



**Knut Anton Mork**, Professor emeritus ved NTNU og Handelshøyskolen BI.

## Tre nøtter til Handlingsregelen

**Handlingsregelen skal bevare oljepengene for framtidige generasjoner. Forskning avslører minst tre viktige grunner til at dette ikke skjer.**

Sammen med kolleger har jeg de siste fire åra vært engasjert i et omfattende forskningsprosjekt på problemstillinger omkring oljefondet. Prosjektet har vært finansiert av Finansmarkedsfondet. Bakgrunnen for prosjektet er Stortingets mandat om at opp til 70 prosent av fondet kan investeres i aksjer og/eller eiendom, resten i obligasjoner, og at alt skal investeres utenfor Norge. Videre at handlingsregelen tillater årlige uttak tilsvarende normal finansiell realavkastning på fondet, fra 2018 stipulert til 3 prosent.

Litt mer spesifikt sies handlingsregelen at Stortinget kan tillate seg et strukturelt, oljekorrigert underskudd av den nevnte størrelsen. Ordet «strukturelt» innebærer at fondet kan dekke «under streken» redusert skatteinngang i år med lavkonjunktur, mot tilsvarende fratrekk i år med høykonjunktur. Stortinget kan avvike ytterligere fra regelen når det trengs for å stabilisere konjunktorene, eller ved andre særskilte behov, som under pandemien, igjen mot at dette tas igjen i andre år. Endelig åpner regelen for gradvis tilpasning over tid for å unngå store hopp i uttakene.

Forskningen avslørte tre viktige problemer ved denne regelen. For det første vil avvik tilsvarende normal realavkastning ikke garantere at fondets realverdi bevares over tid. Praktisert strengt vil den sørge for å bevare fondsverdiens matematiske forventningsverdi. Men det er uinteressant fordi det mest sannsynlige utfallet er at fondet gradvis skrumper inn. Ser vi langt nok fram i tid, skjer det med hundre prosents sannsynlighet.

For det andre garanterer ikke handlingsregelen fondsverdiens matematiske forventning så lenge fondet investeres i utlandet i eiendeler

verdsatt i utenlandsk valuta mens uttak baseres på fondsverdien i kroner. Kravet om at fondet skal investeres i utlandet er nyttig i den forstand at den hindrer fondet fra å brukes som ekstra statsbudsjett. Men gitt at kronkursen over (lang) tid følger eventuelle forskjeller i kronas kjøpekraft hjemme og ute (såkalt kjøpekraftsparitet), vil fondets langsiktige årlige normalavkastning være lavere i kroner enn i utenlandsk valuta. Dette resultatet trodde vi først skyldtes en feil i våre beregninger, men så viste det seg at det var et matematisk resultat som ikke før hadde kommet fram i litteraturen.

For det tredje innebærer de ulike avvikene fra tre prosent-normen som regelen tillater, ubehagelig høye sannsynligheter for at fondet skal tømmes i løpet av de nærmeste tiår. Når vi simulerer fondets framtidige utvikling under forutsetning av at mønstrene i dagens politikk gjentas over tid, finner vi en 15 prosent sannsynlighet for at fondet tømmes etter 80 år bare ved at tre prosent-regelen brukes som norm for det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet. Tar vi med aktivt stabiliserende finanspolitikk, øker sannsynligheten til 35 prosent. Med gradvis tilpasning i tillegg stiger den til over 50 prosent. Det kaller vi ubehagelig.

Når alt likevel har gått bra til nå, skyldes det først og fremst stadige påfyll fra statens olje- og gassinntekter. I tillegg er vi blitt hjulpet av at vi brukte litt mindre enn realavkastningen i noen år på 2010-tallet. Endelig har den siste tids kronesvekkelse gjort fondet om lag 20% større.

Hvordan kan vi så innrette oss for å unngå problemene? Det håper vi å finne bedre svar på i videre forskning. Men noe kan vi si allerede: Hvis økonomien fortsetter å vokse, og statsbudsjettet med den, trenger vi en regel som kan gi stabile budsjettbidrag i forhold til budsjettets størrelse, ikke i absolutte (om enn inflasjonsjusterte) kroner. Skal vi få til det, må for det første dagens uttak senkes betydelig, kanskje med

om lag halvparten. Det er nødvendig for at fondet skal kunne vokse sammen med resten av økonomien. Slik er for eksempel et krav til den kanadiske statens store pensjonsfond CPP. I tillegg må risikoen tas betydelig ned fra dagens 70 prosent for å redusere sannsynligheten for store tap.

Professor Steinar Holden, som leder Finansdepartementets Rådgivende utvalg, har tatt til orde for at uttak fra fondet burde baseres på fondets kontantstrøm fra aksjeutbytte og kupongutbetalinger i stedet for fondsverdien. Hensikten er å unngå store svingninger i tilskuddene til statsbudsjettet. Den diskusjonen anser jeg som et sidespor. Gradvis tilpasning til brå endringer er det for det første allerede rom for i dagens handlingsregel. For det andre gir gradvis tilpasning et betydelig bidrag til sannsynligheten for at fondet tømmes i løpet av få tiår. Grunnen er enkel: Om vi tillater oss å bruke en større andel av fondet når det faller mye, krymper fondet enda mer. Da kan det til slutt gå galt.

#### **Publikasjoner:**

Knut Anton Mork, Haakon Andreas Trønnes og Vegard Skonseng Bjerketvedt, 2022: «Capital Preservation and Current Spending with Sovereign Wealth funds and Endowment Funds: A simulation Study». *International Journal of Financial Studies* 10: 67.

Knut Anton Mork og Haakon Andreas Trønnes, 2023: «Expected long-term rates of return when short-term returns are serially correlated». *International Review of Financial Analysis* 88: 102696.

Knut Anton Mork, Fabian Andsem Harang, Haakon Andreas Trønnes og Vegard Skonseng Bjerketvedt, 2023: «Dynamic spending and portfolio decisions with a soft social norm». *Journal of Economic Dynamics and Control* 151: 104667.

Denne kronikken ble først publisert i  
Dagens Næringsliv:

<https://www.dn.no/okonomi/oljepengebruk/handlingsregelen/finanspolitikk/tre-notter-til-handlingsregelen/2-1-1546395>