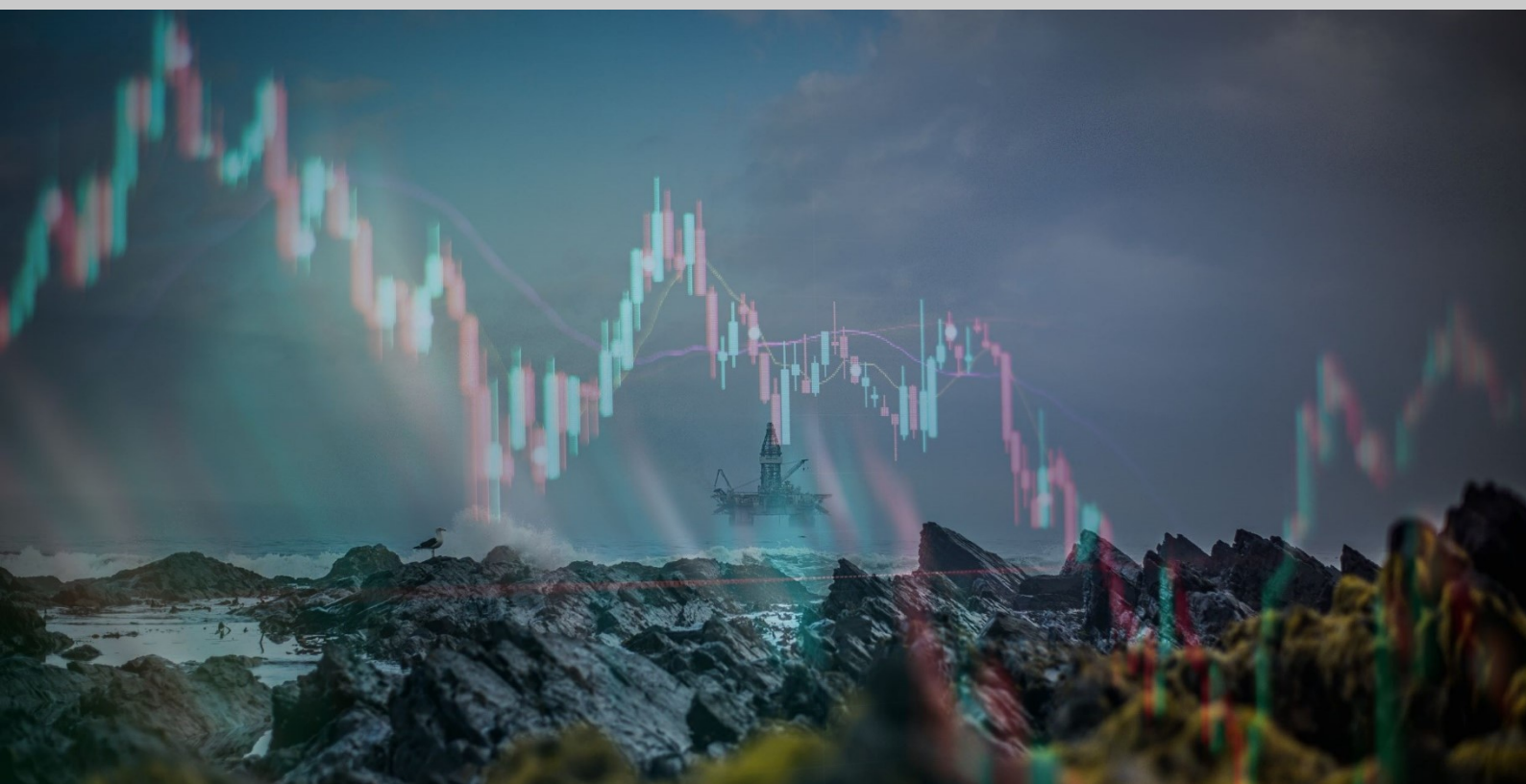


**Rådgivende utvalg for
finanspolitiske analyser**

UTTALELSE 2022



Rådgivende utvalg for finanspolitiske analyser

UTTALELSE 2022

Oslo, 3. februar 2022

Steinar Holden
Leder

Annette Alstadsæter

Thomas von Brasch

Erika Färnstrand Damsgaard

Nina Larsson Midthjell

Linda Nøstbakken

Peter Stephensen

Øystein Thøgersen

Ragnar Torvik

Sekretariatet

Erling Motzfeldt Kravik (leder)

Håkon Frede Foss

Kjersti Lyngtun Hansen

Vera Kvisgaard (til 19. nov. 2021)

Linn Karina Stormo

Iver Berge Vikøren

Uttalelse om langsiktig bærekraft i statsfinansene

1 Innledning

Utvalget har fått i oppgave å gi faglige vurderinger og råd om langsiktig bærekraft i statsfinansene og om finanspolitikken er forenelig med slike hensyn, samt gi en årlig, kort uttalelse om disse vurderingene.

Norge har i utgangspunktet en sterk finansiell posisjon, fordi petroleumsinntekter gjennom flere tiår er blitt spart i Statens pensjonsfond utland (SPU). Men vi står likevel overfor viktige utfordringer i den økonomiske politikken, fordi petroleumsinntektene etter hvert vil avta, en økende andel av statsbudsjettet blir finansiert ved uttak fra et fond plassert i finansielle verdipapirer, det er et fremtidig inndekningsbehov i offentlige finanser, og et behov for grønn omstilling i økonomien.

En grundig drøfting av langsiktig bærekraft i statsfinansene og om finanspolitikken er forenelig med slike hensyn, er en svært omfattende oppgave, som berører en rekke kompliserte problemstillinger. Utvalgets tid og ressurser er begrensede, og et oppdrag om en «årlig, kort uttalelse» gir også en ramme for hvor omfattende drøftingen skal være.

I årets uttalelse vurderer utvalget finanspolitikken i 2020-2022. I tillegg drøfter vi sårbarheten ved den store betydning som Statens pensjonsfond utland (SPU) har for statsfinansene, ved at over 20 prosent av statsbudsjettet nå dekkes gjennom uttak fra et fond som er plassert i internasjonale verdipapirer. Sårbarheten forsterkes ved at vi fremover ikke kan regne med at en kraftig nedgang i fondsverdien vil bli kompensert gjennom påfyll av petroleumsinntekter. Andre temaer behandles denne gang på en mer overordnet og kortfattet måte.

I avsnitt 2 redegjør utvalget for hvordan vi forstår begrepet langsiktig bærekraft i statsfinansene. Avsnitt 3 gir en overordnet vurdering av statsfinansene i et langsiktig perspektiv, mens avsnitt 4 vurderer finanspolitikken i 2020-2022. Avsnitt 5 drøfter sårbarheten ved oljefondets rolle, og avsnitt 6 drøfter hvilke implikasjoner denne sårbarheten bør ha for handlingsregelen. Utvalget vil også vise til fire bakgrunnstekster som gir en bakgrunn og redegjør nærmere for de viktigste problemstillinger som vi tar opp, henholdsvis den langsiktige bærekraften i statsfinansene, sysselsetting og helserelaterte utgifter, finanspolitikken i 2020-2022 og risikoen ved oljefondets rolle.

2 Langsiktig bærekraft i statsfinansene

Fra et grunnleggende perspektiv kan langsiktig bærekraft i statsfinansene forstås som at staten alltid vil kunne oppfylle sine finansielle forpliktelser, både på kort og lang sikt. En slik tolkning vil imidlertid være vanskelig å operasjonalisere, blant annet fordi den vil måtte avhenge av hvilke antakelser man gjør om fremtidig finanspolitikk. For Norges del, med en meget stor statlig finansiell formue i Statens pensjonsfond utland, kan det også fremstå som

lite relevant å drøfte om staten vil kunne oppfylle sine finansielle forpliktelser i snever forstand.

En vanligere tilnærming til langsiktig bærekraft er å vurdere om den eksisterende finanspolitikken er bærekraftig, i den forstand at den eksisterende politikken kan videreføres fremover, uten at det vil bryte med finansielle forpliktelser eller forårsake andre betydelige utfordringer. Uendret finanspolitikk blir gjerne forstått som at skatterater og velferdsnivåer blir holdt uendret (Calmfors, 2020).

I Norge er det bred politisk enighet om handlingsregelen for finanspolitikken, og det er naturlig å ta utgangspunkt i denne regelen i en vurdering av langsiktig bærekraft i statsfinansene. Konkret vil utvalget vurdere hvilke finansielle utfordringer Norge vil stå overfor ved en videreføring av handlingsregelen. Et sentralt spørsmål er om videreføring av dagens politikk vil innebære en betydelig risiko for at det skal oppstå en situasjon med behov for en kraftig finanspolitisk innstramning som innebærer betydelige økonomiske og velferdsmessige konsekvenser, eller risiko for høy bruk av fondsmidler som gir en urimelig fordeling av offentlige midler over tid. Det er også viktig å ha et helhetlig finanspolitisk rammeverk som bidrar til god håndtering av de utfordringer som vil oppstå.

Det politiske systemet i Norge har håndtert petroleumsinntektene på en meget god måte, slik at den norske stat nå har en usedvanlig gunstig finansiell posisjon. Men erfaringer fra mange land, også Norge, viser at situasjoner der det blir behov for kraftige finanspolitiske innstramninger, kan oppstå relativt raskt. Årsaken kan være uheldige eksterne sjokk og/eller svake politiske prosesser og beslutninger. Det er en omfattende økonomisk faglitteratur om ulike mekanismer der uheldige politiske spill og prosesser fører til finanspolitiske problemer, under stikkord som «deficit bias», tidsinkonsistens, politisk konkurranse og mangelfull informasjon, myopisk atferd, mv.

For å motvirke uheldige konsekvenser av slike politiske spill og prosesser har de fleste rike land, også Norge, tatt i bruk ulike typer finanspolitiske regler. Slike regler kan være lovfestet med sikte på å binde opp politikken, eller mer veiledende retningslinjer, som vår egen handlingsregel. Finanspolitiske regler kan gi nyttige bidrag til å forbedre budsjettpolitikken, men det er også viktige utfordringer. Komplekse sammenhenger og vanskelige avveininger kan gjøre det krevende å lage regler som både er fleksible og tilpasset de ulike situasjoner som kan oppstå, samtidig som de er tilstrekkelig stramme til å kunne binde politikken. Det kan også være utfordrende å vurdere og eventuelt endre regler hvis omgivelsene endres.

De fleste rike land har innført en uavhengig finanspolitisk institusjon eller råd, med mandat om å vurdere finanspolitikken og bærekraften i statsfinansene. Det Rådgivende utvalg for finanspolitiske analyser er ikke et finanspolitisk råd, slik det er definert f.eks. av OECD (2014). Utvalget har imidlertid fått et oppdrag om å gi faglige vurderinger og råd om langsiktig bærekraft i statsfinansene, og dette er vanligvis en sentral oppgave for et finanspolitisk råd. Slike vurderinger kan peke på sårbarheter og svakheter i det finanspolitiske rammeverket, og trekke fram mulige endringer. Vi har som ambisjon at våre faglige vurderinger skal bidra til økt informasjon og transparens i finanspolitikken, og et bedre beslutningsgrunnlag. Det vil kunne motvirke politisk spill og bidra til at det finanspolitiske rammeverket blir mer robust.

3 Langsiktig inndekningsbehov og handlingsregelen

Langsiktige fremskrivninger av offentlige finanser presentert i Perspektivmeldingen 2021 tyder på et betydelig inndekningsbehov fram mot 2060. Offentlige inntekter vil trolig vokse mindre enn før, blant annet på grunn av lavere petroleumsinntekter, og offentlige utgifter knyttet til pensjoner, helse og omsorg vil øke. Utvalget har ikke selv foretatt fremskrivninger av inndekningsbehovet, så vår vurdering av dette bygger blant annet på de fremskrivninger som er vist i Perspektivmeldingen 2021 og OECD (2021), og omtalt i bakgrunnstekst 1.

Med de forutsetninger som er lagt til grunn i basisalternativet i Perspektivmeldingen 2021, vil videreføring av handlingsregelen innebære at statens utgifter må reduseres eller skattene økes tilsvarende 5,6 prosent av fastlands-BNP fram mot 2060. Allerede i det nærmeste tiåret vil det økonomiske handlingsrommet bli mye strammere enn det har vært i de foregående ti år. Langsiktige analyser fra OECD peker også på et betydelig inndekningsbehov (OECD, 2021). Fremover vil Norge stå overfor tilsvarende utfordringer som andre land, selv om vi har fordelene av et stort oljefond.

Et inndekningsbehov er ikke nødvendigvis et tegn på at politikken så langt er feilaktig eller ikke bærekraftig. Handlingsregelen legger opp til at bruken av fondsmidler øker så lenge det tilføres nye midler, og deretter videreføres på samme nivå i uoverskuelig fremtid. Siden demografiske endringer og økonomisk vekst fører til vekst i offentlige utgifter, innebærer det at fondsbidraget vil avta over tid målt som andel av offentlige utgifter. Handlingsregelen legger dermed ikke opp til at vi nå skal spare mer med sikte på at fondet skal vokse i takt med fremtidig vekst i offentlige utgifter. Vekst i produktiviteten vil innebære at fremtidig generasjoner trolig vil være rikere enn oss, og det kan argumenteres for at de selv bør finansiere standardhevinger og konsekvenser av økende levealder. Denne avveiningen er i stor grad en politisk og fordelingsmessig vurdering.

Samtidig er det klart at politikken nå og fremover må legges opp slik at man håndterer det inndekningsbehovet som måtte komme. Politikken må innrettes slik at det blir liten risiko for at vi kommer i en situasjon der finanspolitikken ikke er bærekraftig, og det blir behov for omfattende innstramninger. Det har betydning for alle deler av politikken. Høy sysselsetting er en bærebjelke for offentlige finanser. Selv om vi har relativt høy sysselsetting nå, er det rom for forbedringer på flere områder. Strammere offentlige finanser gjør det stadig viktigere med god og effektiv bruk av offentlig midler. Et høyt skattenivå øker betydningen av at skattesystemet er effektivt, og opprettholdelse av skattebaser gir robusthet ved inntektssvikt og økte utgiftsbehov. Det er også viktig med grundige og balanserte vurderinger når det offentlige påtar seg nye finansielle forpliktelser, for å unngå at dette fortrenger andre prioriterte områder eller svekker bærekraften i statsfinansene. I tillegg må det være en rimelig fordeling av økonomiske ressurser i befolkningen, fordi det bidrar til en god samfunnsmessig og økonomisk utvikling, og fordi stor økonomisk ulikhet kan gjøre det vanskeligere å håndtere kriser.

Handlingsregelen innebærer en retningslinje for den finansielle sparingen for staten, der hensikten er å fordele bruken av petroleumsinntektene på nåværende og fremtidige

generasjoner. Slik regelen er konstruert gir den dermed ikke rom for å justere den finansielle sparingen for andre formål, som demografiske endringer eller særlige investeringsbehov. Det er derfor av avgjørende betydning at slike hensyn ivaretas på andre måter. Finansielle konsekvenser ved aldring av befolkningen må ivaretas blant annet gjennom pensjonssystemet og økt yrkesaktivitet for seniorer og eldre. Et viktig element er at insentiver i pensjonssystem og arbeidsliv bidrar til samfunnsøkonomisk effektiv atferd. Kostnadsveksten innen helse og omsorg må håndteres på en måte som sikrer gode og effektive tilbud for hele befolkningen innenfor en bærekraftig totalramme. Det er også nødvendig med en effektiv politikk for å håndtere og motvirke klimaendringer og overgangsrisiko. En grønn omstilling kan kreve omfattende investeringer og omlegging av produksjonen, og at viktige aktører har insentiver som bidrar til dette. Fremtidige generasjoner vil neppe vise stor takknemlighet for et stort oljefond dersom vi samtidig mislykkes i klimapolitikken.

4 Finanspolitikken i 2020-2022

Utvalget har fått i oppdrag å gi faglige vurderinger og råd om finanspolitikken er forenelig med hensyn til langsiktig bærekraft i statsfinansene. Dette avsnittet vurderer finanspolitikken for 2020-2022 ut fra det perspektivet.

På grunn av koronapandemien har 2020 og 2021 vært finanspolitiske unntaksår, og det vil bli ekstra pengebruk knyttet til korona også i 2022. I likhet med andre rike land har Norge brukt omfattende offentlige midler på å motvirke skadevirkninger fra pandemi og smitteverntiltak. I Prop. 51 S (2021–2022) ble samlede økonomiske koronatiltak i 2020, 2021 og 2022 anslått til om lag 260 mrd. 2022-kroner, tilsvarende over 7 prosent av BNP for Fastlands-Norge i 2022. Etter stortingsbehandlingen av Prop. 51 S (2021–2022) har bevilgningene til koronatiltak i 2022 økt ytterligere. På et overordnet nivå har dette vært en riktig politikk. Det er både effektivt og fordelingsmessig fornuftig å ha omfattende økonomiske tiltak for å bekjempe pandemien, dempe belastningen for husholdninger og bedrifter, og motvirke nedgangen og langsiktige skadevirkninger. Utvalget har ikke vurdert de koronarelaterte tiltakene mer detaljert, verken samlet omfang eller de enkeltstående tiltakene.

De økonomiske tiltakene under krisen har vært midlertidige. Det er et viktig prinsipp. Det er likevel en risiko for at støttetiltakene under pandemien kan skape forventninger om tilsvarende støttetiltak under mindre alvorlige kriser og forstyrrelser som måtte komme fremover. Det kan lede til uheldig risikotaking i forventning om at staten dekker deler av mulige tap, og deretter til lobbyvirksomhet og politisk press som resulterer i vedtak som svekker offentlige finanser. Det vil i så fall også kunne svekke den langsiktige bærekraften i statsfinansene.

Det vil ofte være et sterkt politisk press om økonomiske tiltak når særlige begivenheter eller endringer rammer noen grupper eller større deler av befolkningen. I en del tilfeller kan det også være klare fordelingsmessige argumenter for å endre eller innføre nye offentlige ordninger. Samtidig vil endringer og nye tiltak som innføres i en akutt situasjon i mange tilfeller ha uheldige bivirkninger, blant annet fordi de besluttet og gjennomføres i løpet av kort tid. Det er sentralt at alle endringer eller tiltak også vurderes ut fra et langsiktig

perspektiv, og generelt er det grunn til tilbakeholdenhet ved innføring av nye støtteordninger i akutte situasjoner.

I juni 2020 vedtok Stortinget midlertidige endringer i petroleumsskatteloven i kjølvannet av det brå og midlertidige fallet i oljeprisen i begynnelsen av koronapandemien. Selv om også den såkalte oljepakken ble motivert av fallet i oljeprisen under pandemien, ble pakken utformet slik at effektene blir mer langvarige enn den koronarelaterte nedgangen i oljemarkedet. Det er derfor relevant å vurdere denne pakken, selv om vi ellers ikke drøfter enkeltstående koronatiltak.

Formålet med oljepakken var å bidra til at selskap skulle kunne gjennomføre planlagte investeringer slik at det ventede fallet i aktiviteten i næringen skulle bli mindre brått og dypt. Hensikten var å hjelpe leverandørvirksomheten med å holde hjulene i gang ved at forventede kontrakter knyttet til nye prosjekter kom ut på anbud, se. Prop. 113 L (2019–2020) og Innst. 351 L (2019–2020). Dette skulle bidra til å opprettholde virksomhet og arbeidsplasser, og dermed sikre at leverandørvirksomheten er tilgjengelig når det fremover blir behov for leverandører til prosjekter innenfor fornybar energi.

De midlertidige regelendringene innebærer et umiddelbart fradrag i særskatten for investeringsutgifter. I det tidligere skattesystemet for oljeselskapene skulle den såkalte friinntekten kompensere for at investeringsutgifter ikke kommer til fradrag umiddelbart, men over tid i form av avskrivninger. Friinntekten var imidlertid høyere enn dette og det ble anslått en betydelig skatteutgift. I de midlertidige petroleumsskattereglene er friinntekten økt, selv om det gis umiddelbart fradrag for investeringsutgifter. Endringene innebærer derfor betydelige likviditetstilførsler til oljeselskapene, i tillegg til økte skatte subsidier i form av økt nåverdi av skattefradrag. Skattelettelsen ble målt i nåverdi anslått til om lag 10 mrd 2020-kroner av Finansdepartementet i svar på spørsmål 51 fra Finanskomiteen/SVs fraksjon av 12.10.2021. Den midlertidige ordningen gjelder investeringsutgifter i 2020 og 2021 og for investeringer som er omfattet av planer (PUD/PAD) som er innlevert innen utgangen av 2022 og godkjent innen utgangen av 2023.

Endringene i petroleumsskatteloven fører til høyere aktivitet i sektoren. Samtidig innebærer endringene at prosjekter som er ulønnsomme før skatt kan bli lønnsomme etter skatt (se f.eks. Lund, 2020). Oljeselskapene vil derfor ha økonomiske insentiver til å gjennomføre prosjekter som både er samfunnsøkonomisk ulønnsomme og gir et finansielt tap for staten. Selskapene vil også ha økonomisk insentiv til å fremskynde og øke investeringsnivået i prosjektene, selv i tilfeller der det er samfunnsøkonomisk ulønnsomt og reduserer statens inntekter. En skattelette i kjølvannet av et kraftig oljeprisfall kan også føre til forventninger om nye skatteletter ved fremtidige oljeprisfall. Slike forventninger kan føre til økt risikotaking hos oljeselskapene, og til at det gjennomføres lettevirksomhet som er samfunnsøkonomisk og statsfinansiell ulønnsom. Dette kan svekke fremtidige statsfinanser ytterligere.

Hensyn til effektiv ressursbruk og langsiktig bærekraft i statsfinansene taler for at oljeskattepakken fases ut så raskt som mulig. Høye petroleumspriser innebærer en kraftig stimulans til aktiviteten også uten pakken. Det er viktig med grundig rapportering fremover, som kan belyse de samfunnsøkonomiske og statsfinansielle konsekvenser av oljepakken.

Høsten 2020 steg strømprisene kraftig i Norge og store deler av Europa. Dette skyldes i stor grad økte priser på gass, kull og CO₂-kvoter, som gir høyere produksjonskostnader i Europa, og en tørr sommer og høst i Norge, som gir mindre vann i vannmagasinene enn normalt. Høye strømpriser har ført til en kraftig økning i strømrregningene for forbrukere og virksomheter, som har fått betydelig oppmerksomhet. For å minske den økonomiske belastningen for strømkundene, særlig for husholdningene, har det blitt iverksatt en rekke strømtiltak. De største elementene er en midlertidig stønadsordning til husholdningene over nettleien, redusert elavgift og økt bostøtte. Samlet ble foreslåtte og vedtatte strømtiltak til og med fremleggelsen av Prop. 51 S (2021–2022) den 14. januar 2022 kostnadsberegnet til om lag 13 mrd kroner. Etter Stortingets behandling av proposisjonen og fremleggelsen av Prop. 55 S er dette beløpet økt ytterligere.

Strømtiltakene vil isolert sett svekke budsjettbalansen i 2022 betydelig. Samtidig gir høye strømpriser også høye inntekter til staten, som kan overstige kostnadene ved strømtiltakene. Det er derfor uklart om staten vil tjene eller tape på de høye strømprisene.

Strømtiltakene har en intuitiv appell ved at staten bruker av de uvanlig høye inntektene fra strøm for å dempe kostnadsøkningen for strømkundene. På kort sikt er det i mange tilfeller vanskelig å redusere strømforbruket betydelig, og en prisøkning langt utover det som kunne forventes vil dermed kunne ramme hardt. Samtidig er det klart at når det er knapphet på strøm, er økt pris til kundene slik at etterspørselen reduseres en sentral faktor for å sikre balanse i strømmarkedet. Støtte som reduserer strømprisen for kundene vil bidra til å holde etterspørselen oppe, slik at markedsprisen på strøm blir høyere enn den ellers ville vært.

Strømtiltakene og den store oppmerksomheten om høye strømpriser vil trolig bidra til forventninger om lignende tiltak i fremtidige perioder med svært høye strømpriser. Tilsvarende støttetiltak fremover vil redusere statens fremtidige netto inntekter fra kraftsektoren, samtidig som subsidiering av strømforbruk vil dempe insentivene til redusert energiforbruk. Dersom man hadde gitt økonomisk støtte til husholdningene som var uavhengig av strømforbruket, slik man gjør i Danmark, ville man i større grad opprettholdt insentivene til å spare på strøm.

Utvalget vil peke på at inntekter fra naturressurser bør ses i sammenheng med statens andre inntekter. Grunnrente fra naturressurser gjennom skattlegging og i selskap som er i offentlig eie, er en egnet inntektskilde for det offentlige. En økning i slike inntekter kan muliggjøre høyere offentlig velferd og lavere nivå på andre skatter. I vurderingen av hvordan staten skal få sine inntekter må det legges vekt på effektivitets- og fordelingshensyn. Tilsvarende bør det vurderes hvordan man skal håndtere fremtidige perioder med høye strømpriser ut fra hensyn til miljø, effektivitet og fordeling.

Bruken av fondsmidler, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet, ble i Nasjonalbudsjettet 2022 anslått til å øke med rundt 1,8 prosentenheter av trend-BNP for Fastlands-Norge fra 2019 til 2022. Dette viser økningen uten korona, siden den koronarelaterte pengebruken i 2022 ble antatt å bli svært lav. Det gir en gjennomsnittlig årlig økning i bruken av fondsmidler som ikke er knyttet til pandemien, på om lag 0,6 prosentenheter målt som andel av fastlandsøkonomien. Pengebruken utover tiltak mot

pandemihåndteringen har dermed økt raskere enn den foregående perioden 2011-2019, da det var en gjennomsnittlig årlig økning på 0,4 prosentenheter. Etter Stortingets behandling av 2022-budsjettet i desember 2021, ble offentlige utgifter anslått til 60,4 pst. av BNP for Fastlands-Norge i 2022, en økning fra 59,9 pst. i 2019.

Som vist i bakgrunnstekst 3 har økningen i pengebruk utover pandemitiltak særlig skjedd i budsjettene for 2021 og 2022. Økningen i den øvrige oljepengebruken i 2021-budsjettet kan knyttes til stortingsbehandlingen av budsjettet høsten 2020 (budsjettforhandlinger med FrP) med økte bevilgninger til blant annet forsvar, prosjektet for fangst, transport og lagring av CO₂ (kalt Langskip), barnetrygden og bortfall av midlertidige klimakvoteinntekter. I tillegg kommer økte bevilgninger til alderspensjon og deltakelse i EU-programmer siden årsskiftet 2020/2021. Den øvrige bruken av fondsmidler økte også i forbindelse med Revidert nasjonalbudsjett 2021 (RNB21), blant annet som følge av anslagsendringer i folketrygden og fjerning av avgiften på alkoholfrie drikkevarer i forbindelse med stortingsbehandlingen av RNB21. I 2022-budsjettet kan den økte bruken av fondsmidler, justert for midlertidige koronatiltak, knyttes til forslag om økte bevilgninger til kommunesektoren, reduserte ferjetakster på riks- og fylkesveinettet, klimatiltak over bistandsbudsjettet samt tilleggsavtale med jordbruket. Mer presis informasjon om hvordan den økte bruken av fondsmidler er blitt anvendt, ville gjort det lettere å sammenligne med de økte utgiftsbehov som staten vil stå overfor fremover.

Støre-regjeringens forslag til budsjett for 2022 innebar samme bruk av fondsmidler som i budsjettet fra den avgående regjeringen. Dette er gunstig ut fra et statsfinansielt synspunkt, ved at den politiske diskusjonen fokuserer på hvordan midlene brukes, uten overbud med økt bruk av fondsmidler. Bruken av fondsmidler ble heller ikke endret ved regjeringens budsjettavtale med SV. Derimot ba man om et oppdatert anslag på utbytte fra Statkraft, som ga 2,3 mrd. kroner i økte midler. Dette ga rom for økte utgifter, men siden utbytte fra statsforetak inngår i de strukturelle inntektene, vil dette ikke regnes som oljepengebruk. Fra et prinsipielt synspunkt kan det være problematisk å selektivt velge enkelte anslag som oppdateres når andre anslag ikke oppdateres. Det kan også være grunn til å vurdere om beregning av strukturelle inntekter for staten bør bygge på beregnet utbytte fra statsforetak, og ikke det årlige utbyttet, for å motvirke insentiver til å ta ut høyere utbytte i enkeltår.

Den betydelige økningen i bruken av fondsmidler utenom pandemitiltak fra 2019 til 2022 står i kontrast til det stramme handlingsrommet fremover. Perspektivmeldingen 2021 anslår at det disponible handlingsrom mot 2030 er omtrent like stort som den utgiftsvekst som anslås å følge fra økte demografidrevne kostnader i kommuner og helseforetak. Fremover vil det derfor være svært begrenset tilgang av nye midler til tilsvarende budsjettøkninger som for 2021 og 2022.

Økningen i bruken av fondsmidler fra 2019 til 2022 illustrerer hva man trolig må regne med i en situasjon der retningslinjene for finanspolitikken ikke binder politikken. I 2020 og 2021 innebar pandemitiltak at man uansett lå klart over 3-prosentbanen, og for 2022 innebar økningen i fondsverdien at man lå klart under 3-prosentbanen. I begge tilfeller var 3-prosentbanen dermed mindre begrensende på pengebruken. Det vil stadig være særlige omstendigheter som kan gi grunnlag for ekstra pengebruk. Slik pengebruk kan være godt

motivert, men den kan også være preget av kortsiktige politiske hensyn. Da er det viktig at retningslinjene for finanspolitikken er utformet på en måte som sikrer at også langsiktige hensyn ivaretas. Dersom det ut fra langsiktige hensyn ville vært ønskelig med en strammere politikk, gir dette et klart argument for at retningslinjene burde være strammere.

5 Sårbarhet ved Oljefondets rolle

Oljefondets store betydning for bærekraften i statsfinansene gjør det nødvendig med en særlig vurdering av hvilken risiko som dette innebærer.

Handlingsregelen innebærer en gradvis innfasing av petroleumsinntekter i økonomien, ved at bruken av inntektene bygger på forventet realavkastning av fondet, med ingen direkte virkning av forventede fremtidige petroleumsinntekter. Det gir en viktig sikkerhetsmargin, ved at et fall i fondsverdien kan fylles opp ved fremtidige petroleumsinntekter. Men når fremtidige petroleumsinntekter etter hvert blir mindre, minsker denne sikkerhetsmarginen. I en situasjon der vi ikke kan regne med betydelige fremtidige oljeinntekter, vil bruk av forventet realavkastning fra oljefondet ikke lenger være en forsiktig regel. Tvert om vil bruk av forventet realavkastning kunne innebære en betydelig finansiell risiko, med høy sannsynlighet for at det før eller senere vil inntreffe et kraftig fall i oljefondet (se f.eks. beregninger i Aase og Bjerksund, 2021).

I Nasjonalbudsjettet 2022 ble nåverdien av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten anslått til i underkant av 3200 mrd. 2022-kroner i 2022, tilsvarende om lag 25 prosent av den anslåtte verdien av Oljefondet ved utgangen av 2022. Nåverdien av fremtidig kontantstrøm ble anslått til i underkant av 1 400 mrd. kroner i 2030, som er om lag 9 prosent av anslått verdi på fondet da. Selv om inntektene fra petroleumsvirksomheten er høye nå, er det stor usikkerhet om slike anslag – inntektene kan bli mye større eller mye mindre.

De siste årene har økte priser på aksjer og obligasjoner ført til kraftig stigning av verdien av Oljefondet. Under koronapandemien har lave sentralbankrenter og omfattende kvantitative lettelser fra store sentralbanker bidratt til økte verdipapirpriser. I Global Financial Stability Report for oktober 2021 peker IMF på at høye formuespriser gir sårbarhet i noen markeder. Den europeiske sentralbanken ECB har også pekt på at sentralbankenes kvantitative lettelser for å motvirke koronakrisen kan medføre overdreven risikotaking og overvurdering av verdien av finansobjekter, med tilhørende risiko for finansiell ustabilitet (Schnabel, 2021).

Sårbarheten i finanspolitikken knyttet til Oljefondets store betydning har dermed økt av tre viktige årsaker. (1) Uttak fra Oljefondet utgjør en større del av finansieringen av statsbudsjettet enn tidligere; (2) det er stor usikkerhet om petroleumsinntektene fremover, og etter hvert vil de avta, slik at vi ikke kan regne med samme påfyll til Oljefondet som vi har fått til nå; og (3) Oljefondets høye verdi må ses i sammenheng med historisk høye verdipapirpriser.

Sårbarheten ved den store betydningen av Oljefondet gjelder flere faktorer.

En viktig faktor er risikoen knyttet til anslaget for forventet realavkastning. I 2017 vurderte Finansdepartementet det ubetingede anslaget på forventet realavkastning til å være 3 prosent. Det er imidlertid stor usikkerhet ved et slikt anslag. Henriksen, Moen og Natvik (2021) argumenterer derfor for at anslaget på 3 prosent primært er et politisk valg. I ettertid har langsiktige renter falt betydelig, og sentralbanksjef Øystein Olsen pekte i sin årstale i februar 2021 på at dersom en skulle gjentatt beregningene i dag, ville endringen i rentenivået alene redusert anslaget på forventet realavkastning fra rundt 3 prosent til om lag 2 prosent per år.

Et annet viktig moment er at det er stor risiko knyttet til fondsverdien, også selv om forventet realavkastning er 3 prosent. Dette blir illustrert ved simuleringer presentert i bakgrunnstekst 4, om usikkerhet i fondsverdien. Basert på forutsetninger som bygger på historiske sammenhenger og gitt en forventet realavkastning på 3 prosent, viser simuleringene at sannsynligheten for at Oljefondet halveres i realverdi i løpet av de neste 30 år er om lag 3 prosent. Om realavkastningen viser seg å være lavere enn 3 prosent, øker sannsynligheten for en halvering av fondet betraktelig. Selv om det er stor usikkerhet ved slike beregninger og anslag, gir det en illustrasjon av den store usikkerheten det er ved fremtidig verdi av Oljefondet.

Dersom man skal se på belastningen for finanspolitikken, kan det være mer relevant å se på risikoen knyttet til store fall enn å se på fondsverdien etter et gitt antall år. For finanspolitikken vil det være særlig krevende dersom det inntreffer store og vedvarende fall i fondsverdien, fordi dette vil kunne kreve kraftige nedskjæringer i bruken av fondsmidler, og dermed kraftige innstramninger i finanspolitikken.

Beregninger i bakgrunnstekst 4 basert på de samme forutsetningene anslår at det er en sannsynlighet på 35 prosent for at verdien av Oljefondet faller med 25 prosent eller mer fra en femårsperiode til den neste, fram mot 2051. Beregningene indikerer at selv om bruken av fondsmidler tilpasses gradvis til fondsverdien – i simuleringene håndteres dette ved at vi ser på gjennomsnittlig fondsverdi over en femårsperiode – vil en regel der bruken av fondsmidler tar utgangspunkt i en fast andel av fondsverdien gi en høy risiko for en kraftig reduksjon i tilgangen på fondsmidler.

I en situasjon der fondsverdien faller med 25 prosent eller mer fra en femårsperiode til neste, vil hensynet til stabilitet i offentlig budsjettbruk gjøre det nødvendig med en gradvis tilpassing til den lavere fondsverdien. Samtidig vil det innebære et merforbruk av fondsmidler som forsterker nedgangen i fondets størrelse. I tillegg vil det være en betydelig risiko for at hendelser som fører til en nedgang i fondsverdien, også kan føre til en svekkelse av norsk økonomi. I så fall kan det bli behov for ekspansiv finanspolitikk for å dempe nedgangen i økonomien, som ytterligere forsterker reduksjonen i fondsverdien.

Risikoen ved store endringer i fondsverdien kan håndteres på ulike måter.

En mulighet er å ha en sikkerhetsmargin i anslaget på forventet realavkastning, slik at uttaket av fondsmidler baseres på et lavere tall enn det som vurderes som det realistiske nivået på forventet realavkastning. Dersom uttaket baseres på et lavere tall enn forventet realavkastning, vil fondet ha en tendens til å vokse over tid. Det kan gi en robusthet overfor

mulige store fall i fondsverdien, og det vil redusere sannsynligheten for at finanspolitikken baseres på et for høyt anslag på forventet realavkastning. Men en fast sikkerhetsmargin som gir en fast uttaksandel av fondet, vil fortsatt innebære en betydelig sårbarhet ved store endringer i fondsverdien.

En annen mulighet er å dempe bruken med sikte på å bygge opp en buffer, som kan brukes dersom fondet skulle falle kraftig i verdi. Også dette ville gi større robusthet mot store fall og lavere avkastning. Men trolig ville det være nødvendig med konkrete retningslinjer for oppbygging og bruk av bufferen, som kan gi et nokså komplisert regelverk samlet sett.

En tredje mulighet er at uttaket av fondsmidler baseres på et beregnet bærekraftig nivå på kontantstrømmen til fondet. Et slikt beregnet nivå kan ta utgangspunkt i renteinntekter og husleie, samt kontantstrømmen fra de selskap som fondet eier, dvs. selskapenes utbytte og tilbakekjøp av aksjer. Det må også gjøres anslag på hvordan kontantstrømmen vil endres fremover. Erfaringene viser at kontantstrømmen fra verdipapirer er mer stabil over tid enn verdipapirprisene er. Uttak basert på beregnet bærekraftig nivå på kontantstrømmen til fondet vil dermed gi grunnlag for mindre svingninger og mindre ustabilitet for finanspolitikken.

En fjerde mulighet er å redusere aksjeandelen og plassere en større andel i obligasjoner. En lavere aksjeandel vil redusere volatiliteten til fondets markedsverdi, men samtidig redusere forventet realavkastning. Aksjeandelen ble vurdert av Mork-utvalget i 2016, og et flertall anbefalte at aksjeandelen skulle økes til det nåværende 70 prosent. Siden den tid har obligasjonsrentene falt, slik at forventet avkastning på obligasjonsdelen vil være lavere enn da Mork-utvalget vurderte dette.

I Perspektivmeldingen 2021 tok man høyde for usikkerheten om fondsverdien fremover ved å beregningsteknisk legge til grunn en lavere fondsverdi enn den faktiske, ved å bruke gjennomsnittsverdien for 2020. Dette videreføres i Nasjonalbudsjettet 2022, og på side 66 begrunnes dette med at «En risikojustert beregning gir et bedre uttrykk for hvilket handlingsrom det bør planlegges med for finanspolitikken noen år frem i tid...».

Etter utvalgets vurdering er det gode argumenter for å bruke klart mindre enn tre prosent av fondsverdien når fondet har økt kraftig i verdi og forventede fremtidige petroleumsinntekter vil falle over tid. Lavere uttak enn tre prosent etter en periode med rask økning i fondsverdien har vært en viktig del av praktiseringen av handlingsregelen, og er en naturlig konsekvens av en målsetting om å jevne ut bruken. Lavere uttak fordi fondsverdien er på et høyt nivå er derimot ikke en del av handlingsregelen slik den er formulert eller har vært praktisert så langt. Det er ikke en varig løsning at en så sentral beslutning som å bruke mindre enn tre prosent av fondsverdien skal være et avvik fra den handlingsregelen som det er bred politisk oppslutning om. Selv om en slik beslutning blir gjenstand for politisk vurdering gjennom budsjettprosessen, og det da blir politisk enighet om prinsippet, bør slike sentrale endringer besluttes separat, etter grundig vurdering, og ikke følge av den årlige budsjettbeslutningen.

En praksis der viktige endringer i finanspolitiske retningslinjer skjer gjennom den årlige budsjettprosessen, vil være mer utsatt for endringer drevet av kortsiktige hensyn, og farget av de politiske saker som er særlig viktige i øyeblikket. Selv om endringen denne gang, der

man benytter en risikjustert verdi av fondet, innebærer at forsiktighetshensyn tillegges større vekt, kan endringen en annen gang gå i en annen retning. Derfor er det av stor betydning at endringer i finanspolitiske retningslinjer løftes ut og vurderes separat, slik at man sikrer at langsiktige hensyn blir tilstrekkelig ivaretatt.

Viktige endringer i finanspolitiske retningslinjer bør bygge på en grundig faglig vurdering, som deretter blir gjenstand for offentlig debatt før politiske beslutninger tas. En slik prosess kan bidra å sikre bred og varig forankring i det politiske system og befolkningen som helhet. Det gir også mindre risiko for at vurderingene domineres av kortsiktige hensyn. Det er sentralt for langsiktige finanspolitiske retningslinjer, ikke minst fordi slike retningslinjer innebærer en avveining av inntektsbruk mellom nålevende og kommende generasjoner.

6 En justert handlingsregel

Utvalget vil understreke at når forventede fremtidige petroleumsinntekter etter hvert blir mindre, vil en finanspolitikk der uttak fra Oljefondet er basert på et ubetinget anslag på forventet realavkastning fra fondet, over tid innebære en stor risiko for at det skal oppstå en vanskelig budsjettsituasjon. Dette blir illustrert ved beregninger i bakgrunnstekst 4, som viser at bruk av forventet realavkastning også innenfor de neste 30 år vil innebære en høy risiko for et stort fall i verdien på fondet. Et stort fall i fondet av en viss varighet vil gi en betydelig belastning for finanspolitikken og gi behov for omfattende kutt i offentlige budsjetter og/eller betydelig økning i skattenivået.

Det er også betydelig usikkerhet om hva som er et realistisk anslag på forventet realavkastning av fondet nå. En langvarig nedadgående tendens i langsiktige renter har bidratt til økte priser på rentepapirer og aksjer. Det har vært en viktig årsak til den høye avkastningen vi har hatt til nå, men det vil samtidig bidra til at forventet fremtidig realavkastning blir lavere enn før. Utvalget har ikke gjort et selvstendig anslag på hva som er et realistisk nivå for forventet realavkastning. Avkastningen kan bli høyere eller lavere enn anslaget på 3 prosent. Hvis uttaket fra fondet baseres på et anslag for forventet realavkastning som er for høyt, øker risikoen for at fondet skal falle betydelig over tid.

Etter utvalgets mening vil det bli behov for å justere handlingsregelen. Når vi ikke lenger kan regne med at fremtidige petroleumsinntekter vil kunne kompensere for en kraftig nedgang i fondsverdien, vil en retningslinje om å bruke forventet realavkastning av fondet innebære for stor risiko for at et fall i fondsverdien leder til en vanskelig budsjettsituasjon. Dersom bruken av fondsmidler er knyttet til fondsverdien, bør vi bruke mindre enn forventet realavkastning av fondet.

Utvalget mener at en justering av handlingsregelen bør vurderes snart, og at gjennomføringen ikke bør utsettes lenge. Svært lavt rentenivå, omfattende kjøp av obligasjoner av store sentralbanker og kraftig økning i verdipapirpriser tilsier at det er betydelig usikkerhet om fremtidig kursutvikling på aksjer og rentepapirer. Kursene kan fortsette å stige, men det er også en risiko for et markert kursfall. Selv om petroleumsinntektene er høye nå, er det betydelig usikkerhet om hvor store petroleumsinntekter vi vil ha i årene fremover. Vi kan

risikere at kursfall og lave petroleumspriser «spiser opp» den sikkerhetsmargin vi nå har ved forventede fremtidige petroleumsinntekter.

Utvalget legger til grunn at en justert handlingsregel vil ha den samme målsetting som nå om at petroleumsinntektene også skal komme fremtidige generasjoner til gode. Det førende prinsippet vil fortsatt være at vi bruker avkastningen av fondet, men lar kapitalen stå. Samtidig bør en justert regel innebære mindre ustabilitet i retningslinjen for pengebruken og mindre risiko for store fremtidige innstramninger enn den nåværende regelen vil gi.

De resterende avsnitt av uttalelsen er vurderinger fra utvalgets flertall, alle unntatt medlemmet Alstadsæter. Medlemmet Alstadsæters mindretallsmerknad er til slutt i uttalelsen.

Den eksisterende handlingsregelen der bruken er basert på forventet realavkastning av markedsverdien av fondet, innebærer viktige ulemper. Erfaring og teori tilsier at markedsverdien på aksjer vil endres ofte og av og til mye. Endringer i markedsverdien ser i stor grad ut til å være drevet av endringer i avkastningskrav (Cochrane, 2011).¹ I så fall kan en sterk økning i fondsverdien avspeile redusert rentenivå og lavere avkastningskrav, og dermed ikke gi grunnlag for å forvente høyere kontantstrømmer fremover. For en investor med uendelig horisont, som Norge er gjennom Oljefondet, bør slike endringer i markedsverdier ikke føre til endringer i uttak og bruk av fondsmidler.

En annen ulempe med den nåværende regelen, er at det er betydelig usikkerhet om hva som er et realistisk anslag på forventet fremtidig realavkastning. Dersom regelen bygger på et anslag som er for høyt, vil vi gradvis bruke stadig større deler av fondet. Den høye realiserte avkastningen i de senere år tyder på at anslaget på tre prosent ikke har vært for høyt bakover i tid. Men vi har ikke samme grunnlag til å trekke konklusjoner om fremtidig nivå på forventet realavkastning – tvert om kan den høye avkastningen avspeile et redusert avkastningskrav som kan gi lavere avkastning fremover.

Et alternativ er å basere fondsuttaket på et beregnet bærekraftig nivå på kontantstrømmen til fondet, som drøftet i bakgrunnstekst 4. En slik justering av handlingsregelen vil gi en mer stabil retningslinje for bruken av fondsmidler, siden kontantstrømmen er mer stabil enn markedsverdien. Det vil langt på vei forhindre at bruken av fondsmidler blir drevet av endringer i markedsverdi som skyldes endringer i investorers avkastningskrav.

En regel basert på kontantstrømmen vil også innebære en utfordring ved at det er vanskelig å vurdere hva som er et langsiktig og bærekraftig nivå som bør ligge til grunn for uttak av fondsmidler. De fleste selskaper beholder en del av overskuddet, og det kan gi grunnlag for høyere kontantstrømmer fremover. Kontantstrømmene kan også falle betydelig, f.eks. hvis verdensøkonomien svekkes eller ved store omveltninger i næringslivet. Det må derfor gjøres vurderinger om og anslag for hvordan kontantstrømmen vil utvikle seg fremover, og om det er annen avkastning som ikke er reflektert i den forventede fremtidige kontantstrømmen. Men siden kontantstrømmer er mindre volatile enn markedsverdien, er det trolig mindre

¹ Det er ulike teorier om årsakene til endringer i avkastningskrav, som at det kan reflektere den makroøkonomiske situasjonen, sentralbankatferd og/eller forventninger og «stemningsbølger».

risiko for at en feilvurdering av fremtidig kontantstrøm skal gi behov for en kraftig reduksjon i uttaket av fondsmidler.

En regel basert på kontantstrømmen vil også reise flere andre problemstillinger som måtte vurderes. Det må blant annet vurderes hvordan regelen kan utformes slik at den gir en klar og transparent retningslinje for uttak av fondsmidler, der eventuelle tilpasninger til konjunktursituasjonen og andre særskilte forhold skjer åpent, på linje med dagens praktisering. Det må også vurderes om en slik regel bør få betydning for investeringsstrategien til fondet, og hvordan dette i så fall bør håndteres. Dette er spørsmål som går utover hva dette utvalget har hatt tid og ressurser til å vurdere.

Utvalgets flertalls vurdering er at en justert handlingsregel der uttaket fra Oljefondet baseres på et bærekraftig nivå på kontantstrømmen til fondet, vil ha gunstige egenskaper ved å gi mindre svingninger fra år til år, og være mindre sårbar for endringer i markedsverdier som skyldes endring i investorers avkastningskrav. Dette kan redusere risikoen for at et kraftig fall i fondsverdien forårsaker betydelige problemer i finanspolitikken. Samtidig er det også flere problemstillinger som må vurderes før en tar stilling til en eventuell slik justering av handlingsregelen.

Utvalgets flertall foreslår at det gjennomføres en grundig faglig utredning av hvordan handlingsregelen bør tilpasses en situasjon der uttak fra Oljefondet dekker over 20 prosent av utgiftene på statsbudsjettet, samtidig med at vi i mindre grad kan regne med at en kraftig nedgang i fondsverdien vil bli kompensert gjennom påfyll av petroleumsinntekter. Utredningen bør omfatte alternative måter dette kan gjøres på, herunder en kontantstrømregel. Den faglige vurderingen bør være gjenstand for offentlig debatt før den politiske beslutningen fattes.

En mulig innvending mot dette forslaget er at en utredning om justering av handlingsregelen kan sette i gang en debatt og prosess som kan bidra til å svekke handlingsregelens posisjon og betydning. Utvalgets flertall mener risikoen for dette er liten. Forslaget tar sikte på å videreføre handlingsregelens grunnprinsipp om å kun bruke avkastningen, men samtidig tilpasse regelen til en situasjon der fondet er blitt stadig større, mens fremtidige oljeinntekter etter hvert vil falle. Etter flertallets mening vil en utredning om å justere handlingsregelen tvert om gjøre den mer robust for fremtidige utfordringer.

Det kan også vises til erfaringene med å nedjustere anslaget på forventet avkastning av Oljefondet fra fire til tre prosent i 2017. Dette innebar at rettesnoren for uttaket av fondsmidler ble redusert med 25 prosent. I ettertid synes det klart at justeringen har fungert godt. Uten denne nedjusteringen ville vi enten brukt langt mer fondsmidler eller så ville bruken vært så mye lavere enn rettesnoren at rettesnoren ville hatt liten praktisk betydning.

Erfaringene med handlingsregelen så langt tyder på at det er enklest å justere regelverket hvis man er i en situasjon der endringen ikke medfører en markert reduksjon i det løpende uttaket fra fondet. Da anslaget for forventet realavkastning ble nedjustert fra fire til tre prosent, var dette lettere å gjennomføre fordi kraftig verdistigning i fondet hadde ført til at uttaket i tidligere år lå under tre prosent av fondsverdien. En tilpasning av handlingsregelen som skissert over vil kunne innebære et noe lavere uttak enn det nåværende anslaget på tre

prosent. For å unngå at overgangen innebærer en markert reduksjon i det løpende uttaket fra fondet, er det sterke argumenter for å holde igjen på pengebruken fram til en slik endring gjennomføres.

Handlingsregelen har sørget for oppsparing av et stort oljefond, som vil bidra til å trygge offentlig velferd fremover. Den gradvise økningen i bruken av fondsmidler har bidratt til bedre bruk og mindre risiko for makroøkonomiske ubalanser. Det er også bred politisk oppslutning om handlingsregelen. Imidlertid er vi nå på vei inn i en ny fase, der uttak av fondsmidler dekker en betydelig del av utgiftene på statsbudsjettet, mens fremtidige petroleumsinntekter etter hvert vil falle. En justert regel som er mindre sårbar for et kraftig fall i fondsverdien vil kunne bidra til at handlingsregelen er mer tilpasset den nye fasen.

Mindretallsmerknad fra medlemmet Alstadsæter:

Utvalgets mindretall, ved medlem Alstadsæter, støtter ikke flertallets positive vurderinger rundt den skisserte kontantstrømregelen.

Det er behov for å vurdere en nivåjustering av dagens handlingsregel. Men utvalgets mindretall istemmer ikke anbefalingen om å sette i gang en utredning av alternativer til en ny handlingsregel, da dette i praksis betyr å starte prosesser som går utover ren kunnskapsgenerering.

Mindretallet mener at utvalgets flertall ikke har tatt tilstrekkelig hensyn til den politiske risikoen ved å sette handlingsregelen i spill.

Referanser

Calmfors, L. (2020) Fiscal frameworks and fiscal sustainability in the Nordics. Nordic Council of Ministers.

Cochrane, J.H. (2011). Presidential address: Discount rates. The Journal of Finance.

Henriksen, E., E. Moen og G.J. Natvik (2021). Økonomisk politikk etter koronakrisen. Samfunnsøkonomen nr 5, 13-19.

Lund, D. (2020). Kraftig subsidiering av norsk petroleum. Samfunnsøkonomen nr 5, 2020, 34-43.

OECD (2014). Recommendation of the Council on Principles for Independent Fiscal Institutions. <https://www.oecd.org/gov/budgeting/OECD-Recommendation-on-Principles-for-Independent-Fiscal-Institutions.pdf>

OECD (2021). The long game: Fiscal outlooks to 2060 underline need for structural reform. OECD Economic Policy Paper.

Schnabel, I. (2021). ECB executive Schnabel warns that QE is inflating asset prices. Financial Times 8. desember <https://www.ft.com/content/6dd8e765-76e8-44c3-b6a6-d7cc114f3a67?shareType=nongift>

Aase, K. K. & Bjerksund, P. (2021). "The optimal spending rate versus the expected real return of a sovereign wealth fund," Discussion Papers 2021/1, Norwegian School of Economics, Department of Business and Management Science.