke var bedre å beholde dagens modell, men heller senke uttaksprosenten fra 3 prosent.