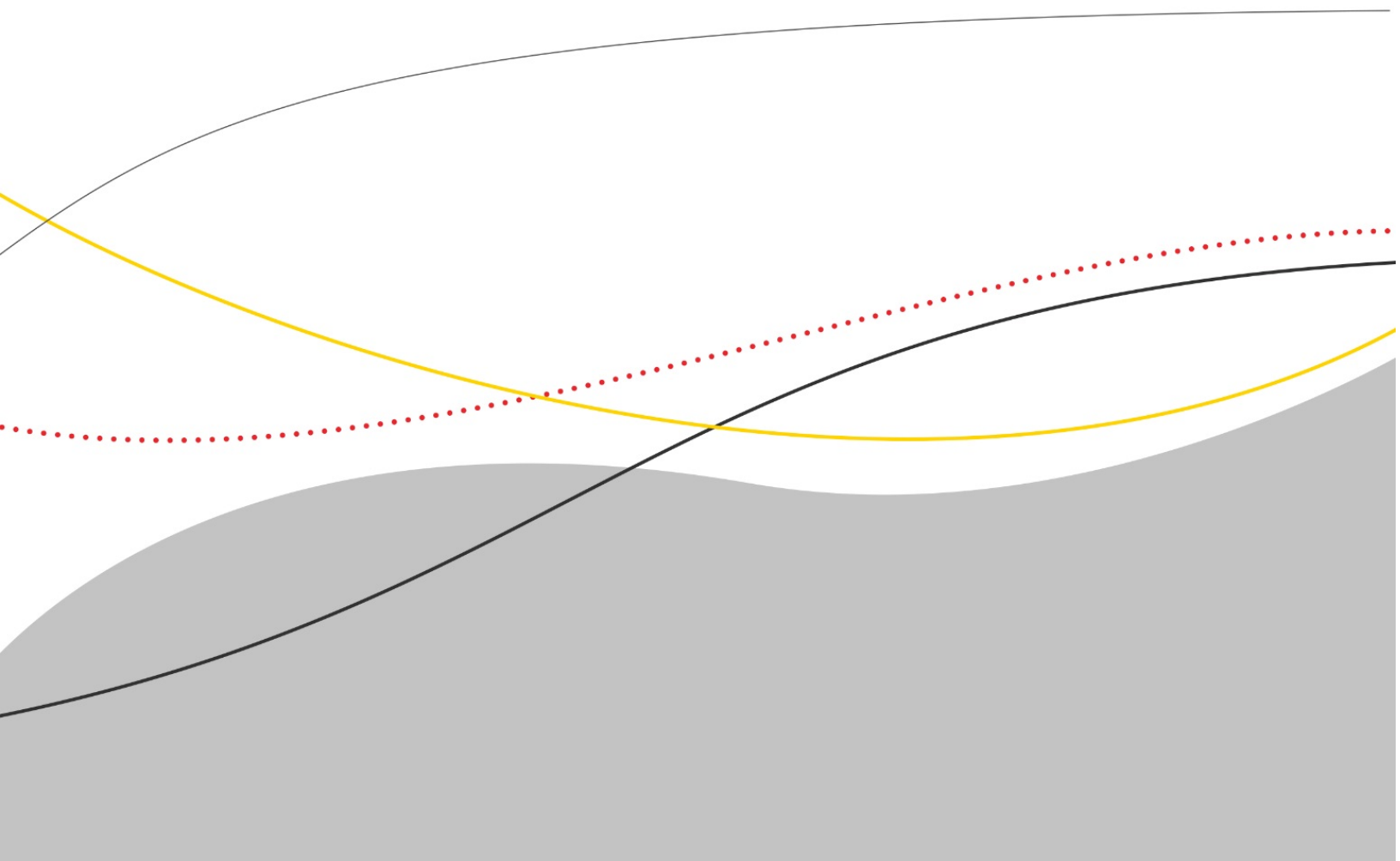




Har vi fulgt handlingsregelen?

Siri A. Holte Wingaard



Har vi fulgt handlingsregelen?

Siri A. Holte Wingaard*

Arbeidsnotat 2018/1

Finansdepartementet

Finansdepartementets arbeidsnotater belyser faglige problemstillinger med relevans for departementets arbeid, og er ikke uttrykk for politiske vurderinger eller synspunkter. Formålet med arbeidsnotatene er å underbygge departementets faglige vurderinger, og bidra til det faglige ordskiftet på departementets ansvarsområder. Godkjenning av arbeidsnotater før publisering er delegert til finansråden.

* Siri A. Holte Wingaard er underdirektør i Økonomiavdelingen i Finansdepartementet. Arbeidsnotatet er basert på tidligere tekster og med hjelp fra blant annet Anders Harildstad, Per Mathis Kongsrud, Yngvar Tveit og Steinar Holden. Et utkast til notatet har også vært forelagt Finansdepartementets rådgivende utvalg for modell- og metodespørsmål.

Forord

I år er det 17 år siden handlingsregelen for bruk av oljeinntekter først kom til anvendelse i statsbudsjettet for 2002. Handlingsregelen sier at uttaket fra fondet over tid skal følge den forventede realavkastningen, mens uttaket det enkelte år skal tilpasses situasjonen i norsk økonomi. I løpet av årene siden 2002 har bruken av oljeinntekter økt markert og blitt en stadig viktigere finansieringskilde i de årlige statsbudsjettene. I 2018 anslås bruken å tilsvare 7,6 prosent av BNP for Fastlands-Norge, mot 1,4 prosent i 2001. Nå går vi trolig over i en ny fase, med mindre rom for ytterligere økning i bruken av oljeinntekter. Det kan da være passende å stoppe opp og vurdere om rammeverket har vært fulgt så langt. En god forståelse av historien er nyttig som et utgangspunkt til å møte fremtidige utfordringer.

Det er ikke entydig hvordan etterlevelsen av handlingsregelen bør vurderes. Ikke minst er det vanskelig å angi presist hva som er den beste innretningen av finanspolitikken gitt situasjonen i norsk økonomi. Samtidig må en i praksis veie målet om at bruken av oljeinntekter over tid skal være på linje med forventet avkastning av fondet opp mot målet om å jevne ut svingninger i økonomien. I dette notatet belyses etterlevelsen av regelen ved noen enkle beregninger.

August 2018

Hans Henrik Scheel

Finansråd

Har vi fulgt handlingsregelen?

Siri A. Holte Wingaard

Innhold

1. Innledning	7
2. Har bruken av oljeinntekter vært i tråd med realavkastningen i fondet etter 2001?	9
2.1 Har den planlagte bruken av oljeinntekter vært i tråd med den fastsatte rettesnoren? ...	9
2.2 Har bruken av oljeinntekter vært i tråd med den fastsatte rettesnoren?	9
2.3 Har bruken av oljeinntekter vært i tråd med gjennomsnittlig realavkastning i fondet? ..	11
2.4 Har vi tatt vare på realverdien av statens oljeinntekter?	11
3. Har bruken av oljeinntekter det enkelte år vært tilpasset situasjonen i norsk økonomi?	13
3.1 Har innretningen av finanspolitikken vært tilpasset situasjonen i norsk økonomi?	13
3.2 Har kortsiktige svingninger i fondet påvirket bruken av oljeinntekter?	15
4. Oppsummering	16
Referanser	17

1. Innledning

I år er det 17 år siden handlingsregelen for bruk av oljeinntekter først kom til anvendelse i statsbudsjettet for 2002. Høy oljepris og store avsetninger til Statens pensjonsfond utland har, sammen med god avkastning, bidratt til at fondet har vokst kraftig gjennom disse årene, og det har vært mulig å øke bruken av oljeinntekter markert. I 2018 anslås bruken å tilsvare 7,6 prosent av BNP for Fastlands-Norge, mot 1,4 prosent i 2001. Nå går vi trolig over i en ny fase, med mindre rom for ytterligere økning i bruken av oljeinntekter. Det kan da være passende å vurdere om rammeverket har vært fulgt så langt. Slike vurderinger har også vært gjort tidligere, blant annet av Thøgersen-utvalget og i de siste nasjonalbudsjettokumentene. Fremstillingen i dette notatet oppdaterer og utvider enkelte av disse analysene.

Handlingsregelen sier at uttaket fra Statens pensjonsfond utland over tid skal følge den forventede realavkastningen av fondet, mens uttaket det enkelte år skal tilpasses situasjonen i norsk økonomi. I årene etter at handlingsregelen ble innført, har anslagene for bruken av oljeinntekter og forventet realavkastning svingt betydelig. To ganger har bruken av oljeinntekter ligget så langt over den forventede realavkastningen av fondet at det har blitt stilt spørsmål ved handlingsregelens troverdighet. Når vi nå ser perioden 2002-2017 under ett, har likevel det samlede uttaket fra fondet vært lavere enn den fastsatte rettesnoren. Budsjettene har også tatt hensyn til den økonomiske situasjonen, med en høyere budsjettimpuls i år med utsikter til svak utvikling i arbeidsmarkedet.

Handlingsregelen er en plan for gradvis å fase oljeinntektene inn i norsk økonomi og er, sammen med Statens pensjonsfond utland, sentrale elementer i vårt finanspolitiske rammeverk. Statens olje- og gassinntekter (Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten) settes i sin helhet til side i Statens pensjonsfond utland (SPU) sammen med avkastningen av fondets eiendeler, mens det gjøres et uttak fra fondet for å dekke det oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet. Uttaket fra fondet skal over tid følge den forventede realavkastningen av fondet, som frem til 2017 var anslått til 4 prosent av fondets verdi.¹

Samtidig skal bruken det enkelte år tilpasses konjunktursituasjonen i økonomien. Selv om det faktiske uttaket fra fondet tilsvarende det oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet måles bruken av oljeinntekter ved det *strukturelle*, oljekorrigerede underskuddet. Dette målet gir uttrykk for den underliggende innretningen av finanspolitikken ved at det blant annet er korrigert for konjunktuelle svingninger i skatter, avgifter og arbeidsledighetstrygd. Handlingsregelen åpner også for at finanspolitikken aktivt kan benyttes til å jevne ut svingninger i økonomien, og fleksibiliteten innebærer at bruken av oljeinntekter i det enkelte år ofte vil avvike fra forventet realavkastning.

Det er ikke entydig hvordan etterlevelsen av handlingsregelen skal vurderes. Handlingsregelen gir for eksempel ikke en presis angivelse av i hvor stor grad budsjettet skal tilpasses situasjonen i økonomien, eller hvordan dette hensynet bør veies mot retningslinjen om at bruken av oljeinntekter over tid skal være på linje med forventet realavkastning av fondet.

¹ I Meld. St. nr. 29 (2016-2017) Perspektivmeldingen 2017 varslet regjeringen at det fra nå av legges til grunn en forventet realavkastning på 3 pst. i SPU, mot tidligere 4 pst.

Som utgangspunkt for en vurdering av etterlevelsen av handlingsregelen kan det være nyttig å stille følgende spørsmål:

1. Har bruken av oljeinntekter vært i tråd med realavkastningen av fondet etter 2001?
2. Har bruken av oljeinntekter det enkelte år vært tilpasset situasjonen i norsk økonomi?

Under er disse spørsmålene forsøkt belyst ved hjelp av noen enkle beregninger.

2. Har bruken av oljeinntekter vært i tråd med realavkastningen i fondet etter 2001?

Spørsmålet om hvorvidt bruken av oljeinntekter har vært i tråd med realavkastningen i fondet, kan belyses på flere måter. Svaret vil blant avhenge av om en tar utgangspunkt i tallene slik de nå ser ut eller slik de så ut da budsjettene ble lagt frem. Videre kan det både være interessant å sammenligne bruken av oljeinntekter med forventet realavkastning i fondet og med den realiserte realavkastningen.

2.1 Har den planlagte bruken av oljeinntekter vært i tråd med den fastsatte rettesnoren?

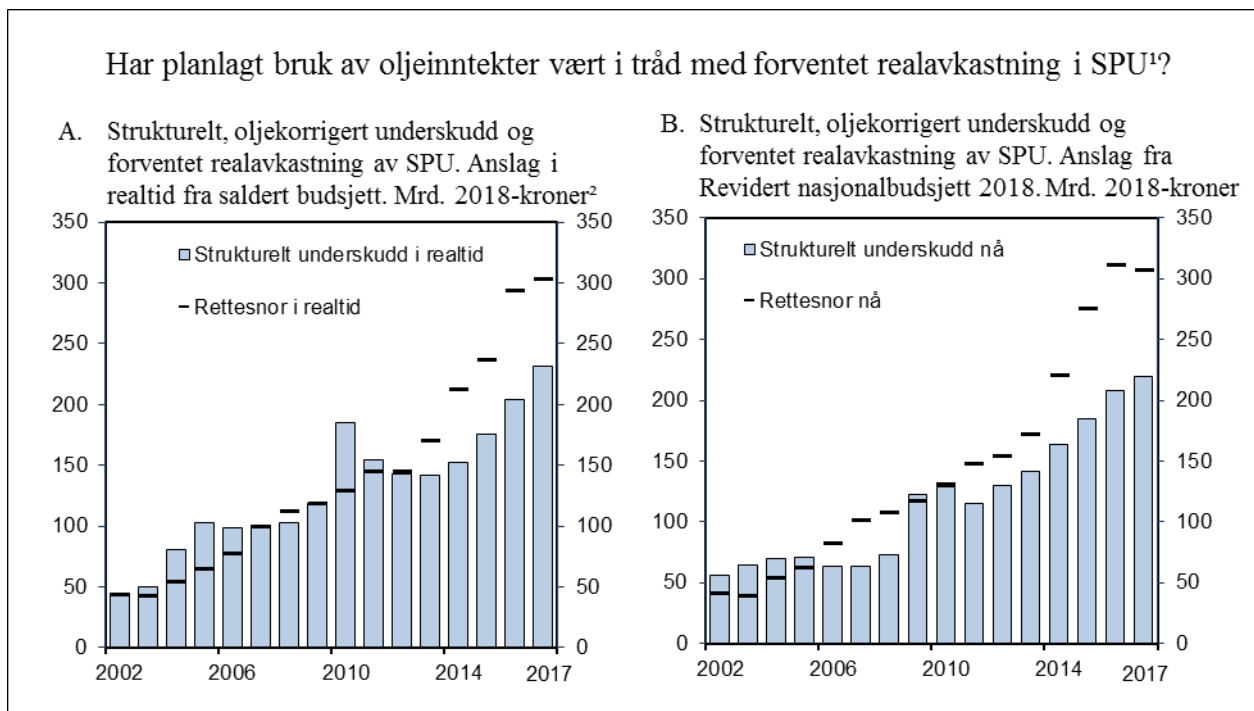
Frem til 2017 ble det lagt til grunn en forventet realavkastning på 4 prosent. Det første budsjettet som ble lagt frem etter at handlingsregelen ble introdusert, la opp til en oljepengebruk i 2002 tilsvarende nøyaktig 4 prosent av fondets verdi, se figur 1A som viser anslagene i de enkelte budsjettene (realtid). Samlet har den planlagte bruken av oljeinntekter variert rundt 4-prosentbanen siden 2002, og avvik har først og fremst vært begrunnet med hensynet til konjunktorene og stabil vekst i norsk økonomi. For perioden sett under ett ser den planlagte bruken av oljeinntekter ut til å ha vært litt i underkant av den fastsatte rettesnoren. Ettersom beslutningene om bruk av oljeinntekter de enkelte år må bygge på usikre anslag, kan anslåtte avvik fra 4-prosentbanen i realtid bli annerledes enn faktiske avvik over tid. Blant annet må målet for bruk av oljeinntekter, det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet, anslås i realtid og er gjenstand for revisjoner i ettertid. Revisjonene etter de første anslagene har ofte vært store, se figur 1. Samlet har revisjonene bidratt til at avvikene mellom bruk av oljeinntekter og forventet realavkastning nå fremstår som større enn i realtid².

2.2 Har bruken av oljeinntekter vært i tråd med den fastsatte rettesnoren?

For å vurdere om bruken av oljeinntekter samlet har vært i tråd med den forventede realavkastningen, kan fondets faktiske størrelse sammenlignes med et beregnet fond, der den eneste forskjellen er at bruken av oljeinntekter i hvert av årene i perioden 2002-2017 forutsettes å være lik 4 prosent. Med et slikt uttak ville fondet vært i overkant av 7 970 milliarder kroner ved utgangen av 2017, mens faktisk markedsverdi av fondet var over 8 480 milliarder kroner, se figur 2A og vedleggstabell 1.

Slik tallene nå står, tilsier regnestykket altså at vi siden handlingsregelen ble etablert har brukt rundt 510 milliarder kroner mindre enn om vi slavisk hadde fulgt rettesnoren på 4 prosent, se figur 2B.

² Målt ved gjennomsnittlig absoluttavvik.

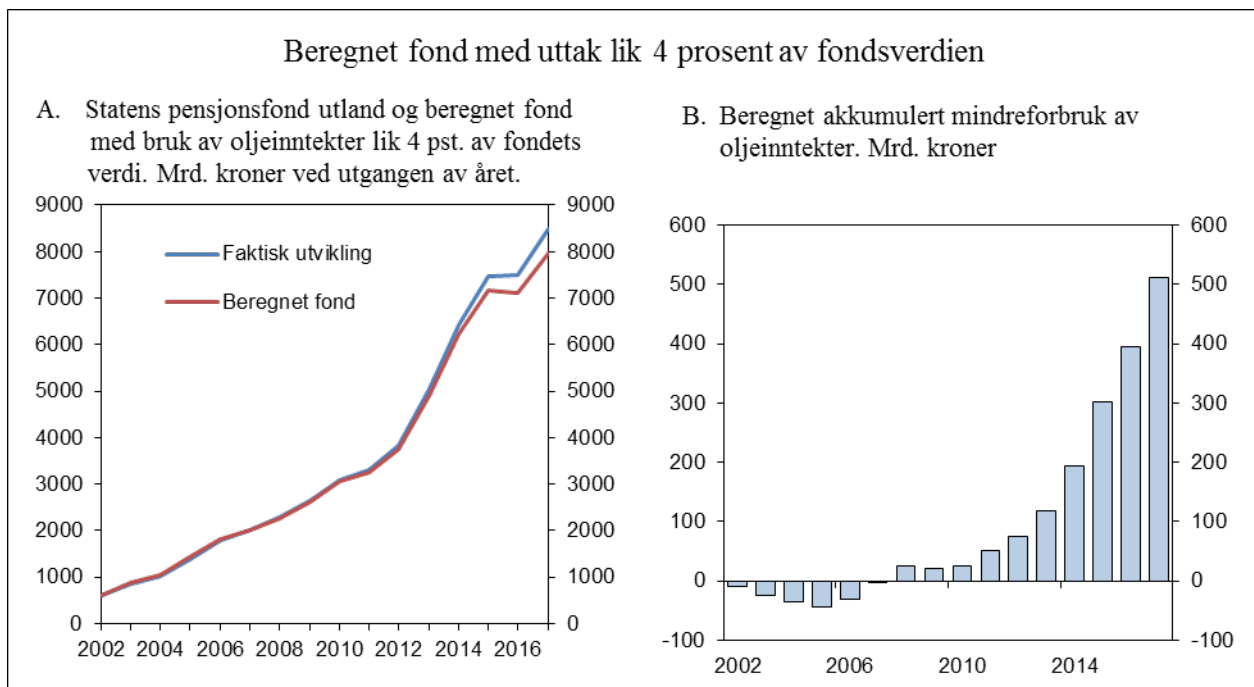


Figur 1. Strukturelt oljekorrigert underskudd og forventet realavkastning av SPU¹. Som anslått i realtid i saldert budsjett og nå. Milliarder 2018-kroner

¹ Statens pensjonsfond utland.

² Deflatert med budsjettdeflatoren fra Revidert nasjonalbudsjett 2018.

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 2. Faktisk fondsverdi og beregnet fond med bruk av oljeinntekter lik 4 pst. av fondsverdien, samt beregnet akkumulert mindreforbruk av oljeinntekter. Milliarder kroner

Kilde: Finansdepartementet.

2.3 Har bruken av oljeinntekter vært i tråd med gjennomsnittlig realavkastning i fondet?

Avkastningen av fondet har i perioden 2002-2017 vært høyere enn anslaget som ble lagt til grunn da handlingsregelen ble lagt frem. Målt i valuta har gjennomsnittlig realavkastning i årene 2002-2017 vært 4,2 prosent. Med et årlig uttak på 4,2 prosent ville fondet vært vel 640 milliarder kroner lavere enn den faktiske markedsverdien ved utgangen av 2017.

Målt i kroner har realavkastningen vært 4,6 prosent. Utviklingen må ses i sammenheng med at oljeprisfallet fra 2014 ga en betydelig svakere krone. Med et årlig uttak på 4,6 prosent ville fondet vært vel 900 milliarder kroner lavere enn faktisk markedsverdi ved utgangen av 2017.

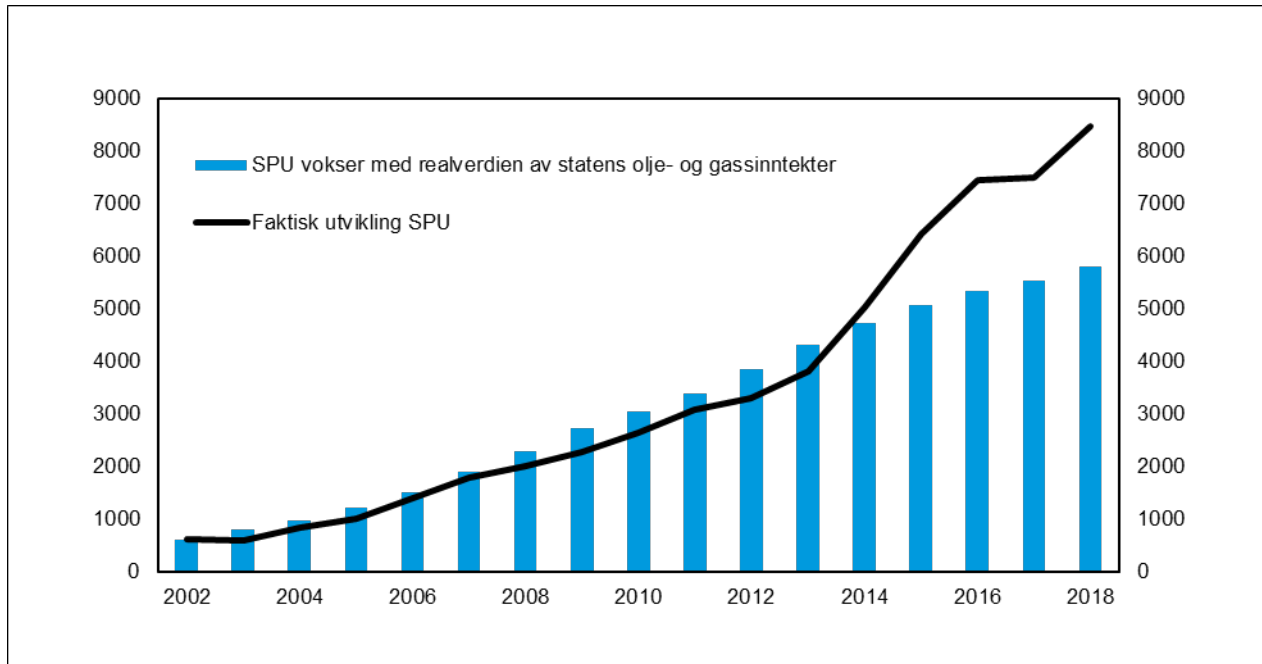
Samlet viser beregningene at uttaket fra fondet har vært godt innenfor den rettesnoren som Stortinget i 2001 trakk opp for bruken av oljeinntekter. Samtidig må en huske at denne typen beregninger avhenger av fondets markedsverdi på beregningstidspunktet og er dermed sterkt påvirket av endringer i internasjonale verdipapirmarkeder. Årene etter 2001 har vært preget av at perioder med svak utvikling i fondet og/eller svake konjunkturer relativt raskt har blitt avløst av motsvarende sterke perioder. Slik vil det ikke nødvendigvis være fremover.

2.4 Har vi tatt vare på realverdien av statens oljeinntekter?

Et av hovedhensynene bak utformingen av handlingsregelen var at oljeinntektene også skulle komme fremtidige generasjoner til gode. Rammeverket for finanspolitikken skal sikre at en ikke tærer på realverdien av statens pensjonsfond utland over tid. Når handlingsregelen legger opp til å bruke *uvektet gjennomsnittlig* realavkastning, tar en imidlertid ikke hensyn til at tidsprofilen på fondets inntekter og utgifter har betydning for akkumuleringen av kapital i fondet. Et gitt avvik mellom realavkastning og uttak målt i prosent av fondet får større utslag i kroneverdi mot slutten av perioden når fondet har vokst seg stort, enn i starten da fondsverdien var relativt liten. Dersom uttaket ett enkelt år for eksempel utgjør 3 prosent av fondet og realavkastningen er 4 prosent, vil mindreforbruket tilsvare 10 milliarder kroner med et fond på 1 000 milliarder kroner og 80 milliarder kroner med et fond på 8 000 milliarder kroner. At vi samlet har brukt mindre oljeinntekter enn gjennomsnittlig realavkastning i fondet er dermed ikke nødvendigvis ensbetydende med at vi har tatt vare på realverdien av fondet.

For å vurdere om vi har tatt vare på realverdien av statens oljeinntekter etter at handlingsregelen ble innført, kan vi ta utgangspunkt i fondsverdien ved inngangen til 2002 og den akkumulerte verdien av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten siden da. Ved inngangen til 2002 var verdien av fondet 620 milliarder kroner. Dersom vi skulle tatt vare på den nøyaktige realverdien av statens oljeinntekter fra dette tidspunktet måtte veksten i fondet hvert år tilsvare statens netto kontantstrøm pluss en sum stor nok til å dekke inflasjon og dermed til å ta vare på realverdien av oljeinntektene som allerede var i fondet ved inngangen til året.

Samlet ville en slik utvikling gitt en fondsverdi på anslagsvis 5 810 milliarder kroner ved utgangen av 2017, se figur 3. Det er nesten 2 670 milliarder kroner mindre enn kapitalen i SPU ved utgangen av 2017. Målt på denne måten har altså fondet skapt 2 670 milliarder kroner mer enn realverdien av statens oljeinntekter siden handlingsregelen ble innført. Dette store tallet må ses i lys av at sterk vekst i kroneverdien av fondet har bidratt til at avviket mellom realavkastning og uttak har vært særlig stort mot slutten av perioden.



Figur 3. Faktisk fondsverdi og beregnet fond med vekst lik realverdien av statens olje- og gassinntekter¹. Verdi ved inngangen til året i milliarder kroner

¹: Basert på en inflasjon målt i fondets valutakurv.

Kilde: Finansdepartementet.

3. Har bruken av oljeinntekter det enkelte år vært tilpasset situasjonen i norsk økonomi?

De finanspolitiske retningslinjene understreker at det skal legges vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav ledighet, og at eventuelle konsekvenser for finanspolitikken av store endringer i fondsverdien skal jevnes ut over flere år.

Det er avgjørende for bærekraften i statsfinansene og troverdigheten til finanspolitikken at uttaket fra fondet følger den forventede realavkastningen over tid. Varige endringer i fondsverdien må dermed etter hvert få konsekvenser for bruken av oljeinntekter. Samtidig er det også avgjørende for en balansert utvikling i norsk økonomi at finanspolitikken skjerms for kortsiktige fluktuasjoner i fondsverdien. Kapitalen i SPU utgjør nå nesten 3 års verdiskaping i fastlandsøkonomien. Svingninger i fondets verdi kan derfor gi betydelige utslag i den forventede realavkastningen og medføre at rettesnoren for det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet flytter seg mye over kort tid. Dersom endringer i fondets verdi fra ett år til et annet skulle lede til betydelige endringer i bruken av oljeinntekter, ville det kunne virke destabiliserende for finanspolitikken og norsk økonomi.

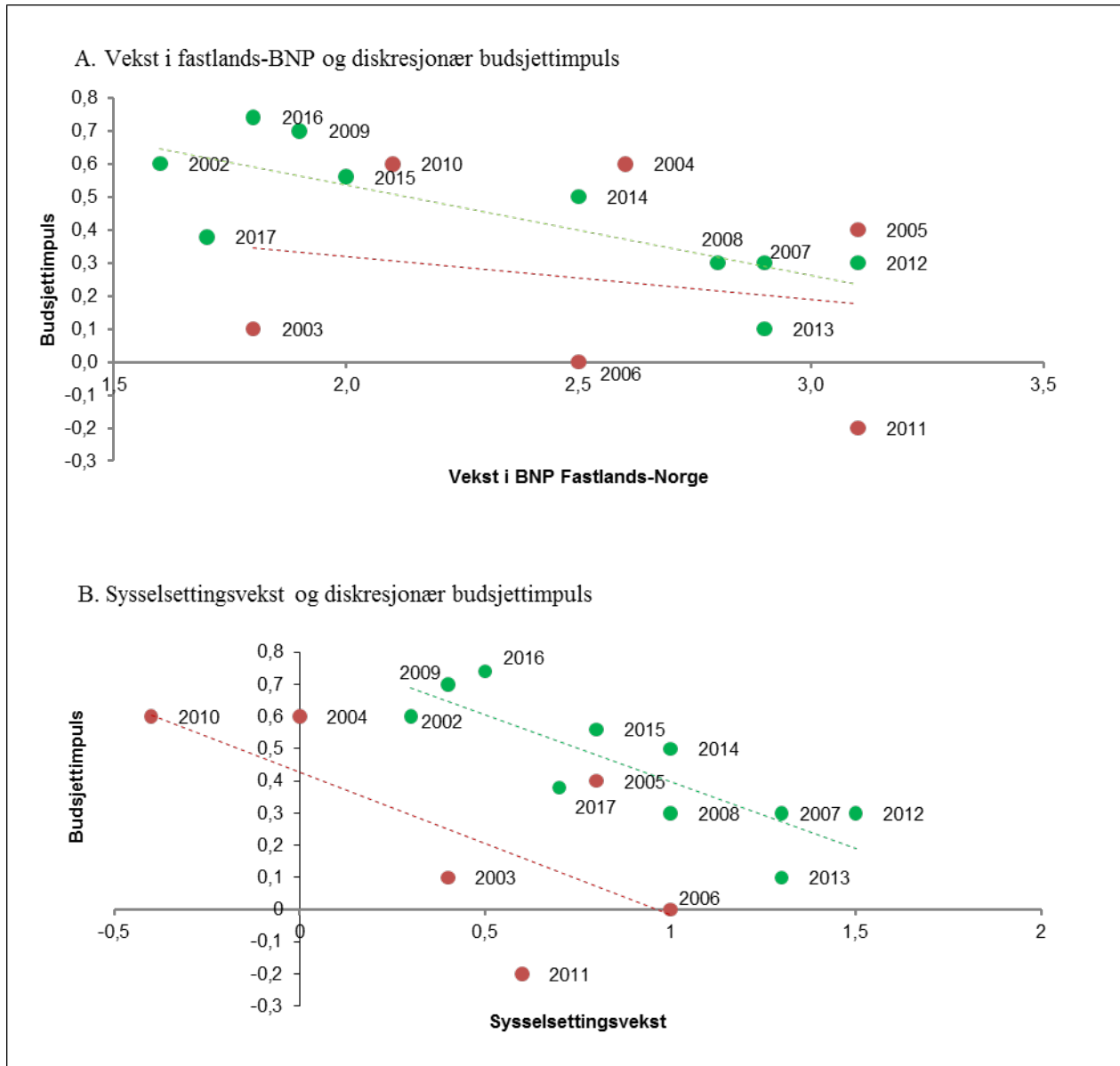
Når etterlevelsen av handlingsregelen skal vurderes, kan en dermed både se innretningen av finanspolitikken opp mot utviklingen i norsk økonomi, samt undersøke i hvilken grad kortsiktige svingninger i fondsverdien har påvirket bruken av oljeinntekter.

3.1 Har innretningen av finanspolitikken vært tilpasset situasjonen i norsk økonomi?

Den aktive (diskresjonære) innretningen av finanspolitikken kan anslås på flere måter. En mye brukt indikator både i Norge og internasjonalt er budsjettimpulsen, som måler endringen i det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet fra ett år til det neste. Litt forenklet sier den noe om hvordan finanspolitikken påvirker etterspørselen i fastlandsøkonomien. Dette er en summarisk indikator som er forholdsvis enkel å både beregne og å forstå. Samtidig som dette kan anses som indikatoren styrke, innebærer det også at det er flere forhold indikatoren ikke tar hensyn til, som at ulike inntekts- og utgiftsposter kan ha ulik betydning for aktiviteten i økonomien. Den tar heller ikke hensyn til at virkningene av finanspolitikken normalt avhenger av konjunktursituasjonen, eller at finanspolitikken kan gi aktivitetsvirkninger over flere år. Samtidig fanger indikatoren bare opp de diskresjonære endringene i finanspolitikken, fordi den tar utgangspunkt i det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet. Virkningen av de automatiske stabilisatorene i budsjettet er dermed ikke inkludert. Disse er ofte mer betydningsfulle enn diskresjonære tiltak, og bør inngå i en mer helhetlig vurdering av finanspolitikken.

I NOU 2015: 9 *Finanspolitikk i en oljeøkonomi* ser Thøgersen-utvalget nærmere på budsjettimpulsen og anslått vekst i sysselsetting og fastlands-BNP i budsjettene for årene 2002-2015. Gjennomgangen viser at det har vært en negativ samvariasjon mellom budsjettimpulsen og anslått vekst i sysselsetting og BNP i de årene hvor oljepengebruken ble anslått å ligge under forventet realavkastning av fondet. I de årene hvor oljepengebruken ble anslått å ligge over forventet realavkastning er en slik sammenheng noe mindre tydelig. Det kan skyldes at hensynet til å stimulere etterspørselen i økonomien i disse årene ble veiet opp mot hensynet til å skulle vende tilbake til den langsiktige banen for bruk av oljeinntekter. Figur 4 gjenspeiler analysen fra Thøgersen-

utvalgets rapport og inkluderer i tillegg årene 2016-2017. Resultatet synes ikke å bli vesentlig påvirket av å få med disse siste årene.



Figur 4 Prosentvis vekst i BNP for Fastlands-Norge og sysselsetting (x-aksen) samt budsjettimpuls i prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge (y-aksen). Anslag fra nasjonalbudsjettet for det enkelte år som legges frem høsten før¹

Røde merker angir at bruken av oljeinntekter ligger over forventet realavkastning, mens **grønne merker** angir at bruken ligger under eller på forventet realavkastning

¹ Nasjonalbudsjettene 2002-2017, med unntak av budsjettårene 2002, 2006 og 2014 da det var regjeringsskifter og anslagene er hentet fra tiltredende regjeringers tilleggsproposisjoner.

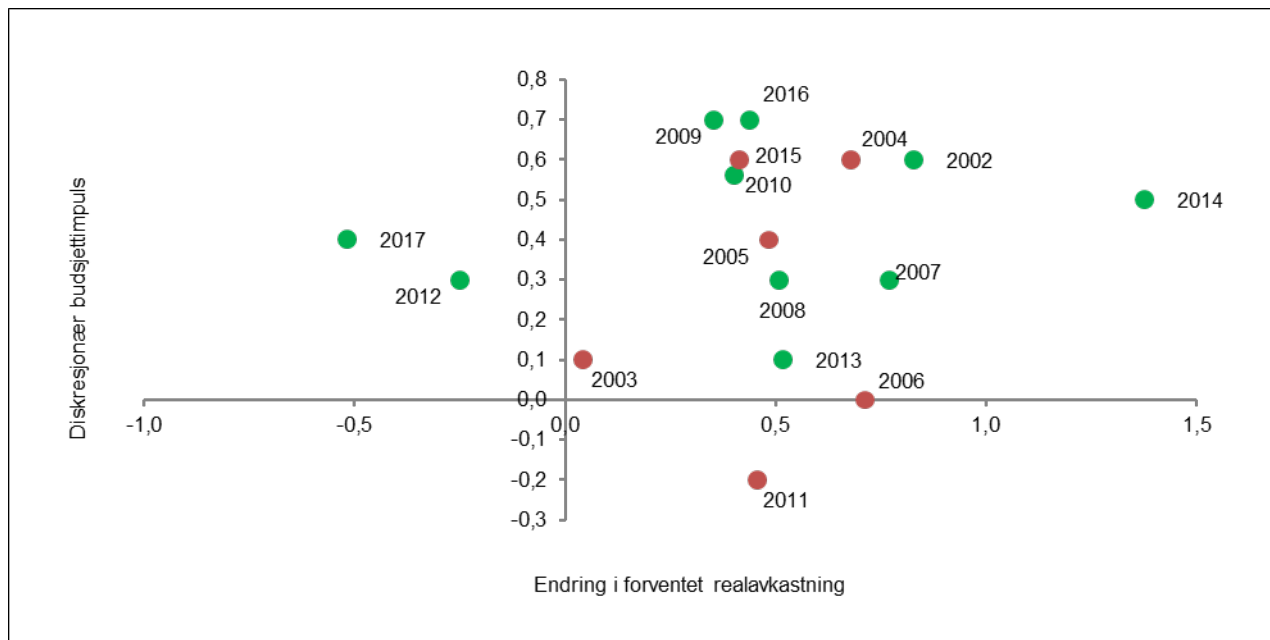
Kilder: NOU 2015:9 Finanspolitikk i en oljeøkonomi og Finansdepartementet.

For de fleste år blir både den realiserte økonomiske utviklingen og budsjettallene annerledes enn anslått. Thøgersen-utvalget analyserte også de siste historiske tallene for budsjettimpuls,

sysselsetting og BNP for Fastlands-Norge. Slik tallene stod i 2015, ble innretningen av finanspolitikken i perioden 2002-2015 vurdert å ha vært i tråd med intensjonen i handlingsregelen.

3.2 Har kortsiktige svingninger i fondet påvirket bruken av oljeinntekter?

Figur 5 viser budsjettimpulsene i budsjettene for 2002-2017 opp mot anslått endring i forventet realavkastning i fondet fra året før budsjettåret. Figuren viser ingen systematisk sammenheng mellom disse størrelsene.



Figur 5 Årlig endring i forventet realavkastning (x-aksen) og budsjettimpuls (y-aksen). Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge. Anslag fra budsjettet for det enkelte år¹
Røde merker angir at bruken av oljeinntekter ligger over 4-prosentbanen, mens **grønne merker** angir at bruken ligger under eller på banen.

¹ Nasjonalbudsjettene for 2002-2015, med unntak av budsjettårene 2002, 2006 og 2014 da det var regjeringsskifter høsten før og anslagene er hentet fra den tiltredende regjeringens tilleggsproposisjon.

Kilde: Finansdepartementet.

Det er vanskelig å gi en presis vurdering av hvilken innretning av finanspolitikken som kan sies å være best tilpasset den økonomiske situasjonen, og således mest i tråd med dette hensynet i handlingsregelen. Finanspolitikkenes evne til å finstyre konjunkturutviklingen er begrenset, og det finnes ikke noe entydig svar på hvor kraftig den finanspolitiske stimulansen bør være i en gitt konjunktursituasjon. Samlet bekrefter beregningene at det i de årlige budsjettene har blitt lagt vekt på den økonomiske situasjonen. Ser man figur 4 og 5 opp mot hverandre gir de også inntrykk av at bruken av oljeinntekter i hvert enkelt år i større grad har vært påvirket av utviklingen i norsk økonomi enn av årlige endringer i forventet realavkastning i fondet.

4. Oppsummering

Basert på gjennomgangen ovenfor fremstår finanspolitikken i årene etter 2001 som godt i tråd med de finanspolitiske retningslinjene, selv om det ikke er entydig hvordan etterlevelsen av finanspolitikken skal vurderes. Notatet har ikke forsøkt å svare på om finanspolitikken kunne vært bedre tilpasset konjunktorene, men viser at den økonomiske situasjonen gjennomgående har vært hensyntatt i de årlige beslutningene om bruk av oljeinntekter. For perioden sett under ett har bruken av oljeinntekter vært mindre enn både fondets forventede og faktiske realavkastning. Sammenlignet med en alternativ utvikling, der årlige uttak slavisk hadde fulgt rettesnoren på 4 prosent, har det vært et mindreforbruk tilsvarende 510 milliarder kroner. Beregningene må ses i lys av at de baseres på fondets faktiske markedsverdi, og dermed vil kunne endres vesentlig etter hvert som en inkluderer nye observasjoner.

Referanser

Meld. St. 13 (2017-2018) Statens pensjonsfond 2018.

Meld. St. 2 (2017-2018) Revidert nasjonalbudsjettet 2018.

Meld. St. 29 (2000-2001) Retningslinjer for den økonomiske politikken.

Meld. St. 29 (2016-2017) Perspektivmeldingen 2017.

NOU 2015: 9 Finanspolitikk i en oljeøkonomi (Thøgersen-utvalget).

Ot.prp. nr. 2 (2005–2006) Om lov om Statens pensjonsfond.