

# Et stadig større oljefond - bør handlingsregelen justeres?

Steinar Holden

Økonomisk institutt, UiO og leder av Rådgivende utvalg for finanspolitiske analyser

Seminar 1. juni 2022

# Modell- og metodeutvalget fikk utvidet mandat i fjor sommer

Utvalgets oppgave er å gi faglige vurderinger og råd om:

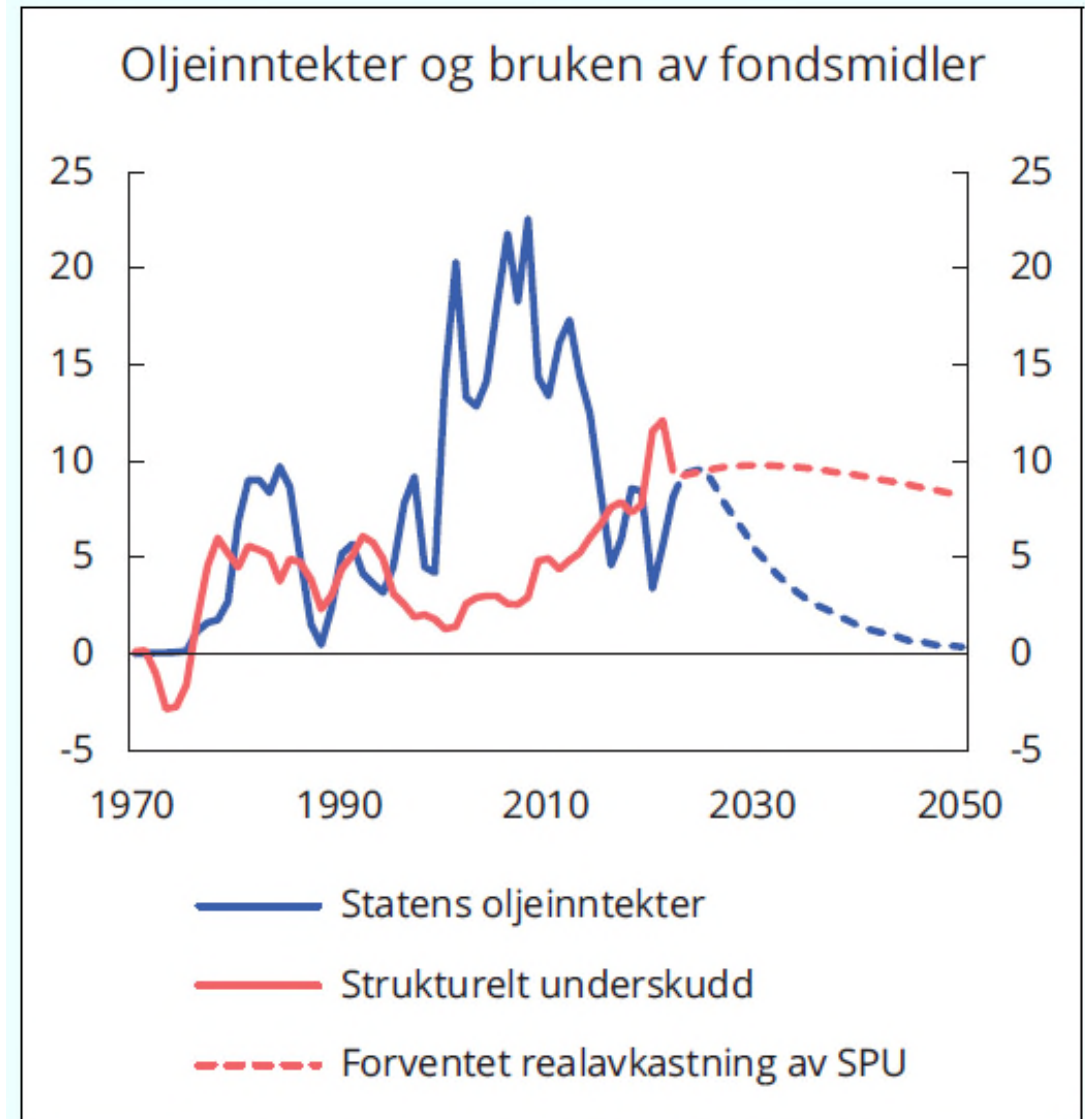
- ...
  - *langsiktig bærekraft i statsfinansene og om finanspolitikken er forenelig med slike hensyn, samt gi en årlig, kort uttalelse om disse vurderingene*
- 
- Steinar Holden, *UiO (leder)*
  - Annette Alstadsæter, *NMBU*
  - Thomas von Brasch, *SSB*
  - Erika F. Damsgaard, *Riksgälden*
  - Nina Larsson Midthjell, *Norges Bank*
  - Linda Nøstbakken, *SSB*
  - Peter Stephensen, *DREAM*
  - Øystein Thøgersen, *NHH*
  - Ragnar Torvik, *NTNU*
  - Amund Holmsen, *Finansdep* (ikke med på uttalelsen)

# Uttalelse februar 2022

- Generelle vurderinger om langsiktig bærekraft, langsiktig inndekningsbehov og handlingsregelen
- Finanspolitikken 2020-2022
  - Pengebruken i 2020-2022 har økt raskere enn før, og står i kontrast til det stramme handlingsrommet fremover.
- Sårbarhet ved Oljefondets rolle – implikasjoner for handlingsregelen
  - Har også lagt til egne vurderinger i ettertid

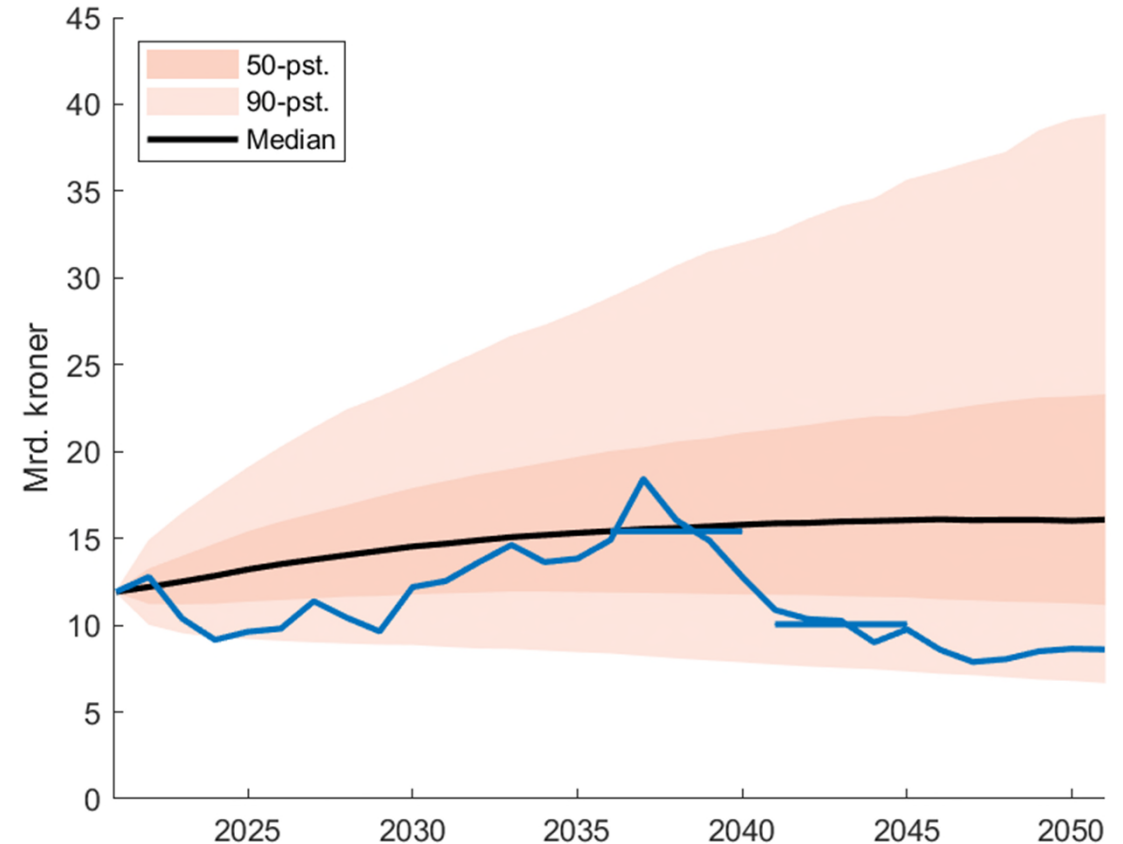
# Sårbarhet ved Oljefondets rolle

- Handlingsregel omdanner midlertidig petroleumsinntekt til varig finansinntekt
- Oljefondet finansierer nå drøyt 20 pst av statsbudsjettet
- Petroleumsinntektene vil etter hvert avta. Vi kan ikke regne med samme påfyll fremover
- Stor usikkerhet om fremtidig fondsverdi
  - Coiner; Dybvig & Qui; ...
  - Aase & Bjerksund; Henriksen; Wulfsberg; ...



# Høy risiko for stort fall i fondsverdien

- Bruker Findep's simuleringer av verdiutvikling i Oljefondet
  - Forventet avkastning = 3%
  - Uttak = 3 % av fondsverdi
- Ser etter største verdifall fra en 5-årsperiode til neste 5-årsperiode innen 2050
- 35% sannsynlighet for at fondet faller med 25% eller mer fra en femårsperiode til neste



Usikkerhetsvifte og ti-persentilbanen for femårsfall  
Handlingsregel og forventet realavkastning = 3%

# Hva gjør vi hvis fondet faller med 25%?

- 3% av 12 000 mrd => 360 mrd => kutte 25%, dvs 90 mrd?
- «Glatting» – videreføre uttak for å unngå kutt?
  - Spiser ytterligere av fondsverdi
- Redusere uttak for å dempe reduksjon i fondsverdi?
  - Krevende innstramning i finanspolitikken
  - Negativ effekt på økonomien, kan komme på uheldig tidspunkt
- Ubehagelig valg – må velge mellom stabilitet på kort sikt eller stabilitet på lang sikt

# Hvordan redusere sårbarheten?

## **Sikkerhetsmargin** eller **bufferfond**

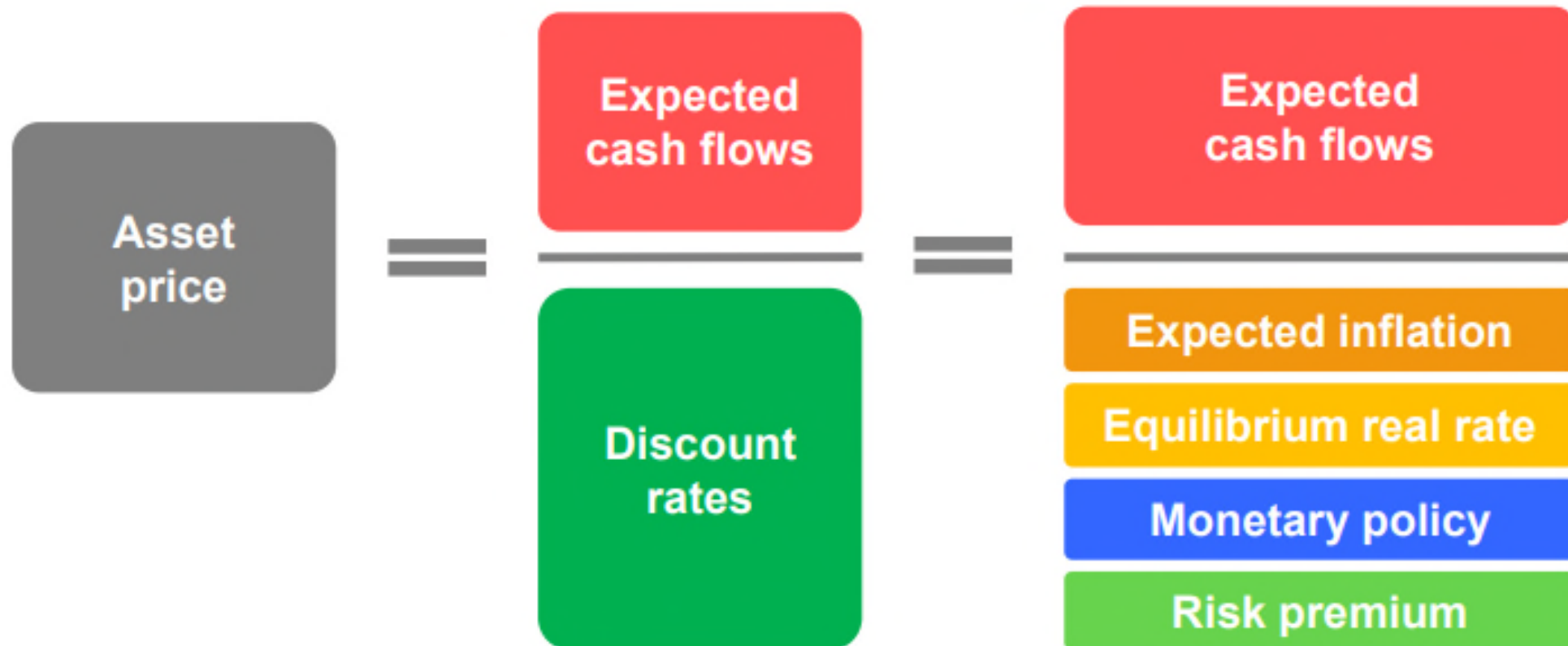
- Gir større robusthet overfor fall i fondsverdien, men fortsatt betydelig sårbarhet ved store endringer

## Uttak basert på et **bærekraftig nivå på kontantstrømmen**

- Kontantstrømmer er mer stabile enn markedsverdier
- Anslag på fremtidig kontantstrøm (renteinntekter, husleie, kontantstrøm fra aksjeselskap, dvs utbytte & tilbakekjøp)
  - Ikke det samme som bokførte inntekter
- Ta hensyn til realvekst i kontantstrøm («Gordons formel»)

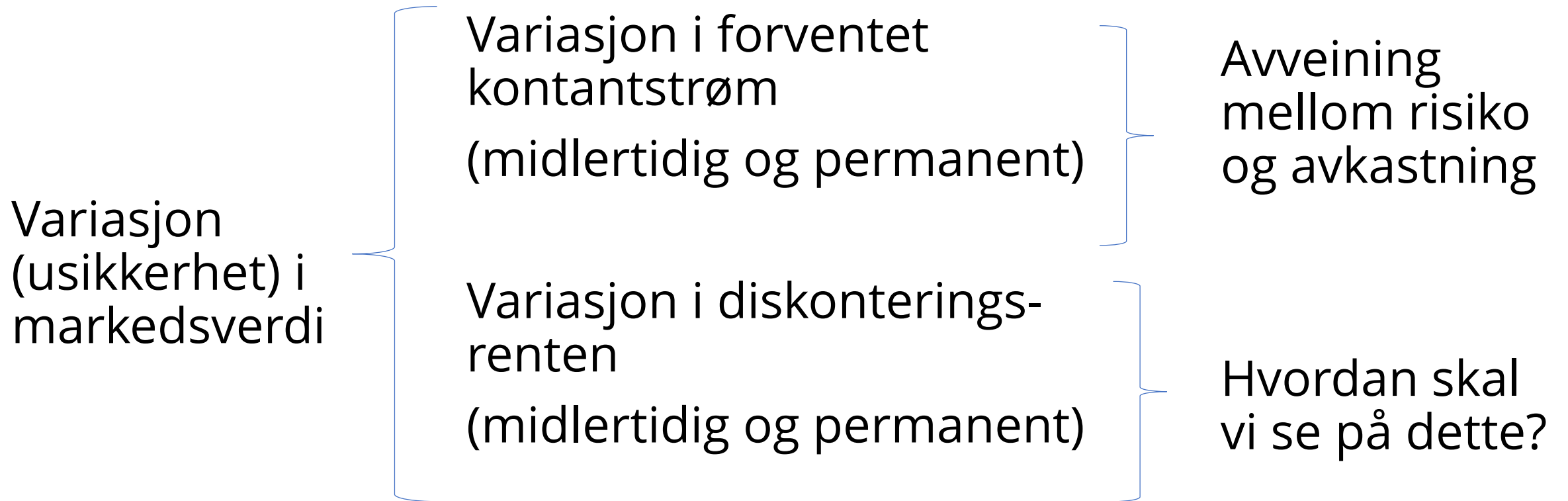
# Fondsverdien er forventet neddiskontert kontantstrøm

Figure 1: Illustration of cash flow and discount rate components





# Endring i markedsverdi – kontantstrøm og diskonteringsrente



# Markedsverdi eller kontantstrøm - eks

- Evigvarende leiegård som gir inntekt 3 mill i året, i faste priser
- Verdsetting til 3% realrente gir markedsverdi 100 mill
- Bruk 3% av 100 mill eller kontantstrøm => 3 mill i året

## **Variasjon i årlig inntekt**

- Årlig inntekt faller til 2 mill => markedsverdi faller til 67 mill
- => Bruk 2 mill (kontantstrøm el 3% av markedsverdi)
  
- Variasjon i kontantstrøm må etter hvert slå ut i uttaket
- Kan «glatte» uttak og velge plasseringer med lav risiko

# Markedsverdi el kontantstrøm – eks forts

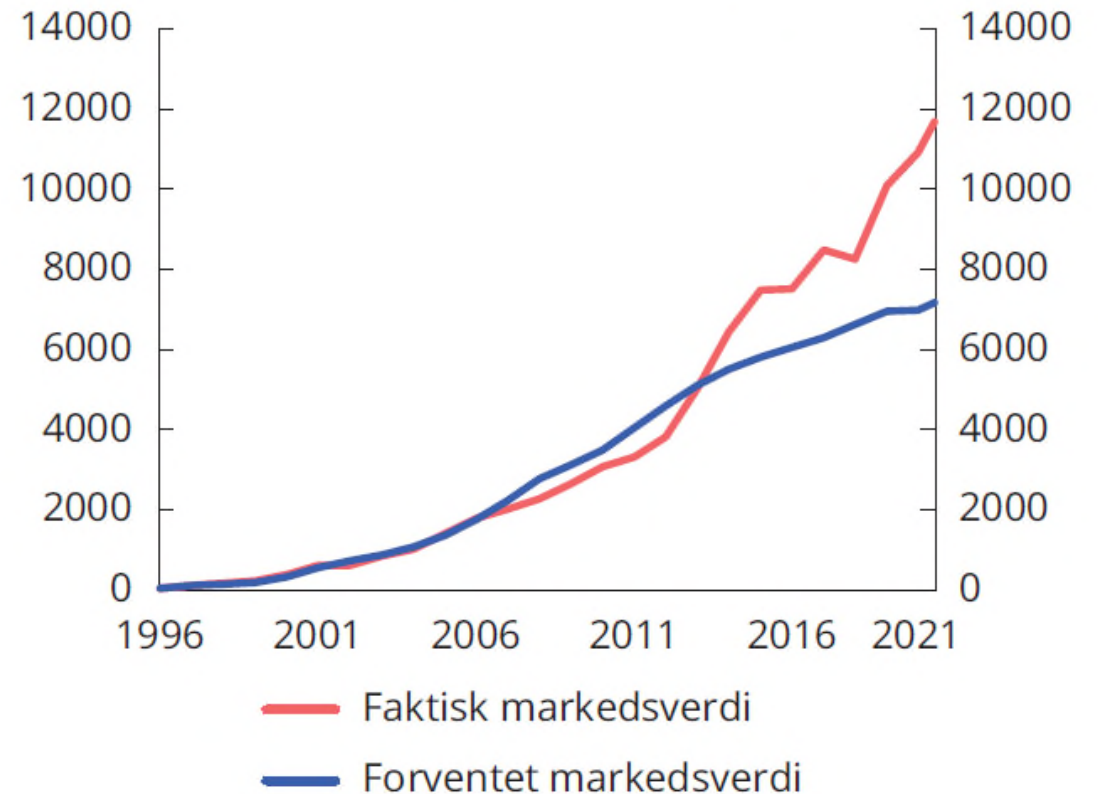
## **Variasjon i realrente (diskonteringsrente)**

- Hvis realrente faller til 2 pst => markedsverdi = 150 mill
- Bruk av 3% gir 4,5 mill i året => taper verdi
- Realrente 4% => verdi = 75 mill => Bruk av 3% gir 2,5 mill
  
- Kan fortsette å bruke kontantstrøm på 3 mill i året
  
- Endring i markedsverdi som skyldes endring i realrente gir uønsket variasjon i uttak => ustabilitet på kort og lang sikt

# Siste tiårene - fallende realrente bidrar til høy avkastning



C. Markedsverdien av Statens pensjonsfond utland og beregnet markedsverdi hvis avkastningen hadde fulgt forventet realavkastning<sup>2</sup>. Mrd. NOK



# Gode argumenter for en kontantstrømregel (Utvalgets flertall)

- Uttak basert på forventet avkastning av fondsverdien kan gi ustabil og risikabel rettesnor
  - Aksjekurser kan endres mye og økning kan avspeile redusert rentenivå
  - Usikkerhet om anslag på forventet realavkastning
- Kontantstrømmer er mer stabile enn markedsverdier
  - Mer robust mot endringer i rentenivå
  - Trolig mindre risiko for at feilvurdering av fremtidig kontantstrøm skal gi behov for kraftig reduksjon i uttak av fondsmidler
  - Andre problemstillinger utvalget ikke har vurdert (utforming av regel, betydning for investeringsstrategi for fondet, mv)

# En grundig faglig utredning om tilpasning av handlingsregelen

- Det vil bli behov for å justere handlingsregelen
  - Samme prinsipp som nå om å bruke avkastningen og la kapitalen stå
- Det bør gjennomføres en grundig faglig utredning av hvordan handlingsregelen bør tilpasses dagens situasjon (utvalgets flertall)
- Utredningen bør omfatte alternative måter, herunder en kontantstrømregel (utvalgets flertall)
  - Utredningen bør være gjenstand for offentlig debatt før beslutning fattes

# Langsiktig og bærekraftig nivå på kontantstrømmen

- Vanskelig å vurdere hva som er et langsiktig og bærekraftig nivå
- De fleste selskap beholder en del av kontantstrømmen, og det kan gi grunnlag for høyere kontantstrømmer fremover
- Må 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 fremtidig kontantstrømmen

# Foreløpige tanker om en kontantstrømregel

## Retningslinjer for beregning av langsiktig og bærekraftig nivå på kontantstrøm til fondet

- Glattet nivå på kontantbetalinger til fondet, inkl. selskaps tilbakekjøp
  - Bakoverskuende og fremoverskuende (10 år dividend futures, annen info)
- Forventet langsiktig realvekst (obligasjoner, aksjer, eiendommer)
  - Gradvis justering av endringer i forventninger
- => Rettesnor på linje med nåværende 3%-regel
  
- Faktisk uttak og bruk må ses i lys av konjunktursituasjonen og andre forhold



# Endring i investeringsstrategi?

- «Agentproblemer» – uønsket tilpasning av forvalter eller politikere?
  - Mandat for forvaltning binder forvalter
  - Regler som forhindrer at kortsiktige endringer i porteføljen påvirker pengebruken
- Mulighet til forbedring, ikke bare «vridning»
  - Markedsportefølje er «default», men kan avvike ved god begrunnelse
- Stabil verdi viktig med verdibasert uttak, men mindre viktig med kontantstrøm-basert uttak
  - Mindre omfang av verdipapirer med stabil verdi og lav avkastning?
- Bør ikke prioritere kortsiktig kontantstrøm fremfor langsiktig avkastning
  - Må ha gode grunner for å avvike fra markedsportefølje for aksjer

# Oppsummering

- Det vil bli behov for å justere handlingsregelen
  - Samme prinsipp som nå om å bruke avkastningen og la kapitalen stå
- Det bør gjennomføres en grundig faglig utredning av hvordan handlingsregelen bør tilpasses dagens situasjon (utvalgets flertall)
- Utredningen bør omfatte alternative måter, herunder en kontantstrømregel (utvalgets flertall)
  - Utredningen bør være gjenstand for offentlig debatt før beslutning fattes
- **Takk for oppmerksomheten!**