



DET KONGELIGE
NÆRINGS- OG HANDELSDEPARTEMENT

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Deres ref
11/951 JNH/NZM

Vår ref
12/4332

Dato
15.1.2013

NOU 2012: 16 Samfunnsøkonomiske analyser - Høringsuttalelse

Den nye utredningen om nytte-kostnadsanalyser av offentlige prosjekter vektlegger temaer som er særlig relevante for samferdselsprosjekter. Gjennomføring av lønnsomme samferdselsprosjekter vil generelt være positivt for verdiskapingen.

Utredningen er preget av en vilje til å forbedre analysene ved å trekke inn forskningsbasert kunnskap. Utvalget kommer med en del nye forslag. Spesielt anbefalingen om å ta hensyn til realprisjustering av nytte- og kostnadskomponenter og anbefalingen om å utvide analyseperioden fremstår som viktige. På et sentralt punkt synes vi imidlertid at utvalget i for stor grad vektlegger tilsynelatende enkle, men rigide, regler ved bruk av analysemetoden. Det dreier seg om håndtering av risiko og kalkulasjonsrenten.

1 Håndtering av risiko

Utvalget anbefaler at for såkalte normalprosjekter bør risikoen i fremtidige kontantstrømmer avspeiles i form av en konstant risikojustert diskonteringsrente, dvs. at den risikofrie renten får et risikopåslag.

Vi er ikke overbevist om at konstant risikopåslag i kalkulasjonsrenten – basert på mer eller mindre sammenlignbare risikopremier som observeres i finansielle markeder – representerer beste praksis for offentlige nytte-kostnadsanalyser. Det er et spørsmål om ikke risikojustering av selve kontantstrømmene er å foretrekke, slik at en unngår den sterke bindingen mellom risiko og tid som risikojusterte kalkulasjonsrenter medfører.

I en enperiode-modell er det likegyldig om en risikojusterer diskonteringsfaktoren eller bruker den risikojusterte (dvs. sikkerhetsekvivalente) verdien av kontantstrømmen. I en flerperiodisk modell er det derimot langt mer problematisk med risikopåslag i renten. Justering i renten medfører at all usikkerhet pr. periode oppsummeres ved et deterministisk ledd. Over tid får en da en rentesrente-effekt i risikopåslaget som synes ubegrunnet: En blander her sammen hva som er korrekt nåverdiberegning av kontantstrømmer som gir en sikker avkastning (bankrente), og hva som karakteriserer markedene for risikable aktiva. I stedet for en presis risikomodellering av kontantstrømmene forutsettes det en helt spesiell bane for risikoutviklingen; risikoen vokser i en viss forstand eksponensielt. Gitt at risikopåslaget er av en viss størrelse, blir resultatet normalt at risiko med tiden i økende grad overvurderes, og diskonteringen av fremtidige kontantstrømmer blir for kraftig. Følgelig vil nåverdiberegningene vise for lav lønnsomhet dersom den anbefalte metoden benyttes.

Selv om en god modellering av risikoen – hvordan denne utvikler seg over tid og hvilken form for avhengighet det er mellom usikre kontantstrømmer i de ulike periodene – ville gitt de mest korrekte beregningene, må en ta hensyn til hva som er praktisk mulig. Datagrunnlaget kan være for spinkelt for slike analyser, og analysekostnadene kan bli for store. Men som et praktisk alternativ til den som foreslås, vil vi anbefale en risikojustering i form av konservative anslag på selve kontantstrømmen; altså en justering «i telleren» i stedet for «i nevneren». Vårt poeng er at en ved en slik justering ikke bør «dra til» like mye i risikojusteringen av forventede kontantstrømmer som en faktisk gjør når en bruker risikojustert kalkulasjonsrente.

Etter vår mening bør utgangspunktet være at en skal analysere risikoutviklingen spesielt for alle prosjekter av en viss størrelse. Hvorvidt risiko avtar etter at en har nådd en milepæl i prosjektet, er ofte et viktig forhold. For mange infrastrukturprosjekter vil risiko for lav kapasitetsutnyttelse være størst i de første år etter fullføring. Det må videre anbefales å skille mellom prosjekter der avkastningen forventes å være henholdsvis konjunkturfølsom, stabil eller motsyklisk, slik at risikoen blir relevant, dvs. knyttet til prosjektets samvariasjon med nasjonalformuen og fremtidige konsummuligheter. Utvalget påpeker at analyse av den prosjektspesifikke risikoen er vanskelig. Vi deler den vurderingen, men vi kan ikke se at alternativet – å basere seg på temmelig sjablongmessige regler for risikojustering i renten – leder til bedre beslutninger.

Utvalget er kritisk til å gi et stort rom for skjønn når det gjelder anslag på prosjektspesifikk risiko, rentens tidsstruktur og prosjektets levetid. Det vises til fare for strategiske

valg av forutsetninger og fare for faglig vilkårlig praksis. Svaret på disse utfordringene må etter vår mening være en styrking av analysemiljøene og fremfor alt en utvidet bruk av det statlige kvalitetssikringsregimet.

2 Nivået på kalkulasjonsrenten

I det videre tar vi som et gitt utgangspunkt utvalgets anbefaling om bruk av risikostjustert kalkulasjonsrente. Når det gjelder nivået på kalkulasjonsrenten, legger utvalget opp til en kalkulasjonsrente på 4 prosent for normalprosjekter de første 40 år; denne består av 2,5 prosent risikofri rente og et risikopåslag på 1,5 prosent. En kalkulasjonsrente lik anslaget på forventet realavkastning for Statens pensjonsfond – utland (SPU) kan synes rimelig såfremt vi taler om prosjekter med samme risikoprofil. Vi registrerer at det er faglig uenighet blant toneangivende miljøer om hva som er en rimelig forventet realavkastning. Vi er enig med utvalget i at en skal være varsom med å endre anslagene basert på dagens lave renter, siden situasjonen for tiden synes ekstraordinær. Men i den grad en mener at det har en egenverdi at anslaget på realavkastning for SPU ikke endres ofte, dvs. at anslaget har oppgaver ut over det å være et best mulig estimat på realavkastningen, vil det ha redusert verdi som referanse for nytte-kostnadsanalyser. I slike analyser er det naturlig med en oppdatering av kalkulasjonsrenten når forventninger til relevant langsiktig alternativ avkastning endrer seg. Vi ber derfor Finansdepartementet om å vurdere hvor hensiktsmessig det er å knytte kalkulasjonsrenten opp til SPU's anslag.

3 Kalkulasjonsrentens tidsstruktur

Utvalget analyserer diskonteringsrentens tidsstruktur for langsiktige prosjekter. Problemstillingen er løftet fram i nyere forskning som klimadebatten har gitt støtte til. Her synes vi at utvalget har gjennomført en god analyse. Resultatet om at usikkerhet om makroøkonomisk utvikling tilsier et fall i risikofri rente over tid, synes godt fundert. Betydningen av hva usikkerhet om prosjektavkastningen medfører for rentebanen, analyseres også. Denne delen av analysen konkluderer med at avkastningskravet for prosjekter med en viss systematisk risiko vil falle med tiden og bevege seg mot risikofri avkastning.

På denne bakgrunn blir det et spørsmål om hvordan rentebanen i praksis skal utformes for svært langsiktige prosjekter. Utvalget legger til grunn at en under normale markedsforhold kan sikre seg en risikofri realrente på 2,5 prosent innenfor et tidsspenn på 40 år. Dermed anbefales det at diskonteringsrenten faller først etter dette tidspunkt. En sikringsperiode på 40 år synes umiddelbart noe lang, vi tror at 30 år er en vel så god antagelse om hva som er en rimelig sikringsperiode siden markedene for svært lange pa-

pirer er temmelig tynne. En så lang periode som 40 år medfører at den praktiske betydning av en fallende rentebane for langsiktige prosjekter er forholdsvis begrenset. Vi ber Finansdepartementet vurdere om ikke rentebanen bør tippe nedover noe tidligere enn ved 40 år.

Rentebanen som utvalget anbefaler, er gitt ved en trappetrinnsfunksjon der renten faller etter henholdsvis 40 og 75 år. En tilnærmet kontinuerlig fallende rentebane etter den initiale sikringsperioden er mer tilfredsstillende. Men for praktiske formål er nok en slik justering av rentebanen av sekundær betydning.

Med hilsen

Silje Ones (e.f.)
fung. avdelingsdirektør

Tor Hugo Hauge
seniorrådgiver

Dokumentet er elektronisk signert og har derfor ikke håndskrevne signaturer