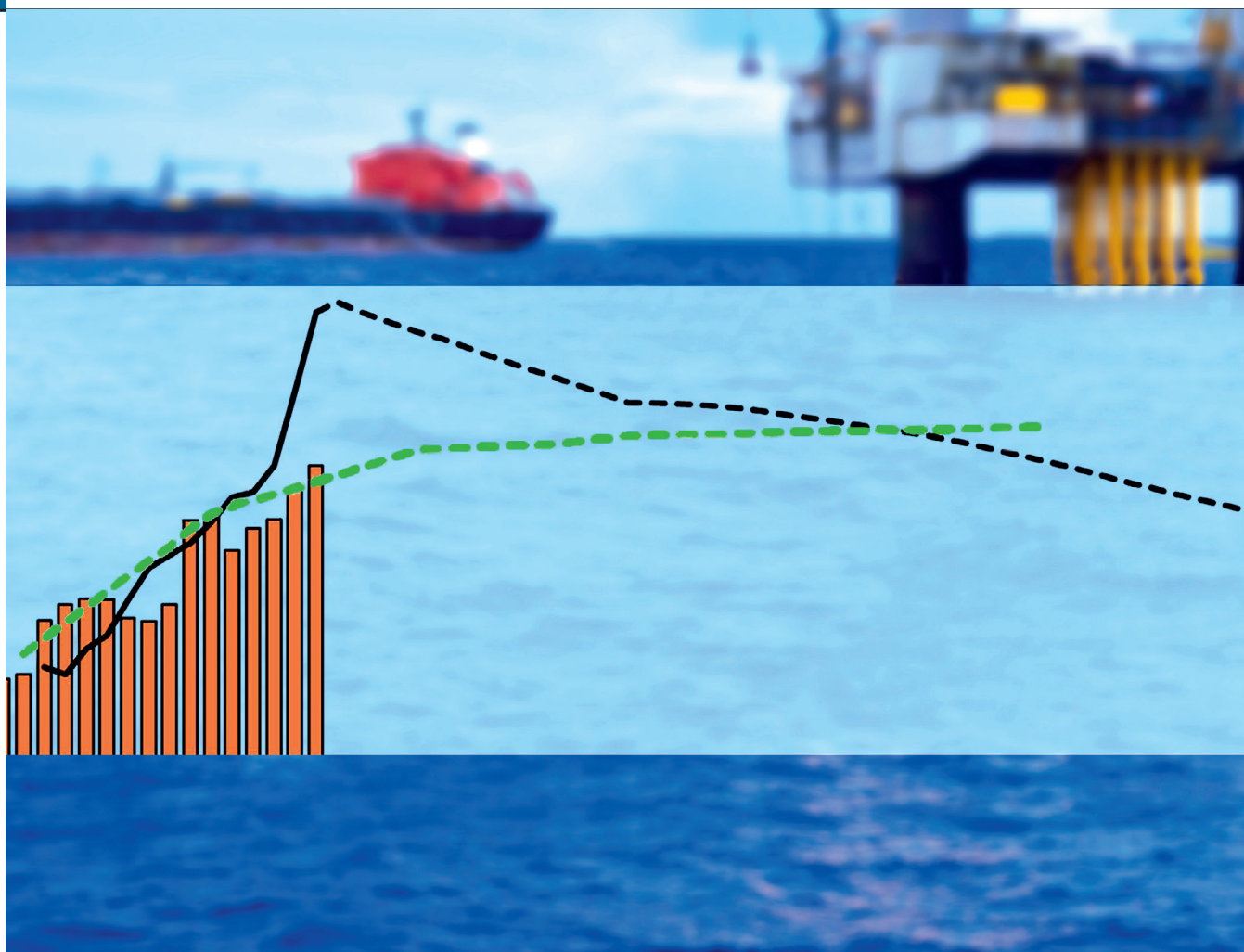


NOU

Norges offentlige utredninger 2015:9

Finanspolitikk i en oljeøkonomi

Praktisering av handlingsregelen



Norges offentlige utredninger 2015

Seriens redaksjon:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Informasjonsforvaltning

- | | |
|---|---|
| 1. Produktivitet – grunnlag for vekst og velferd
<i>Finansdepartementet</i> | 6. Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2015
<i>Arbeids- og sosialdepartementet</i> |
| 2. Å høre til
<i>Kunnskapsdepartementet</i> | 7. Assimilering og motstand
<i>Kommunal- og moderniseringsdepartementet</i> |
| 3. Advokaten i samfunnet
<i>Justis- og beredskapsdepartementet</i> | 8. Fremtidens skole
<i>Kunnskapsdepartementet</i> |
| 4. Tap av norsk statsborgerskap
<i>Barne-, likestillings- og inkluderingsdepartementet</i> | 9. Finanspolitikk i en oljeøkonomi
<i>Finansdepartementet</i> |
| 5. Pensjonslovene og folketrygdreformen IV
<i>Finansdepartementet</i> | |

NOU

Norges offentlige utredninger **2015:9**

Finanspolitikk i en oljeøkonomi

Praktisering av handlingsregelen

Utredning fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 17. oktober 2014.
Avgitt til Finansdepartementet 18. juni 2015.

ISSN 0333-2306
ISBN 978-82-583-1241-0

07 Oslo AS

Til Finansdepartementet

Ekspertutvalget for å vurdere praktiseringen av handlingsregelen for bruk av oljeinntekter ble opprettet ved kongelig resolusjon 17. oktober 2014. Utvalget har hatt som mandat å vurdere praktiseringen av retningslinjene for bruken av oljeinntekter i lys av den kraftige veksten i Statens pensjonsfond utland, utfordringene for norsk økonomi på kort og lang sikt og hensynet til kommende generasjoner. Utvalget skal vurdere om det er behov for å supplere dagens retningslinjer for finanspolitikken med tilleggsregler eller ved å understreke hensyn som bør tillegges særlig vekt i en situasjon med stor avstand til 4-prosentbanen og muligheter for betydelige endringer i anslag for nivået på banen fra ett år til det neste. Utvalget skal også vurdere hvordan det innenfor rammene av retningslinjene i større grad kan tas hensyn til behovet for å fremme vekstevnen i fastlandsøkonomien. Utvalget legger med dette fram sin innstilling.

Oslo 18. juni 2015

Øystein Thøgersen
leder

Ida Wolden Bache

Hilde C. Bjørnland

Knut Anton Mork

Silje Ones

Stein Reegård

Kjetil Storesletten

Arent Skjæveland

Simen Bjørnerud

Yngvar Dyvi

Espen Erlandsen

Per Mathis Kongsrud

Pål Sletten

Kyrre Stensnes

Innhold

1	Utvalgets vurderinger og hovedkonklusjoner	9			
1.1	Hovedkonklusjoner	9	3.3	Handlingsregelen for bruk av oljeinntekter	48
1.2	Mandat og utvalgets arbeid (kap. 2)	11	3.3.1	Hovedhensyn ved økt bruk av oljeinntekter	48
1.3	Om etableringen av handlingsregelen i 2001 (kap. 3)	12	3.3.2	Handlingsregelen som operativt styringsmål	49
1.4	Praktisering av handlingsregelen i årene 2002–2015 (kap. 4)	13	3.3.3	Rolledelingen i stabiliseringspolitikken etter 2001	51
1.5	Lærdommer fra økonomisk forskning og andre lands erfaringer (kap. 5)	14	3.4	Oljepengebruk og vekstevnen i norsk økonomi	52
1.6	Erfaringer med handlingsregelen så langt (kap. 6)	16	3.5	Referanser	53
1.7	Langsiktige utfordringer for offentlige finanser (kap. 7)	19	4	Praktiseringen av handlingsregelen i årene 2002–2015	54
1.8	Utfordringer for norsk økonomi på kort og mellomlang sikt (kap. 8)	21	4.1	Innledning	54
1.9	Forventet avkastning og risiko i Statens pensjonsfond utland (kap. 9)	22	4.2	Begrunnelsen for innretningen av finanspolitikken	54
1.10	Sentrale hensyn i finanspolitikken og vurdering av mulige tilleggsregler til handlingsregelen (kap. 10)	24	4.2.1	Handlingsregelen fra starten og fram til finanskrisen (2001–2008)	54
1.11	Bruk av oljepenger og vekstevnen i økonomien (kap. 11)	31	4.2.2	Finanskrisen og gradvis tilbake til 4-prosentbanen (2009–2012)	58
Del I	Bakgrunn	33	4.2.3	Rask vekst i fondskapitalen løfter 4-prosentbanen (2012–)	59
2	Mandat og arbeidet i utvalget	35	4.3	Oppsummering	61
3	Om etablering av handlingsregelen for bruk av oljeinntekter	38	Del II	Analyse	63
3.1	Innledning	38	5	Lærdommer fra økonomisk forskning og andre lands erfaringer	65
3.2	Bakgrunnen for omleggingen i 2001	39	5.1	Innledning	65
3.2.1	Erfaringer fra 1970- og 1980-tallet	39	5.2	Teoretisk bakgrunn	65
3.2.2	Retningslinjer for finanspolitikken før 2001	40	5.2.1	Budsjettunderskudd og finanspolitikk på lang sikt	65
3.2.3	Tre ulike strategier for bruk av oljeinntekter	43	5.2.2	Finanspolitikken som kortsiktig stabiliseringsverktøy	69
3.2.4	Referanser til økonomisk litteratur og andre land	45	5.2.3	Særskilte utfordringer for land som er rike på naturressurser	73
3.2.5	Sammenhengen mellom fondssparingen og pensjonsforpliktelsene	47	5.3	Finanspolitiske rammeverk	77
			5.3.1	Finanspolitiske regler	78
			5.3.2	Prosedyreregler og finanspolitiske råd	80
			5.4	Finanspolitiske rammeverk i utvalgte land og i EU	83
			5.4.1	Sverige	83
			5.4.2	EU	85
			5.4.3	Australia	86
			5.4.4	Chile	87
			5.5	Oppsummering og utvalgets vurderinger	87
			5.6	Referanser	89

6	Erfaringer med handlingsregelen så langt	92	8.4	Implikasjoner for finanspolitikken	152
6.1	Innledning	92	8.5	Oppsummering og utvalgets vurderinger	154
6.2	Handlingsregelens politiske rolle	92	8.6	Referanser	155
6.3	Innfasingen av oljeinntekter 2002–2015	95	9	Forventet avkastning og risiko i Statens pensjonsfond utland	157
6.4	Finanspolitikken utformes under usikkerhet	98	9.1	Innledning	157
6.4.1	Den framtidige banen for forventet realavkastning er usikker	98	9.2	Fondets rammeverk og investeringsstrategi	159
6.4.2	Bruk av oljepenger i sanntid og i ettertid	98	9.2.1	Rammeverk for forvaltningen	159
6.5	Finanspolitikken og konjunktursvingningene	103	9.2.2	Investeringsstrategi	159
6.5.1	Var finanspolitikken ex ante tilpasset konjunktursituasjonen? ..	103	9.3	Forventet avkastning på lang sikt	165
6.5.2	Har finanspolitikken ex post vært tilpasset konjunktursituasjonen?	105	9.3.1	Måling av forventet avkastning	165
6.5.3	Finanspolitikken og den langvarige oljeboomen	108	9.3.2	Bakgrunn for dagens forventning på 4 pst. realavkastning	166
6.6	Oppsummering og utvalgets vurderinger	112	9.3.3	Historiske trender	169
6.7	Referanser	114	9.4	Er 4 prosent en rimelig forventning på 10–15 års sikt?	169
7	Langsiktige utfordringer for offentlige finanser	115	9.4.1	Innledning	169
7.1	Innledning	115	9.4.2	Obligasjoner	171
7.2	Hovedutfordringer	115	9.4.3	Aksjer	173
7.3	Nærmere om drivkrefter, inndekningsbehov og robusthet ..	118	9.4.4	Andre kilder til avkastning	180
7.3.1	Drivkrefter	118	9.4.5	Oppsummering	181
7.3.2	Hvor robust er anslaget på inndekningsbehovet?	124	9.5	Usikkerhet om framtidig avkastning	181
7.3.3	Konsekvenser av lav oljepris og lav fondsavkastning	128	9.6	Oppsummering og utvalgets vurderinger	183
7.4	Hvordan kan inndekningsbehovet reduseres?	130	9.7	Referanser	185
7.5	Oppsummering og utvalgets vurderinger	133	10	Sentrale hensyn i finanspolitikken og vurdering av mulige tilleggsregler til handlingsregelen	187
7.6	Referanser	136	10.1	Innledning	187
8	Utfordringer for norsk økonomi på kort og mellomlang sikt	137	10.2	Viktige hensyn og kriterier for vurdering av eventuelle tilleggsregler	187
8.1	Innledning	137	10.2.1	Hensyn som ble vektlagt i 2001	187
8.2	Noen viktige trekk ved utviklingen i norsk økonomi	137	10.2.2	Utviklingstrekk av betydning for utforming av finanspolitikken	188
8.2.1	Petroleumsvirksomheten	138	10.2.3	Utvalgets vurdering av viktige hensyn og situasjonen framover ...	189
8.2.2	Arbeidsinnvandring	140	10.2.4	Kriterier som en eventuell tilleggsregel må vurderes opp mot	191
8.2.3	Boligpriser og gjeld	143	10.3	Alternative tilleggsregler	192
8.3	Virkninger på norsk økonomi av lavere oljepris	146	10.3.1	Glatte innfasingen av oljeinntekter	196
			10.3.2	Uendret bruk av oljeinntekter	199
			10.3.3	La bruken av oljeinntekter følge demografikostnadene	202

10.3.4	Redusere uttaket fra fondet	204	11.3	Offentlig ressursbruk innenfor samferdsel, utdanning og skatt	226
10.3.5	Glatte beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen	207	11.4	Budsjettregler og effektiv ressursbruk	227
10.3.6	Knytte bruken av oljeinntekter til bokførte inntekter i fondet	210	11.4.1	Bør staten ha et eget budsjett for å finansiere investeringer?	228
10.4	Oppsummering og utvalgets vurderinger	213	11.4.2	Bør ressursinntekter øremerkes spesielle formål?	229
10.5	Særmerknad	219	11.5	Oppsummering og utvalgets vurderinger	230
10.6	Referanser	220	11.6	Referanser	231
11	Bruk av oljepenger og vekstevnen i økonomien	221		Vedlegg	
11.1	Innledning	221	1	Handlingsreglers politiske og historiske betydning	232
11.2	Hvordan kan myndighetene legge til rette for økonomisk vekst?	222	2	Om beregning av strukturelle budsjettbalanser	237
11.2.1	Hva påvirker vekstevnen i økonomien?	223	3	Nærmere om forutsetningene i de langsiktige beregningene	255
11.2.2	Hvilken sammenheng er det mellom offentlig ressursbruk og vekst?	224	4	Generasjonsregnskapet som mål på inndekningsbehovet	259
11.2.3	Betydningen av en god finanspolitikk	225	5	The Long-term global outlook for interest rates	262

Kapittel 1

Utvalgets vurderinger og hovedkonklusjoner

1.1 Hovedkonklusjoner

Utvalget har hatt som mandat å vurdere praktiseringen av retningslinjene for bruken av oljeinntekter. Mandatet tar utgangspunkt i den kraftige veksten i Statens pensjonsfond utland, utfordringene for norsk økonomi på kort og lang sikt og hensynet til kommende generasjoner. Utvalget skal vurdere om det er behov for å supplere dagens retningslinjer med tilleggsregler eller ved å understreke hensyn som bør tillegges særlig vekt ved utformingen av finanspolitikken i en situasjon med stor avstand til 4-prosentbanen og muligheter for betydelige endringer i anslag for nivået på banen fra ett år til det neste. Utvalget skal også vurdere hvordan det innenfor rammene av retningslinjene i større grad kan tas hensyn til behovet for å fremme vekstevnen i fastlandsøkonomien.

Utvalget har samlet seg om følgende hovedkonklusjoner:

1. *Handlingsregelen gir langsiktighet i forvaltningen av oljeformuen.* Statens netto oljeinntekter overføres til Statens pensjonsfond utland, mens bruken av inntektene over tid følger forventet realavkastning av fondskapitalen. Statsbudsjettet er dermed langt på vei skjermet fra kortsiktige svingninger i oljeinntektene. Regelen legger opp til at bruken av oljeinntektene skal tilpasses konjunktursituasjonen. Opplegget oppfattes som enkelt og lett å kommunisere.
2. *Norge har blitt mer oljeavhengig enn man så for seg i 2001.* Høy oljepris og en markert økning i etterspørselen fra oljevirkksomheten mot fastlandsøkonomien har bidratt til høy vekst i sysselsetting og reallønninger. Arbeidsinnvandring i et omfang få hadde sett for seg, har gjort fastlandsøkonomien i stand til å møte denne etterspørselen. Handlingsregelen har gitt en betydelig innfasing av oljeinntekter og trukket opp etterspørselen i en periode der aktiviteten i petroleumsrelatert virksomhet i fastlandsøkonomien også har økt markert. Lønnsnivået er blitt vesentlig høyere enn hos våre naboland.
3. *Med et stort pensjonsfond kan svingningene i banen for forventet fondsavkastning fra ett år til det neste bli store i forhold til Norges økonomi og offentlige finanser.* En fleksibel praktisering av handlingsregelen har gjort finanspolitikken bedre i stand til å ivareta hensynene som ble trukket fram da handlingsregelen ble etablert. Ved store endringer i fondskapitalen eller i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet har bruken av oljeinntekter vært glattet ut over tid, slik det er lagt opp til i retningslinjene. Denne fleksibiliteten har vært en styrke ved regelen. Ved store og langvarige avvik fra 4-prosentbanen kan praktiseringen av handlingsregelen bli mer krevende.
4. *Toppen for bruken av oljeinntekter kan være passert om få år, avhengig av tempoet i innfasingen de nærmeste årene.* Målt som en andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, vil toppen passeres etter hvert som oljeutvinningen avtar og økonomien fortsetter å vokse. Deretter vil finanspolitikken over tid gi negative impulser til innenlandsk etterspørsel. At toppen kan være passert om få år, er en markert endring fra 2001, da det ble anslått at 4-prosentbanen innebar en stigende bruk av oljeinntekter fram til minst 2050.
5. *Dersom bruken av oljeinntektene trappes raskt opp til 4-prosentbanen, vil bruken nå toppen før utgiftene knyttet til aldring av befolkningen for alvor starter å øke.* Aldringen av befolkningen ventes å gi en økning i offentlige utgifter til pensjoner, omsorg og helse, som for alvor tiltar om 10-15 år. Med dagens velferdsordninger og skatteinivå vil det over tid oppstå et stort og økende gap mellom offentlige utgifter og inntekter. Velferdsstaten må være bærekraftig i møte med stigende levealder og en høyere andel eldre i befolkningen. Handlingsregelen kan ikke erstatte nødvendige innstramminger på utgifts- og inntektssiden, men kan lette tilpasningene i en overgangsfase. Behovet for innstramminger

vil øke på lang sikt hvis de offentlige velferdsordningene bygges ut de nærmeste årene. At toppen for bruken av oljeinntekter kan være passert om få år øker faren for en ujevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet og i skattenivået. Det tilsier at vi bør spare mer av oljeinntektene de neste 10–15 årene.

6. *De nærmeste 10–15 årene er det utsikter til lav realavkastning av Statens pensjonsfond utland.* Spesielt tyder lave langsiktige renter på at avkastningen av obligasjoner vil bli uvanlig lav i denne perioden. Dersom avkastningen også på aksjer svekkes, kan realavkastningen av fondet de nærmeste 10–15 årene trekkes ned mot 2 pst. Rommet for å øke bruken av oljeinntekter fra dagens nivå vil bli markert mindre med et slikt forløp. Historien tilsier at realavkastningen av fondet i lange perioder kan bli lavere eller høyere enn det langsiktige anslaget på 4 pst. Utsikter til lavere avkastning for de nærmeste 10–15 årene rokker ikke ved det langsiktige anslaget. Finanspolitikken bør ta høyde for at avkastningen er usikker.
7. *Mer ekspansiv finanspolitikk er ikke løsningen på varig lavere aktivitet på norsk sokkel.* Lavere aktivitet på norsk sokkel vil kreve omstillinger i fastlandsøkonomien. Den økonomiske politikken må støtte opp om nødvendige omstillinger. Pengepolitikken er den første forsvarslinjen ved et tilbakeslag i konjunktorene. Lavere rente vil isolert sett gi en svakere krone, som vil medvirke til de nødvendige omstillingene. Finanspolitikken skal tilpasses konjunktorene, men er ikke svaret når hovedutfordringen er å styrke konkurranseutsatt sektor, og særlig ikke så lenge det fortsatt er handlefrihet i pengepolitikken. Med en ekspansiv politikk blir omstillingene også mer krevende når det om få år må strammes inn igjen i finanspolitikken. Ved å strekke innfasingen ut i tid, blir banen for bruk av oljeinntekter framover jevnere og bedre tilpasset utviklingen i norsk økonomi. Det vil lette en gradvis omstilling til annen konkurranseutsatt virksomhet.
8. *Kanskje bruker vi mer oljepenger enn vi tror.* Dersom norsk økonomi skulle gå inn i en periode med langvarig svak vekst, må anslaget for de underliggende skatteinntektene fra fastlandsøkonomien justeres ned. Bruken av oljeinntekter, anslått ved det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet, vil da framstå som høyere. Rommet for å øke bruken av oljeinntekter framover vil i så fall bli tilsvarende mindre.
9. *Finanspolitikken må også framover ivareta de sentrale hensynene som ble trukket fram da*

handlingsregelen ble etablert. Hensynet til at framtidige generasjoner skal få bruke av oljeformuen, ivaretas ved å bruke forventet realavkastning av pensjonsfondet, men la hovedstolen stå urørt. Hensynet til en stabil utvikling i økonomien tilsier en jevn innfasing og opprettholdbar bruk av oljeinntektene, samtidig som det tas hensyn til konkurranseutsatt sektor og til å unngå unødige brå omstillinger. Hensynet til en jevn utvikling i tjenestetilbudet tilsier isolert sett tilbakeholdenhet i bruken av oljeinntekter før utgiftene til en aldrende befolkning for alvor legger press på offentlige finanser. En bør ikke basere den økonomiske politikken på at skatte- og avgiftsnivået skal øke over tid. Hensynet til gjennomføringen av budsjettarbeidet tilsier at en retningslinje for bruk av oljeinntekter, som finanspolitiske regler generelt, bør være enkel og lett å kommunisere. Hensynene skal ivaretas under usikkerhet.

10. *Flere hensyn trekker i retning av å fase oljeinntektene mer gradvis inn framover enn i perioden fra 2001 og fram til i dag.* Rommet for ytterligere innfasing av oljeinntektene er nå mindre og mer usikkert enn i 2001. Produksjonen av olje og gass har trolig passert toppen, og en mindre andel av ressursene er igjen på norsk sokkel. Bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet er allerede kommet opp på et høyt nivå. Det er usikkerhet om både den videre utviklingen i oljeinntektene, avkastningen i pensjonsfondet og de underliggende skatteinntektene fra fastlandsøkonomien. En rask økning i bruken av oljeinntekter vil gi behov for innstramning i løpet av få år. Både økonomisk og politisk vil det være lettere å håndtere en periode med en mer forsiktig innfasing enn raskt å komme til perioden der oljeinntektene år for år vil avta målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Tilpasning til usikkerhet og hensynet til aldring og avtakende aktivitet på norsk sokkel tilsier at vi bør gå mer gradvis fram i innfasingen av oljeinntektene i årene som kommer, enn i perioden handlingsregelen så langt har virket.
11. *Ved store avvik fra 4-prosentbanen bør Regjeringen stake ut en tydelig kurs for tilbakevending som formidles i budsjettdokumentene.* På denne måten kan finanspolitikken gis en rettesnor på kort og mellomlang sikt som ivaretar de sentrale hensynene ved bruk av oljeinntekter. Dette har vært gjort i situasjoner der bruken av oljeinntekter har ligget over 4-prosentbanen, men gjøres i liten grad i dag. Å trekke

opp en konkret, flerårig strategi for finanspolitikken er godt i tråd med anbefalinger fra IMF og OECD.

12. *Tilleggsregler kan gi veiledning når det skal stokes ut en slik kurs for finanspolitikken.* To av reglene utvalget har vurdert – redusert fondsuttak og gradvis innfasing – vil fase oljeinntektene mer gradvis inn enn i årene etter 2001. Fasen med økt bruk av oljeinntekter vil da kunne strekkes ut over en lengre periode. Tilleggsregelen om å *begrense fondsuttaket* for en periode framover bidrar til at vi unngår et forløp der bruken av oljeinntekter først økes kraftig som andel av verdiskapingen, for deretter i løpet av få år å måtte reduseres igjen, samtidig som kostnadene til en aldrende befolkning skyter fart. Tilleggsregelen om *gradvis innfasing* setter en grense for hvor raskt bruken av oljeinntekter bør trappes opp når bruken av oljeinntekter ligger under 4-prosentbanen og økonomien er i en normal konjunktursituasjon. Selv med en innfasing på 0,1-0,2 prosentenheter av fastlands-BNP vil bruken av oljeinntekter hvert år kunne øke med om lag 5–8 mrd. kroner, målt i faste priser. De to tilleggsreglene utfyller hverandre. I det enkelte år må det også tas hensyn til konjunktursituasjonen.
13. *Grunnlaget for finanspolitikken bør fortsatt være en fleksibel praktisering av handlingsregelen med utgangspunkt i hensynene som ble identifisert i 2001.* De to tilleggsreglene kan være en nyttig referanse når det skal stokes ut en kurs for tilbakevending til 4-prosentbanen, men kan ikke anvendes mekanisk eller erstatte skjønn i anvendelsen av handlingsregelen.
14. *Finanspolitiske regler har liten hensikt hvis de omgås.* Mange land har erfart at bindende regler blir forsøkt tøyd ved ulike former for budsjettomgåelser. For optimistiske anslag for budsjettets inntekter og utgifter kan lede til at handlingsrommet systematisk overvurderes. Hvis omfanget av omgåelser blir stort, vil balansen i statsbudsjettet og oppstillingen over statens formue og gjeld gi et misvisende bilde. En særlig fare for Norges del er tiltak der kostnadene direkte belaster statens netto kontantstrøm fra oljevirkosomheten.
15. *Den politiske avveiningen av hvordan oljeinntektene skal brukes, gjøres best innenfor en helhetlig budsjettprosess.* Myndighetene bør støtte opp under høy verdiskaping, sysselsetting og økonomisk vekst. Oljeinntektene bør brukes på samme måte som andre inntekter. Å øremerke oljeinntektene til bestemte formål vil fragmentere budsjettet og kan svekke evnen til å priori-

tere helhetlig og slik at det støtter opp under en stabil utvikling i norsk økonomi. Stortingets finanskomité pekte i 2001 på skatter og avgifter, infrastruktur og kunnskap som områder som var viktige for vekstevnen i norsk økonomi. Disse områdene er fortsatt viktige. Samtidig finner Produktivitetskommissjonen og skatteutvalget at ressursbruken på disse områdene kunne vært mer effektiv. For vekstevnen er det viktig at ressursene brukes effektivt på alle budsjettområder. Økt effektivitet oppnås ikke med øremerking eller ved å unnta enkeltområder fra en helhetlig budsjettbehandling. Oljeinntektene må heller ikke bli en unnskyldning for å la være å gjennomføre nødvendige systemreformer.

Utvalgsmedlem Knut Anton Mork har en særmerknad om nytten av tilleggsregler, se avsnitt 1.10.

1.2 Mandat og utvalgets arbeid (kap. 2)

Ved kongelig resolusjon 17. oktober 2014 satte regjeringen Solberg ned et ekspertutvalg som skal vurdere praktiseringen av retningslinjene for bruken av oljeinntekter i lys av den kraftige veksten i Statens pensjonsfond utland og utfordringene for norsk økonomi på kort og lang sikt. Blant disse utfordringene nevner mandatet spesielt utviklingen i petroleumsvirkosomheten, det høye kostnadsnivået, høyt nivå på boligprisene og husholdningenes gjeld, høy arbeidsinnvandring, lav produktivitetsvekst, utsikter til lav fondsavkastning en periode framover, høye offentlige utgifter og økende utgifter til pensjoner, helse og omsorg som følge av aldring av befolkningen.

Utvalget skal vurdere om det er behov for å supplere dagens retningslinjer for finanspolitikken med tilleggsregler eller ved å understreke hensyn som bør tillegges særlig vekt ved utforming av finanspolitikken i en situasjon med stor avstand til 4-prosentbanen og muligheter for betydelige endringer i anslag for nivået på banen fra ett år til det neste.

Utvalget er i mandatet også bedt om å vurdere hvordan det innenfor rammene av retningslinjene i større grad kan tas hensyn til behovet for å fremme vekstevnen i fastlandsøkonomien. På dette området berører utvalgets mandat også andre regjeringsoppnevnte utvalg. Et eget ekspertutvalg (Børnerutvalget), som også ble satt ned da statsbudsjettet ble lagt fram i fjor høst, skal vurdere behovet for flerårige budsjetter på utvalgte områder og et tydeligere skille mellom investeringer og drift i budsjett-

tet. Produktivitetskommisjonen, som ble satt ned i februar 2014, skal fremme forslag som kan styrke produktivitet og vekstevne i norsk økonomi.

På denne bakgrunn har utvalget valgt å avgrense sitt arbeid slik at konkrete forslag for å øke produktivitet og vekstevne i norsk økonomi ikke er en del av utvalgets rapport. Vurderingen av sammenhengen mellom bruk av oljeinntekter og vekstevnen i økonomien er i hovedsak avgrenset til en drøfting av om oljeinntekter bør brukes på en annen måte enn andre inntekter i budsjettet, samt en kort gjennomgang av ressursbruken på de tre områdene finanskomiteen la særlig vekt på da handlingsregelen ble innført i 2001, jf. avsnitt 1.11 og kapittel 11.

1.3 Om etableringen av handlingsregelen i 2001 (kap. 3)

Da handlingsregelen for bruken av oljeinntekter ble lagt fram, hadde to år med kraftig oppgang i oljeprisen gitt mye høyere inntekter fra oljevirk-somheten enn tidligere ventet. Dette hadde gitt store avsetninger i det daværende Statens petrole-umsfond, forløperen til dagens Statens pensjons-fond utland. Fondet ble anslått å vokse betydelig i de påfølgende årene, slik at handlefriheten i bud-sjettpolitikken ville øke. På denne bakgrunn mente Regjeringen Stoltenberg I at det var det behov for en klar, langsiktig strategi for bruken av oljeinntek-tene. Nye retningslinjer for finans- og pengepolitik-ken, i form av handlingsregelen for bruk av oljeinn-tekter og et inflasjonsmål, ble lagt fram 29. mars 2001 i St.meld. nr. 29 (2000–2001) samtidig med Langtidsprogrammet 2002–2005. De nye retnings-linjene fikk bred støtte i Stortinget.

I begrunnelsen for handlingsregelen la St.meld. nr. 29 særlig vekt på følgende avveiiinger:

- Hensynet til en jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet tilsier isolert sett stor tilbakeholdenhet i bruken av oljeinntekter de nær-meste to tiårene. De oppsparte oljeinntektene kan da benyttes til å dekke økte framtidige utgifter knyttet til aldringen av befolkningen.
- Hensynet til å oppnå en stabil utvikling i økonomien over tid trekker i retning av en for-holdsvis jevn innfasing av oljeinntektene. Jo mer en øker bruken av oljeinntektene det nærmeste tiåret, dess større blir behovet for at en på et senere tidspunkt må sette i verk til-tak for å styrke de offentlige budsjettene for å oppnå en jevn utvikling i det offentlige tje-nesetilbudet.

- Hensynet til konkurranseutsatt sektor og hen-synet til å unngå store omstillinger i økono-mien må tillegges stor vekt. Ved innfasingen av oljeinntekter må en legge stor vekt på å sikre en fortsatt sterk konkurranseutsatt sektor, slik at en får en langsiktig balansert utvikling i norsk økonomi. Både våre egne og andre lands erfaringer viser at for sterk bruk av oljeinntek-ter kan gi store omstillingskostnader og ledig-hetsproblemer (hollandsk syke).
- Hensynet til usikkerhet i framtidige oljeinntek-ter taler for stor grad av forsiktighet i bruken av dem.
- En bør ikke basere den økonomiske politikken på at skatte- og avgiftsnivået skal øke.

I St.meld. nr. 29 (2001–2001) het det videre:

«Regjeringen har lagt vekt på at en retnings-linje for bruken av oljeinntektene som ivaretar hensynene stilt opp ovenfor, samtidig må være forholdsvis enkel og bør kunne fungere som en rettesnor i det løpende budsjettarbeidet. Et nærliggende alternativ vil være å legge opp til en bruk tilsvarende om lag den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. En poli-tikk basert på å bruke forventet realavkastning av Petroleumsfondet sikrer at realverdien av fondet ikke reduseres. Når alle inntektene fra petroleumsvirksomheten avsettes i Petrole-umsfondet og en bare bruker avkastningen, vil fondet fortsette å vokse i årene som kommer. Samtidig baseres bruken på realiserte inn-tektsstrømmer fra oljevirk-somheten, og ikke usikre framtidige inntekter.

Etter en samlet vurdering vil Regjeringen legge til grunn følgende som retningslinje for budsjettpolitikken:

- Det må legges stor vekt på å jevne ut sving-ninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet.
- Petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien. Det legges til grunn en innfa-sing om lag i takt med forventet realavkast-ning av Petroleumsfondet.»

Den forventede realavkastningen av fondet ble anslått til 4 pst. Det ble understreket at handlings-regelen skulle praktiseres fleksibelt. Ved særskilt store endringer i fondskapitalen eller i faktorer som påvirker det strukturelle, oljekorriger-te underskuddet fra et år til det neste, skulle end-ringen i innfasing av oljeinntekter fordeles over

flere år, basert på et anslag på størrelsen på realavkastningen av fondet noen år fram i tid.

Regelen legger vekt på å etablere en forutsigbar og relativt jevn bane for opptrappingen av bruken av oljeinntekter i budsjettet. Strengt tatt er det ikke oljeinntekter som brukes, men forventet realavkastning av et fond der man har samlet opp oljeinntekter som ikke er brukt. Dette gjør finanspolitikken robust overfor svingninger i oljeprisen. Mer varige nivåskift i oljeprisen vil over tid slå ut i størrelsen på fondet og dermed flytte banen for innfasing av oljeinntekter.

Handlingsregelen innebærer at de såkalte automatiske stabilisatorene får lov å virke, ved at bruken av oljeinntekter måles ved det strukturelle, og ikke det faktiske, oljekorrigerede underskuddet. Regelen åpner også for at budsjettet kan brukes aktivt til å stabilisere den økonomiske utviklingen, men minner samtidig om at finanspolitikken her må spille på lag med pengepolitikken.

Når budsjettpolitikken ble gitt en mer eksplisitt langsiktig forankring, økte også behovet for å gi pengepolitikken en klarere rolle i stabiliseringspolitikken. Inflasjonsmålet som Norges Bank fikk for sin rentesetting – en årlig vekst i konsumprisen på rundt 2,5 pst. – ga pengepolitikken en slik rolle. Med utsikter til en gradvis økning i bruken av oljeinntekter, ga inflasjonsmålet et bedre utgangspunkt for lav og stabil inflasjonen og et stabilt økonomisk forløp, enn den gamle retningslinjen om stabil kronekurs. I praksis fikk pengepolitikken ganske raskt et hovedansvar i konjunkturstyringen.

Kapittel 3 gjør nærmere rede for etableringen av handlingsregelen i 2001.

1.4 Praktisering av handlingsregelen i årene 2002–2015 (kap. 4)

Gjennomgangen i kapittel 4 viser at hensynet til å følge 4-prosentbanen har hatt stor betydning for utformingen av de enkelte budsjettene i årene etter at handlingsregelen ble innført. Samtidig har det vært lagt vekt på den økonomiske situasjonen, hensynet til konkurranseutsatt sektor, de langsiktige utfordringene knyttet til aldringen av befolkningen og at konsekvensene av store endringer i fondskapitalen må fordeles ut over flere år. Faren for at høy gjeld og høye boligpriser kan gi finansiell ustabilitet er også blitt tillagt vekt. De grunnleggende hensynene har i hovedsak ligget fast, men vektleggingen av ulike hensyn har naturlig nok endret seg med konjunktorene og med hvor

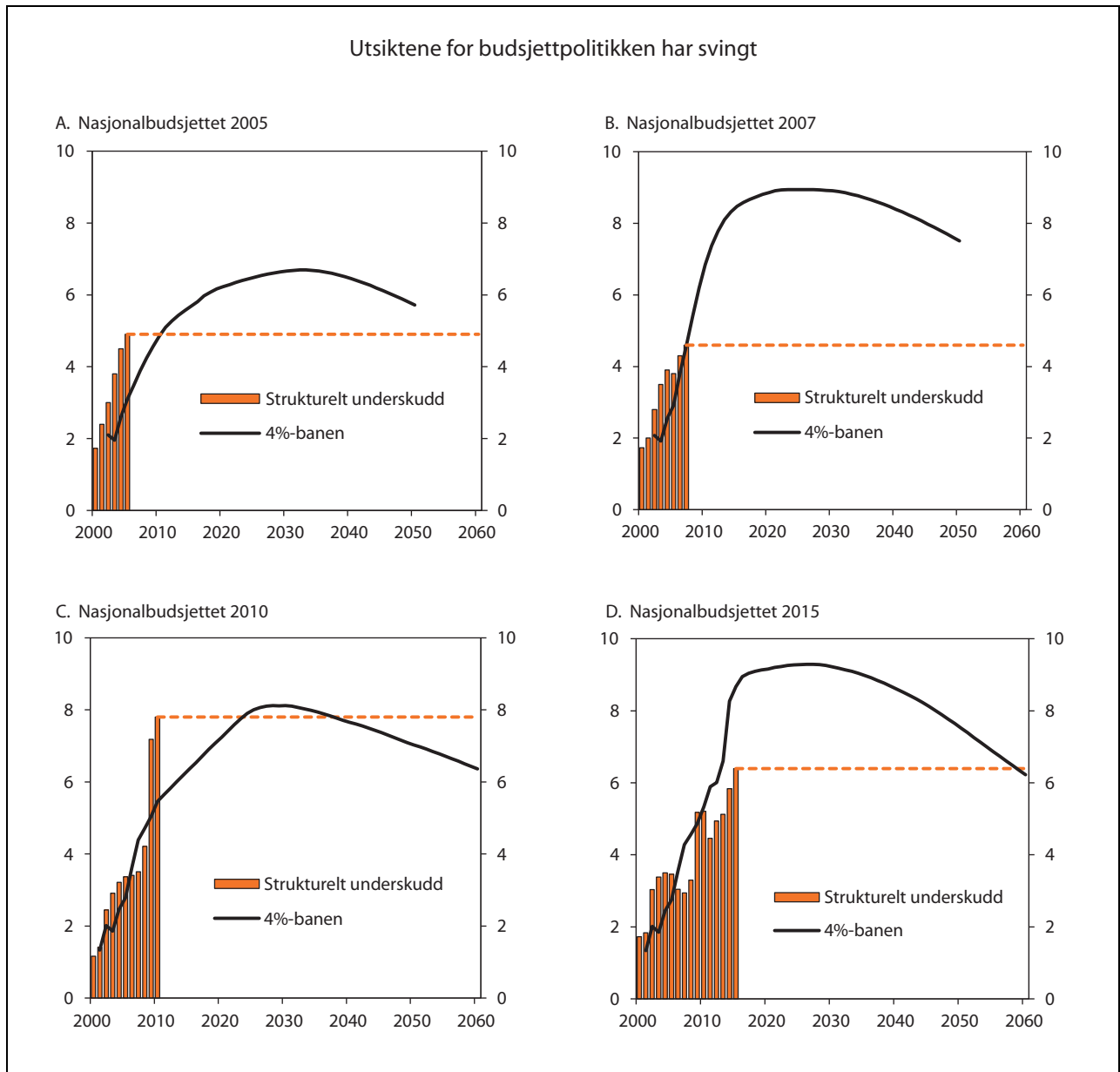
stor avstanden har vært mellom 4-prosentbanen og bruken av oljeinntekter målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet.

Utsiktene for budsjettpolitikken har svingt betydelig gjennom de årene handlingsregelen har virket, jf. figur 1.1. Dette skyldes dels endrede anslag for fondskapitalen, og dermed for 4-prosentbanen, og dels endrede anslag for det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet.

Den såkalte dot.com-krisen i 2002 bidro til svak utvikling både i internasjonal og norsk økonomi. Samtidig var det ingen vekst i fondet gjennom 2002 (målt i kroner) til tross for betydelig netto tilførsel. Bruken av oljeinntekter etter hvert ble liggende betydelig over 4-prosentbanen. I lys av at fondet var forventet å øke, pekte budsjettokumentene på uendret bruk av oljeinntekter målt i faste priser som en mulig vei tilbake til 4-prosentbanen. Den samme muligheten ble antydnet også etter finanskrisen i 2008/2009, da avstanden mellom bruken av oljeinntekter og 4-prosentbanen igjen var blitt betydelig. En slik bane innebar en svakt kontraktiv finanspolitikk inntil 4-prosentbanen var nådd, og bruken av oljeinntekter igjen kunne øke i takt med fondskapitalen.

I den motsatte situasjonen – når bruken av oljeinntekter har ligget vesentlig under 4-prosentbanen – har det ikke utkrystallisert seg en like klar strategi for hvordan underskuddet skal bringes tilbake til banen. I 2007 og 2008, da fondet hadde økt kraftig og det var utsikter til at oljepenbruken vil bli liggende klart under 4-prosentbanen, ble man raskt innhentet av finanskrisen som ble møtt med kraftige tiltak i finanspolitikken. I dagens situasjon, der banen for forventet avkastning er løftet betydelig over det strukturelle underskuddet, har man i de to siste budsjettene valgt en årlig innfasing på ½ prosentenhet av BNP for Fastlands-Norge, som er noe over den gjennomsnittlige innfasingen i perioden etter 2001.

Samlet sett avtegner det seg et bilde av at praktiseringen av handlingsregelen har vært innrettet mot å bringe bruken av oljeinntekter tilbake til 4-prosentbanen når det av en eller annen grunn har oppstått et avvik. Forbigående hendelser (sjokk) har slik sett blitt glattet ut ved en fleksibel praktisering av regelen. Her må det imidlertid pekes på at tilbakevingen til 4-prosentbanen også hviler på at de negative sjokkene i ettertid har vist seg å være nettopp forbigående. Perioder med svak utvikling i fondet og/eller svake konjunkturer, har relativt raskt blitt avløst av motsvarende sterke perioder. En kan ikke alltid regne med å være like heldig. Sjokk kan vedvare.



Figur 1.1 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter) og forventet realavkastning av SPU. Anslag fra Nasjonalbudsjettet 2005, 2007, 2010 og 2015. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Finansdepartementet.

1.5 Lærdommer fra økonomisk forskning og andre lands erfaringer (kap. 5)

Kapittel 5 redegjør for lærdommer fra internasjonal litteratur og andre lands erfaringer. De hovedhensyn som ble trukket fram da handlingsregelen ble etablert, jf. omtalen ovenfor, er godt i tråd med hva som kan trekkes ut av internasjonal litteratur. Det finanspolitiske rammeverket bør bl.a. bidra til å oppnå hensynene til en jevn utvikling i offentlige tjenester, jevn utvikling i skattene, langsiktig opprettholdbarhet i offentlig finanser, en jevn innfa-

sing av oljeinntektene i økonomien og en stabil økonomisk utvikling.

I praktisk politikk må slike hensyn veies mot hverandre. For å sikre at langsiktige hensyn og statsfinansiell bærekraft blir tilstrekkelig ivaretatt, er det en fordel med finanspolitiske regler som gir tydelige rammer for de årlige budsjettvedtakene. Dette gjelder for alle land, men finanspolitiske regler kan være særlig nyttige for land med en stor, midlertidig kontantstrøm fra utvinning av ikke-fornybare naturressurser. Slike land bør anlegge et formuesperspektiv på forvaltningen av ressursene og ta hensyn til at kontantstrømmen i

perioder kan være mye større enn permantinntekten fra ressursformuen. I så fall må deler av kontantstrømmen omplasseres i andre formuesobjekter, dersom også framtidige generasjoner skal få glede av uttappingen. En slik formuesomplasing gjør landet verken rikere eller fattigere.

Siden ressursinntektene i perioder kan bli svært store, vil også presset for å bruke mer av dem kunne bli stort. Dette understreker behovet for enkle og klart formulerte regler. Samtidig bør reglene være fleksible nok til å håndtere de utfordringer som måtte oppstå som følge av konjunkturelle forhold eller uforutsette endringer i de økonomiske rammebetingelsene forøvrig. En finanspolitisk regel er ikke en autopilot, og vil ikke alene garantere for en god og forsvarlig finanspolitikk.

En lærdom som er blitt mer vektlagt i litteraturen etter finanskrisen, er at opplegget for finanspolitikken må være robust for alternative økonomiske forløp, og spesielt for negative utfall. I motsatt fall kan et land bli tvunget til å stramme inn i finanspolitikken midt i et konjunkturtilbakeslag. Mange land har dessuten erfart at pengepolitikk kan være et lite kraftfullt virkemiddel når økonomiske tilbakeslag blir særlig sterke og langvarige. Med styringsrenter nær null har tradisjonell pengepolitikk bare i begrenset grad kunnet spille sin rolle i stabiliseringspolitikken. I slike situasjoner kan finanspolitikken være særlig effektiv, forutsatt at det er handlefrihet når de vanskelige tidene kommer. Det krever at det settes til side nok midler når tidene er gode.

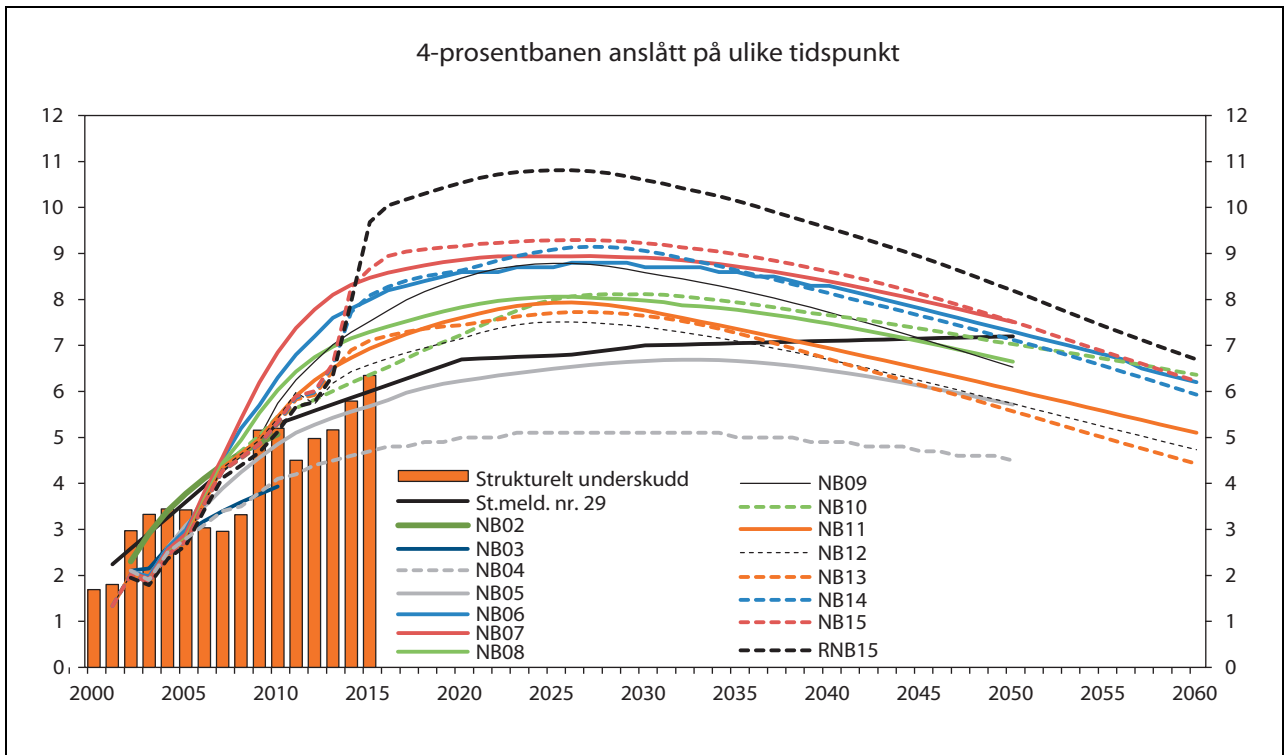
En annen sentral konklusjon, som også ligger til grunn for det norske rammeverket, er at den politiske avveiningen av de ulike hensynene gjøres best innenfor en helhetlig budsjettprosess. Når det først er bestemt hvor mye oljeinntekter som skal brukes i budsjettene for de enkelte år, bør ikke disse midlene behandles på annen måte enn andre inntekter. Både land med og uten ressursinntekter bør bruke alle offentlige midler mest mulig effektivt, jf. nærmere drøfting i avsnitt 1.11.

For at finanspolitiske regler skal utgjøre et godt og relevant verktøy i arbeidet med et budsjett, må de være enkle og forståelige. Det understrekes både av internasjonale organisasjoner, erfaringer fra andre land og av norske politikere som har levd med handlingsregelen. En regel skal ikke bare være en rettesnor for de politiske beslutningene, men også gjøre budsjettpolitikken lettere å forklare. Skal et rammeverk for

håndtering av oljeinntektene over tid være levedyktig, må det ha bred forståelse og oppslutning, både blant politikere, offentlighet og velgere.

Mange land har erfart at bindende finanspolitiske regler blir forsøkt tøyd ved ulike former for budsjettomgåelser. For eksempel vil en overdreven tro på virkninger av egen politikk kunne lede til for optimistiske anslag for budsjettets inntekter og utgifter, slik at handlingsrommet systematisk overvurderes. Ekstraordinære utbytter fra offentlige selskaper gir inndekning i budsjettåret, men kan gi lavere inntekter i senere år. Å tilføre offentlige selskaper kapital «under streken», dvs. i form av en lånetransaksjon og ikke som en utgift i statsbudsjettet, for deretter å hente pengene helt eller delvis tilbake i form av utbytter «over streken», er en opplagt omgåelse. Det samme er å organisere aktivitet som naturlig hører hjemme på offentlige budsjetter, slik at utgiftene ikke fanges opp i de størrelsene som budsjettet styres etter. For Norges del må en være særlig på vakt overfor tiltak der kostnadene belaster statens netto kontantstrøm fra oljevirk-somheten eller avkastningen av pensjonsfondet, og ikke det oljekorrigerte underskuddet på budsjettet. Hvis omfanget av slike budsjettomgåelser blir stort, vil balansen i statsbudsjettet og størrelsen på statsgjelden gi et misvisende bilde av landets finansielle situasjon. EU-kommisjonen har dokumentert omfattende forsøk på omgåelser i en rekke andre EU-land. Så langt har omfanget av slike omgåelser vært forholdsvis beskjedent i Norge. Det bør det fortsette å være. Ellers har en finanspolitisk regel liten hensikt.

De siste årene har et økende antall land opprettet finanspolitiske råd for å bidra til at finanspolitikken skal være troverdig og opprettholdbar. Oppgaver og ansvar for slike råd varierer mellom land. OECD har laget retningslinjer for hvordan finanspolitiske råd bør arbeide. Deres oppgave bør ikke være å gi råd om den økonomiske politikken, men å ettergå anslag og forutsetninger som budsjettet er basert på, se på om politikken utøves i tråd med de retningslinjer som måtte være fastlagt, og vurdere om den bidrar til at offentlige finanser er bærekraftige på lang sikt. Mange land har gode erfaringer med finanspolitiske råd. Utvalget har imidlertid ikke gjort en grundig vurdering av hensiktsmessigheten av å opprette et finanspolitisk råd i Norge, siden en vurdering av dette spørsmålet ikke er en del av utvalgets mandat.



Figur 1.2 Forventet fondsavkastning. Anslag gitt på ulike tidspunkt. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Finansdepartementet.

1.6 Erfaringer med handlingsregelen så langt (kap. 6)

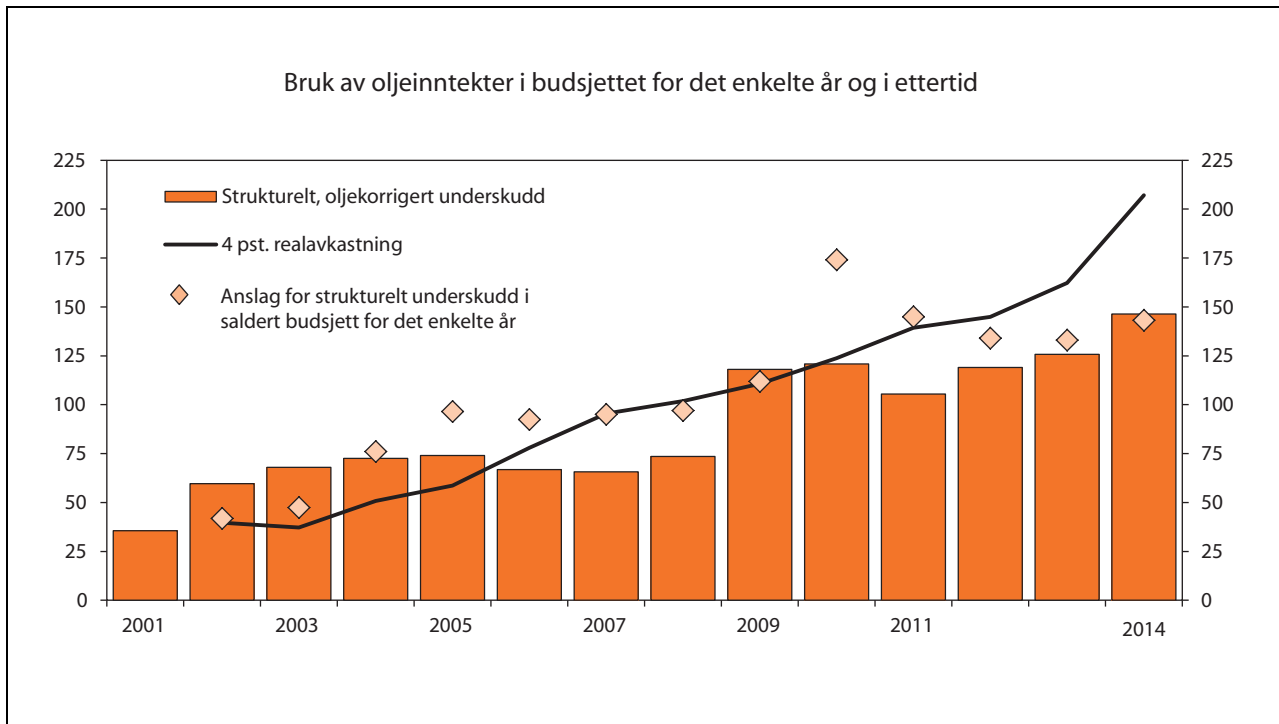
Handlingsregelen og pensjonsfondet har hatt avgjørende betydning for Norges forvaltning av oljeinntektene. Da handlingsregelen ble lagt fram 2001, ga den et forholdsvis enkelt og intuitivt svar på hvordan man skulle håndtere den kraftige økningen i Statens pensjonsfond utland (den gang Statens petroleumsfond). Handlingsregelen har som siktemål å oppnå en stabil utvikling i norsk økonomi både på kort og lang sikt, og ikke bare kortsiktig stabilitet som i de tidligere finanspolitiske retningslinjene. Vektleggingen av hensynet til framtidige generasjoner ga finanspolitikken en form for moralsk forankring som trolig har gjort det politisk lettere å argumentere for en bærekraftig bruk av oljeinntekter.

Funksjonen som politisk rettesnor forutsetter at regelen er enkel å kommunisere. Skal finanspolitiske regler være nyttige for politiske beslutningstakere, må de være enkle og forståelige – ellers vil de vanskelig kunne spille noen rolle for å begrunne et finanspolitisk opplegg. En regel kan vanskelig utformes slik at den tar høyde for alle eventualiteter. Fjorten års erfaring viser at handlingsregelen gir rom for fleksibilitet, ved at bru-

ken av oljeinntekter ikke mekanisk har fulgt 4 pst. av fondskapitalen. Dette rommet for skjønnsutøvelse har vært en styrke ved regelen.

Siden 2001 har verdiskapingen i fastlandsøkonomien blitt betydelig større enn lagt til grunn i St.meld. nr. 29. Høy oljepris og vesentlig sterkere vekst i etterspørselen fra oljevirkosomheten enn antatt har forplantet seg inn i fastlandsøkonomien og gitt sterk vekst i sysselsettingen og høy real-lønnsvekst. Oppgangen i sysselsettingen hadde ikke vært mulig uten et omfang på arbeidsinnvandring etter 2004 som få den gangen så for seg. Samtidig har den høye oljeprisen gitt større inntekter til Statens pensjonsfond utland og løftet 4-prosentbanen for forventet fondsavkastning. Den høyere veksten i fastlandsøkonomien har vært i samme prosentvise størrelsesorden som oppjusteringen av 4-prosentbanen. Målt som andel av BNP for Fastlands-Norge har dermed bruken av oljeinntekter blitt om lag som anslått i St.meld. nr. 29 i 2001.

Gjennom perioden har anslagene for utviklingen i fondets framtidige verdi blitt revidert opp og ned en rekke ganger, avhengig av utviklingen i oljepris og petroleumsproduksjon, valutakurser og den realiserede avkastningen på fondets investeringer. Dette har gjort at vurderingen av det fram-



Figur 1.3 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter) anslått i budsjettet for de enkelte årene og i ettertid (Revidert nasjonalbudsjett 2015). Mrd. 2015-kroner

Kilde: Finansdepartementet.

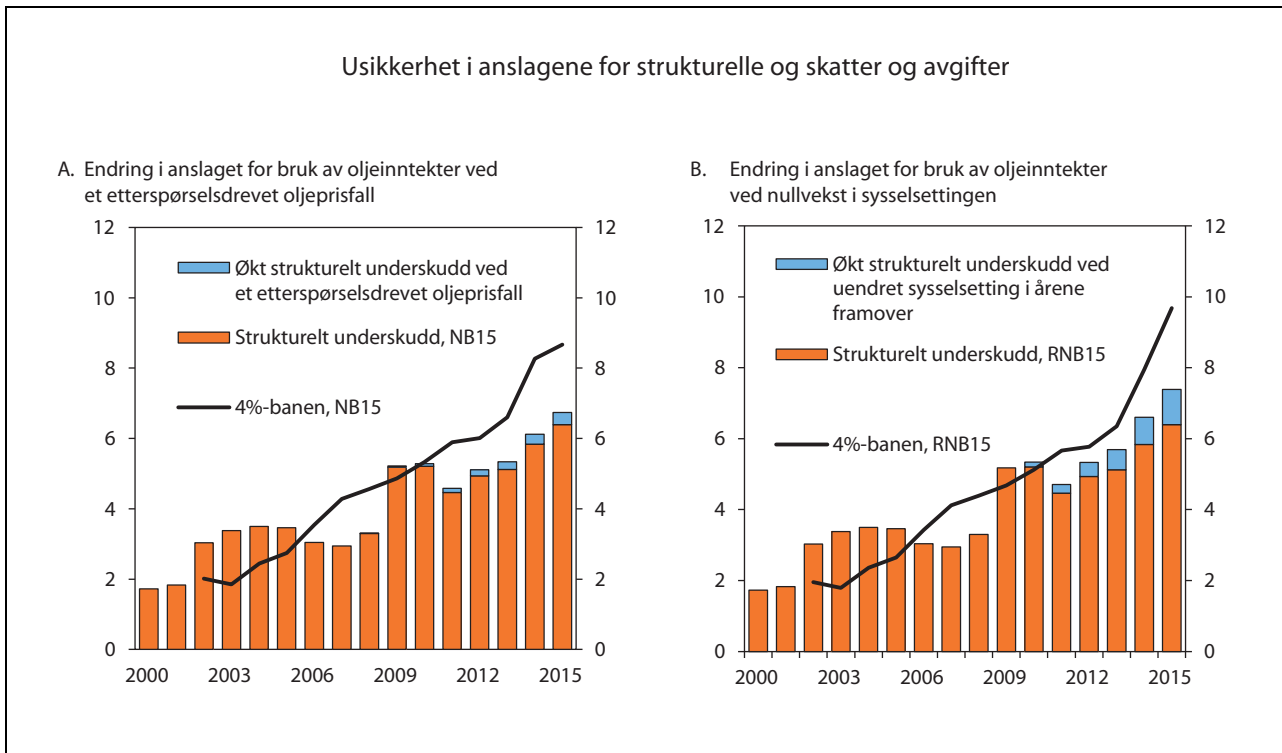
tidige rommet for innfasing av oljeinntekter har endret seg, til dels betydelig, jf. figur 1.2. Mens en i Nasjonalbudsjettet 2004 anslo en topp i finansieringsbidraget på under 5 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge, ble denne toppen anslått til nesten 11 pst. av trend-BNP i Revidert nasjonalbudsjett 2015. Anslagene for det videre forløpet for 4-prosentbanen har således vist seg å være volatile.

Bruken av oljeinntekter måles ved det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet. Erfaringer både fra Norge og andre land viser at anslaget for strukturell budsjettbalanse kan bli betydelig revidert i ettertid når mer informasjon om skatteinnang og konjunkturforløp foreligger. Anslagene kan også revideres dersom en danner seg et annet bilde av den framtidige utviklingen i økonomien. I figur 1.3 illustrerer firkantene hva man trodde om bruken av oljeinntekter for hvert av budsjettårene 2002–2015 da budsjettene ble lagt fram. Søylene viser dagens anslag. Avvikene mellom anslagene i sanntid og anslagene gitt i ettertid kan være betydelige.

To forhold gjør tallfesting av strukturell budsjettbalanse for Norge særlig vanskelig. For det første har den sterke oppgangen i aktiviteten i oljenæringen de siste 45 årene gitt en vedvarende impuls til vekst i økonomien som få andre land har

opplevd. Vi står nå trolig ved et vendepunkt i denne utviklingen, men både styrken og farten i en slik reversering er usikre. For det andre har arbeidsinnvandringen til Norge vært svært stor etter utvidelsen av EU i 2004, drevet av sterk vekst i etterspørselen og gode inntektsmuligheter for innvandrere i Norge. Det er usikkert hvordan arbeidsinnvandringen vil utvikle seg framover. På begge disse områdene kan vi stå overfor langvarige svingninger som det er vanskelig å fange opp i anslag for strukturell budsjettbalanse.

Holden III-utvalget illustrerte mulige konsekvenser av et forløp med kraftig etterspørselsdrevet fall i oljeprisen. I deres beregning ble det lagt til grunn et fall i realprisen på olje til 60 dollar per fat fra og med 2016. Prisetallet gir lavere aktivitet i petroleumsnæringen. I tillegg rammes norsk fastlandsøkonomi av lavere internasjonal etterspørsel. I figur 1.4A er konsekvensene for det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet av å legge til grunn beregningen fra Holden III-utvalget illustrert, jf. de blå søylene. For 2015 bidrar endringene i trendene til å øke det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet med om lag 0,3 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge. Lenger fram i tid blir endringen større, og i 2020 anslås nedgangen i strukturelle skatter å tilsvare 0,7 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge.



Figur 1.4 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter) i et alternativ med lav oljepris (Nasjonalbudsjettet 2015) og et alternativ med nullvekst i sysselsettingen (Revidert nasjonalbudsjett 2015). Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Finansdepartementet og egne beregninger.

I figur 1.4B er usikkerheten illustrert ved en annen beregning, der det er lagt til grunn nullvekst i sysselsettingen fra 2015 til 2025. Dette var situasjonen i norsk økonomi på slutten av 1980-tallet og inn på 1990-tallet, da norsk økonomi gikk gjennom det sterkeste konjunkturtilbakeslaget i etterkrigstiden. En slik nedjustering får store konsekvenser for vurderingen av hvor stor del av skatteinntekten som er strukturell, ikke bare i kommende år, men også når vi ser på den nære fremtiden, jf. de blå søylene i figuren.

De to eksemplene viser at dersom norsk økonomi skulle gå inn i en periode med langvarig svak vekst, vil anslaget på det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet og bruken av oljepenger kunne bli justert opp, også for historiske år. Rommet for framtidig økt bruk av oljeinntekter vil bli tilsvarende mindre.

Har så finanspolitikken forsterket oljeboomen? Handlingsregelen, slik den ble presentert i St.meld. 29 (2000–2001), la opp til en moderat ekspansiv finanspolitikk i takt med den forventede veksten i fondet. Perioden med opptrapping av oljepengebruken har falt sammen med markert oppgang i etterspørselen fra oljenæringen, og ekspansiv finanspolitikk ble dermed en viktig drivkraft bak den langvarige konjunkturoppgangen disse årene.

Hadde man latt bruken av oljeinntekter øke noe langsommere, ville dette gitt litt svakere vekst i økonomien. Sett i ettertid, med den kunnskapen om norsk økonomi en har i dag, ville en kanskje ønsket å holde igjen på andre etterspørselskomponenter i de årene etterspørselen fra oljenæringen var som sterkest. En måte å holde igjen på, ville vært å føre en strammere finanspolitikk. Det hadde økt det gjenværende rommet for innføring av oljeinntekter, og dermed gitt grunnlag for litt større budsjettimpulser framover. Norsk økonomi hadde trengt disse impulsene fra finanspolitikken bedre når oljeaktiviteten framover vil falle, enn i de årene der oljeaktiviteten ga sterke ringvirkninger til fastlandsøkonomien.

Det er for øvrig ikke bare inntektssiden på offentlige budsjetter som har blitt løftet av den relativt høye økonomiske veksten. Stor arbeidsinnvandring har bidratt til sterk vekst i befolkningen. Sammen med høy lønnsvekst har dette gitt et økt utgiftsbehov bl.a. til helse, skole, samferdsel og offentlige administrasjon. Dersom en ikke hadde kompensert for høyere vekst i befolkning og lønninger, ville tilbudet av velferdstjenester blitt reelt sett dårligere for den enkelte bruker.

Kapittel 6 går nærmere inn på erfaringene med handlingsregelen så langt.

1.7 Langsiktige utfordringer for offentlige finanser (kap. 7)

Aldring av befolkningen trekker i retning av at veksten i offentlige utgifter trolig vil være høyere enn veksten i skattegrunnlagene i en lang periode framover. Samtidig er det en tendens til at kostnadene øker raskere i offentlig tjenesteproduksjon enn i annen produksjon, fordi muligheten for vekst i produktiviteten ser ut til å være dårligere («Baumols lov»). Videre er det en generell erfaring at etterspørselen etter offentlige tjenester øker både i omfang og kvalitet etter hvert som inntektsnivået i samfunnet stiger («Wagners lov»).

Framskrivningene kapittel 7 tegner et bilde av et gradvis stigende langsiktig inndekningsbehov i offentlige finanser, tallfestet til et punktanslag på vel 5 pst. av BNP Fastlands-Norge i 2060.

Konklusjonen om et betydelig langsiktig inndekningsbehov er rimelig robust overfor alternative forutsetninger. Den nøyaktige størrelsen på inndekningsbehovet er imidlertid avhengig av utviklingen i bl.a. oljepris, fondsavkastning, arbeidstilbud og produktiviteten i offentlig tjenesteproduksjon.

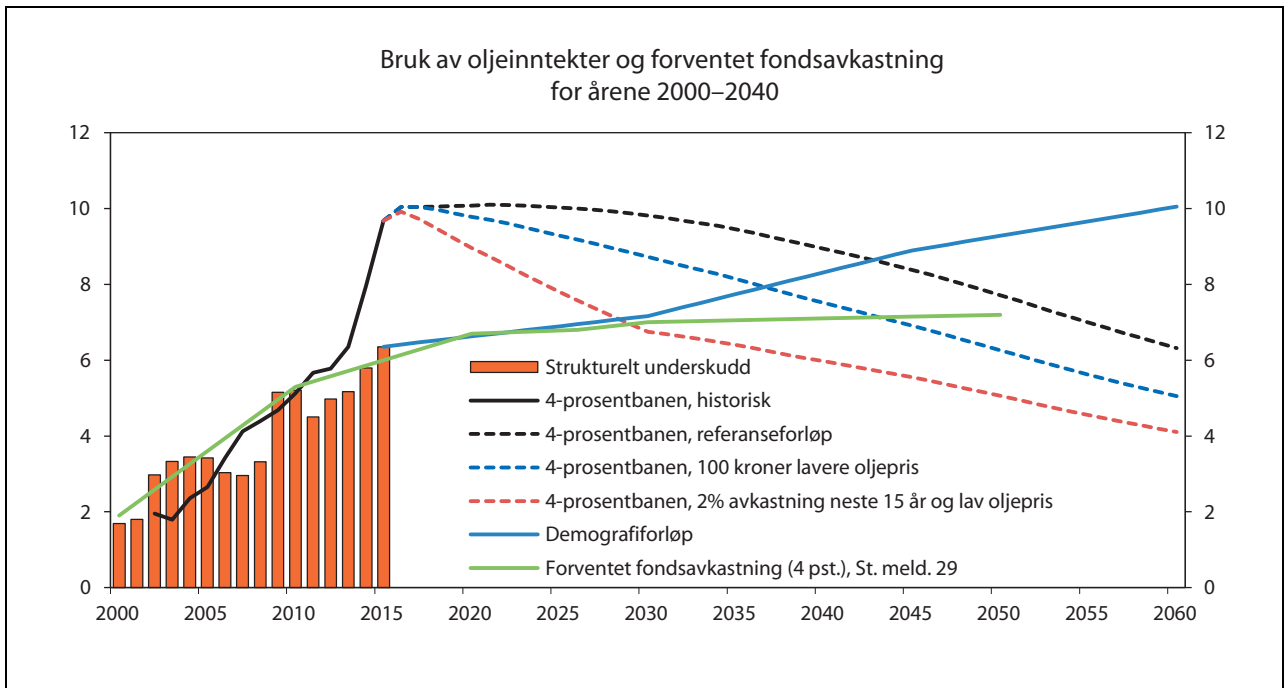
Den viktigste drivkraften bak det økende inndekningsbehovet er aldringen av befolkningen, som trekker utgiftene til pensjoner, helse og omsorg opp. Dette må i stor grad møtes med å gjøre de aktuelle velferdsordningene mer robuste overfor økende levealder, slik siktemålet også er med den norske pensjonsreformen. I den fasen norsk økonomi nå er inne i, trekker både den sterke veksten i aldersrelaterte utgifter og usikkerheten om fondsavkastning og oljepriser i retning av å være forsiktig med å øke bruken av oljeinntekter nå. Særlig må en være forsiktig med å øke bruken av oljepenger til utbygging av andre velferdsordninger i perioden før den sterke veksten i aldersrelaterte utgifter setter inn for alvor. Gjør man det, øker også det langsiktige inndekningsbehovet. Dermed kan det bli nødvendig å foreta tilsvarende kutt i andre ordninger eller reversere de nye velferdsreformene på et senere tidspunkt.

I vurderingen av i hvilken grad en bør spare på forhånd for å møte veksten i aldersrelaterte utgifter, må de retningslinjer en velger å følge, også være politisk robuste. Det innebærer at retningslinjene må være relativt enkle å begrunne og praktisere, og de må framstå som fornuftige både på kort og lang sikt. Handlingsregelen innebærer at det bare er realavkastningen som over tid brukes. Man finner ikke eksempler på andre land som har satt til side sine naturressursinntekter og nøy-

seg med bare å bruke avkastningen av den finansielle formuen som da bygger seg opp. I et slikt perspektiv framstår de norske retningslinjene som en forholdsvis forsiktig – men også ambisiøs – forvaltning av naturressursrikdom. De kan ses på som resultat av en pragmatisk avveining av hensynet til å unngå ustabilitet på kort sikt og hensynet til langsiktig bærekraft i statsfinansene. Samtidig er handlingsregelen basert på et intuitivt og forholdsvis enkelt prinsipp.

På den annen side gir det lite mening først planmessig å øke bruken av oljeinntekter relativt til verdiskapingen i økonomien, for om få år like planmessig å måtte redusere den igjen. Slik tallene nå står, blir dette resultatet dersom 4-prosentbanen følges mekanisk i årene framover, jf. figur 1.5. Oppdaterte anslag tyder på at 4-prosentbanen i referansealternativet allerede kan ha nådd toppen, og at den fra rundt 2030 vil peke nedover, jf. den stiplede svarte linjen. Å la bruken av oljeinntekter gå raskt opp til 4-prosentbanen, vil gi et ustabil økonomisk forløp og en ujevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet og i skattene. Gitt nåværende anslag vil da en periode med økt bruk av oljeinntekter snart bli avløst av mange år med en gradvis, men vedvarende reduksjon av bruken av oljepenger sett i forhold til størrelsen på fastlandsøkonomien. Det gjenværende rommet for økt bruk av oljeinntekter vil da være brukt opp lenge før veksten i utgifter til pensjoner, helse og omsorg tar til for alvor, jf. demografiforløpet i figuren som viser konsekvensene for det strukturelle, oljekorrigerede under-skuddet av en videreføring av dagens velferdsordninger. Å skjære gjennom den midlertidige toppen i 4-prosentbanen framstår som en mer stabilitetsorientert bane for finanspolitikken. Selv om dette kan gi et ganske langvarig avvik fra 4-prosentbanen, gir det grunnlag for en jevnere utvikling i velferdsordninger og skatter. En mer forsiktig innfasing nå innebærer at man ikke trenger å stramme fullt så kraftig til i finanspolitikken når utgiftene til pensjoner, helse og omsorg for alvor skyter fart.

Bildet så ganske annerledes ut da handlingsregelen ble innført i 2001. Den utviklingen en da så for seg i pensjonsfondet, ville gi en gradvis økning i bruken av oljeinntekter i hele perioden fram til 2050, jf. den grønne linjen i figuren. Hovedforklaringen på at bildet har endret seg så markert, er sterkere vekst i verdiskapingen og i fondet enn lagt til grunn i 2001. Årsaken er dels at produktivitetsveksten er justert opp, dels at sysselsettingen har økt mer enn antatt i 2001. Oppgangen i sysselsettingen er blitt understøttet



Figur 1.5 Strukturelt, oljekorrigert underskudd, demografiforløp og forventet fondsavkastning. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Finansdepartementet og egne beregninger.

av stor arbeidsinnvandring som også har bidratt til høy befolkningsvekst. I tillegg ble prisveksten fram mot 2020, målt ved deflatoren for fastlands-BNP, anslått relativt lavt i 2001. Innvandring antas å gi et grunnlag for økt vekst i sysselsetting og verdiskaping i mange år framover, men særlig de nærmeste 15 årene.

Det er ikke opplagt at trendmessig høyere økonomisk vekst bør føre til økt sparing i dag for å opprettholde fondets andel av finansieringen av offentlige velferdsordninger, særlig ikke hvis veksten har sin bakgrunn i økt produktivitetsvekst i fastlandsnæringene. Samtidig som høyere produktivitet isolert sett reduserer fondet og realavkastningen som andel av fastlands-BNP, trekkes også offentlige utgifter ned som andel av verdiskapingen, slik at inndekningsbehovet i offentlige finanser blir lite endret. Produktivitetsvekst gjør dessuten framtidige generasjoner rikere. De fordelingshensynene som ligger til grunn for progressiviteten i skattesystemet, kan også tilsi progressivitet i beskatningen mellom generasjoner. Hensynet til at skattesatser og offentlige ytelser bør svinge minst mulig over tid, taler imidlertid for å unngå et markert pukkelforløp på bruken av oljeinntekter.

Oppjusteringen av 4-prosentbanen gjennom de siste årene har også sammenheng med høy avkastning i fondet, særlig sammenliknet med

utviklingen under finanskrisen i 2008. Videre har høy oljepris bidratt til et betydelig påfyll av kapital i fondet. Anslaget for utviklingen framover er ikke basert på videreføring av en så høy avkastning eller en så høy oljepris som vi har hatt de siste årene. Men utviklingen kan også bli svakere enn i dette referanseforløpet, og figuren gir flere eksempler på dette. Den blå linjen viser et alternativ der oljeprisen er 100 kroner lavere per fat, tilsvarende en langsiktig pris på om lag 57 dollar fatet. Nedgangen i 4 prosentbanen kommer da raskere og blir brattere enn i referanseforløpet.

En strategi der vi skjærer gjennom midlertidige topper, vil også gjøre oss mindre sårbare for fall i internasjonale finansmarkeder. Erfaringene viser at vi må regne med slike fall fra tid til annen. I avsnitt 1.9 argumenteres det for at vi må vente en lavere fondsavkastning enn 4 pst. de nærmeste 15 årene. På samme måte som lavere oljepris bidrar dette til at nedgangen i 4-prosentbanen kommer raskere og blir brattere, jf. den oransje stiplede linjen i figuren.

Handlingsregelen er konstruert for å bidra til en jevn og opprettholdbar bruk av oljeinntektene, for å unngå brå og unødige næringsomstillinger og for å få en jevn utvikling i offentlige tjenester. Langs alle disse tre dimensjonene er det hensyn som taler for å skjære gjennom den midlertidige

toppen i 4-prosentbanen og begrense økningen i bruken av oljeinntekter de nærmeste årene:

- Å følge 4-prosentbanen mekanisk, slik denne banen nå anslås, gir ikke en jevn bruk av oljeinntekter. Dette blir enda mer markert med lav oljepris eller en periode med lav avkastning av fondet. Et slikt forløp for bruken av oljepenger vil dessuten innebære at rommet for økt innfasing er brukt opp lenge før økningen i aldersrelaterte utgifter til pensjoner, helse og omsorg for alvor slår ut i offentlige finanser.
- En rask opptrapping av bruken av oljeinntekter nå, kan også gi unødige næringsomstillinger. Aldringen av befolkningen tilsier stigende aktivitet i helse- og omsorgssektoren over tid, mens økt bruk av oljepenger de nærmeste årene trolig vil gå til mange andre formål enn dette. Hensynet til å unngå unødige næringsomstillinger taler for ikke å øke bruken av oljeinntekter til andre formål i perioden før økningen i utgiftene til pensjoner, helse og omsorg tar til. Det kreves både tid og ressurser å flytte arbeidere og kapital mellom sektorer.
- En jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet krever at vi bygger ut helse- og omsorgstjenestene når det blir flere eldre. Selv med effektivisering på andre områder, vil en slik utbygging trolig måtte gå på bekostning av andre offentlige oppgaver eller (del)finansieres gjennom høyere skatter og avgifter. Jo høyere bruken av oljepenger da er kommet, desto sterkere blir de nødvendige innstrammingerne.

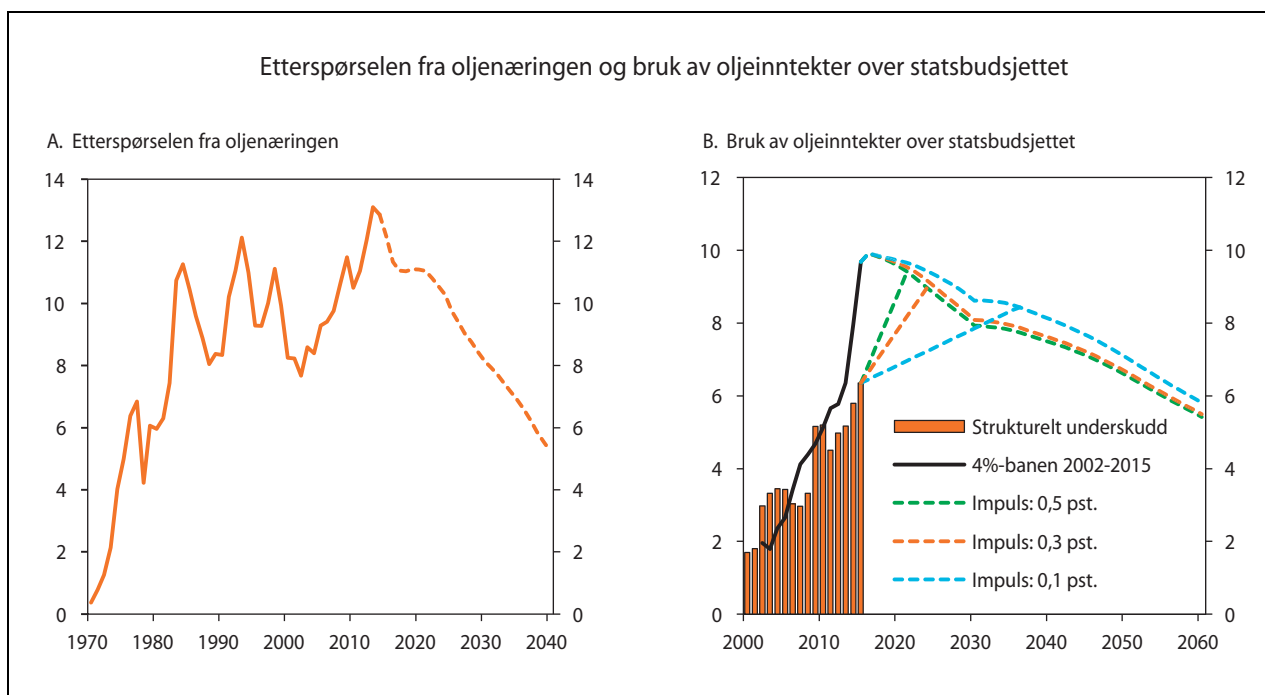
1.8 utfordringer for norsk økonomi på kort og mellomlang sikt (kap. 8)

De siste ti årene har flere forhold bidratt til å heve veksten i fastlandsøkonomien. Prisene på olje og annen eksport har gitt oss høye inntekter, mens importprisene har vært lave. Økt aktivitet på norsk sokkel har gitt sterke impulser inn i fastlandsøkonomien. I husholdningene har det vært en lånebølge understøttet av lave renter, samtidig som boligprisene har økt raskt. Etterspørselen i økonomien er også trukket opp av stigende bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet, samt rask gjeldsvekst i kommunene. Høy arbeidsinnvandring har styrket vår evne til å produsere, og bidratt til at vi har kunnet møte høyere etterspørsel etter varer og tjenester fra det offentlige og andre skjermede sektorer. Vi kan ikke forvente at norsk økonomi får samme drahjelp i årene som kommer.

Vi vet lite nå om hvilke økonomiske forstyrrelser norsk økonomi kan møte i framtiden. Mange forhold bestemmer økonomiens evne til å håndtere nødvendige omstillinger og uventede sjokk. Velfungerende markeder for arbeid, produkter, kreditt og kapital legger til rette for omstillinger og er viktige støtdempere ved midlertidige endringer i etterspørselen. En stabiliseringsrettet pengepolitikk og flytende kronkurs kan lette tilpasningene i økonomien. Det er også viktig med solide banker, gode reguleringer og et godt tilsyn i finansmarkedene. Erfaringene fra Norge og andre land de siste årene viser at også finanspolitikken kan spille en sentral rolle, både i forkant og i etterkant av markerte omslag i økonomien. Særlig kan dette gjelde i en situasjon med begrenset handlingsrom i pengepolitikken. I et slikt perspektiv er praktiseringen av handlingsregelen viktig.

Norsk økonomi ser nå ut til å være på vei over i en mellomperiode der etterspørselen fra norsk sokkel målt som andel av BNP for Fastlands-Norge går ned, jf. figur 1.6A, mens handlingsregelen gir rom for å øke bruken av oljeinntekter i ytterligere noen år. Fram mot 2020 dempes nedgangen i oljeaktiviteten av den planlagte utbyggingen av Johan Sverdrup-feltet. Lavere aktivitet på norsk sokkel vil kreve omstillinger i fastlandsøkonomien siden norsk næringsliv må vende seg mot nye markeder. Det kan gi forbigående høyere ledighet som følge av at det kan ta litt tid å finne sysselsetting i nye bransje og bedrifter. Den økonomiske politikken må støtte opp om nødvendige omstillinger. Pengepolitikken er den første forsvarslinjen ved et tilbakeslag i konjunktorene. Lavere rente vil isolert sett gi en svakere krone, som vil medvirke til de nødvendige omstillingene. Finanspolitikken må tilpasses konjunktorene, men er ikke svaret når hovedutfordringen er å styrke konkurranseutsatt sektor, og særlig ikke så lenge det fortsatt er handlefrihet i pengepolitikken.

Omstillinger som følge av lavere etterspørsel fra norsk sokkel vil bli mer krevende hvis det skjer i en periode med innstramminger i finanspolitikken fordi også bruken av oljeinntekter avtar som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Et slikt sammenfall av negative impulser fra finanspolitikken og redusert aktivitet på norsk sokkel kan inntreffe utover på 2020-tallet dersom en på kort sikt får en rask innfasing av oljeinntektene, f.eks. i et forsøk på å holde arbeidsledigheten svært lav gjennom en omstillingsperiode. Ved å strekke innfasingen ut i tid blir den forventede banen for bruk av oljeinntekter framover jevnere og bedre tilpasset utviklingen i økonomien, jf.



Figur 1.6 Etterspørsel fra oljenæringen og bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet. Prosent av BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Finansdepartementet (Revidert nasjonalbudsjett 2015) og egne beregninger.

figur 1.6B. Det kan lette en gradvis omstilling til annen eksportrettet virksomhet. På den måten kan vi unngå unødige store omstillinger i norsk økonomi på et senere tidspunkt.

Utviklingstrekkene omtalt ovenfor har de siste årene bidratt til å løfte statens inntekter fra skatter og avgifter. Når de langsiktige bølgene som har løftet norsk økonomi trekker seg tilbake, kan vi risikere at anslagene for den underliggende veksten i statens inntekter fra skatter og avgifter må justeres ned, jf. drøftingen i avsnitt 1.6. Dersom omslaget kommer brått, vil vurderingen av den underliggende bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle budsjettunderskuddet, trolig måtte oppjusteres, slik vi har sett i flere OECD-land de siste årene. Dette bør det tas høyde for i planleggingen av finanspolitikken.

Hvis bruken av oljepenger legges klart under den anslåtte banen for forventet realavkastning av pensjonsfondet, reduserer vi faren for at finanspolitikken forsterker svingningene i norsk økonomi. Også faren for å tære på hovedstolen i pensjonsfondet i årene framover blir mindre. Handlingsrom i finanspolitikken kan også komme godt med i en situasjon der pengepolitikken begrenses av null som nominelt gulv for styringsrenten. Det illustreres av utfordringene som USA og eurolandene har slitt med de siste

årene, hvor styringsrenten har vært null lenge og en har måttet ty til ukonvensjonelle tiltak i pengepolitikken.

Kapittel 8 går nærmere inn på utfordringer for norsk økonomi på kort og mellomlang sikt.

1.9 Forventet avkastning og risiko i Statens pensjonsfond utland (kap. 9)

Utvalget er bedt om å vurdere praktiseringen av retningslinjene for bruken av oljeinntekter bl.a. i lys av utfordringen knyttet til lavere avkastning på kapital i de nærmeste årene. En slik vurdering, som er tema for kapittel 9, er en viktig del av grunnlaget for å kunne drøfte hvordan handlingsregelen bør praktiseres i årene framover.

Siden januar 1997 og fram til utgangen av mars 2015 har den årlige gjennomsnittlige realavkastningen av SPU vært 4,2 pst. Det er noe over den langsiktige forventningen. Samtidig har variasjonene vært store, og den realiserte realavkastningen har vært både betydelige høyere og lavere enn 4 pst. i lengre perioder. Også erfaringer fra det globale aksje- og obligasjonsmarkedet gjennom over 100 år viser at avkastningen kan svinge en god del. Analysene av forventet avkastning og risiko ved bruk av modellbaserte simuleringer

viser et standardavvik på 2,5 prosentenheter rundt forventningen på 4 pst.

Fondets størrelse og betydning som finansieringskilde for offentlige budsjetter innebærer at endrede antakelser om forventet avkastning eller svingninger i fondsverdien vil kunne gi betydelige utslag, både sammenliknet med størrelsen på statens øvrige inntekter og norsk økonomi, og særlig sett i forhold til den underliggende veksten i fastlandsøkonomien fra ett år til det neste. Dersom en legger til grunn de største prosentvise årlige utslagene i avkastningen målt i fondets valutakurv som en så langt har erfart, tilsvarer dette med dagens fondsverdi et verdifall på nærmere 1 500 mrd. kroner (2008) eller en verdiøkning på vel 1 600 mrd. kroner (2009). Med et uttak fra fondet på 4 pst. tilsvarer dette henholdsvis en nedgang på 60 mrd. kroner og en oppgang på 66 mrd. kroner, dvs. pluss/minus 2 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge. Slike store endringer i bruken av oljeinntekter fra ett år til det neste er ikke forenlig med hensynet til en stabil økonomisk utvikling og en jevn og gradvis innfasing av oljeinntekter i økonomien. De må derfor spres ut over flere år, slik det også ble lagt opp til i St.meld. nr. 29 (2000–2001). Konsekvensene av slike store endringer i fondskapitalen er nærmere drøftet i avsnitt 1.6 om erfaringer med handlingsregelen så langt og avsnitt 1.10 om fordeler og ulemper ved ulike tilleggsregler til handlingsregelen.

I lys av at tilførselene til fondet forventes å avta som andel av fondskapitalen, kan endringene i fondsverdien framover bli dominert av endringer i avkastning og i kronkursen. I motsetning til endringer i avkastningen av investeringene målt i fondets valutakurv, påvirker ikke endringer i kronkursen den internasjonale kjøpekraften av fondet. Forhold som kan ha betydning for langsiktig forventet avkastning og risiko blir dermed særlig viktige, herunder global produktivitet, internasjonale økonomiske rammebetingelser, global demografi, miljø- og klimaendringer, ressurstilgang og geopolitisk utvikling.

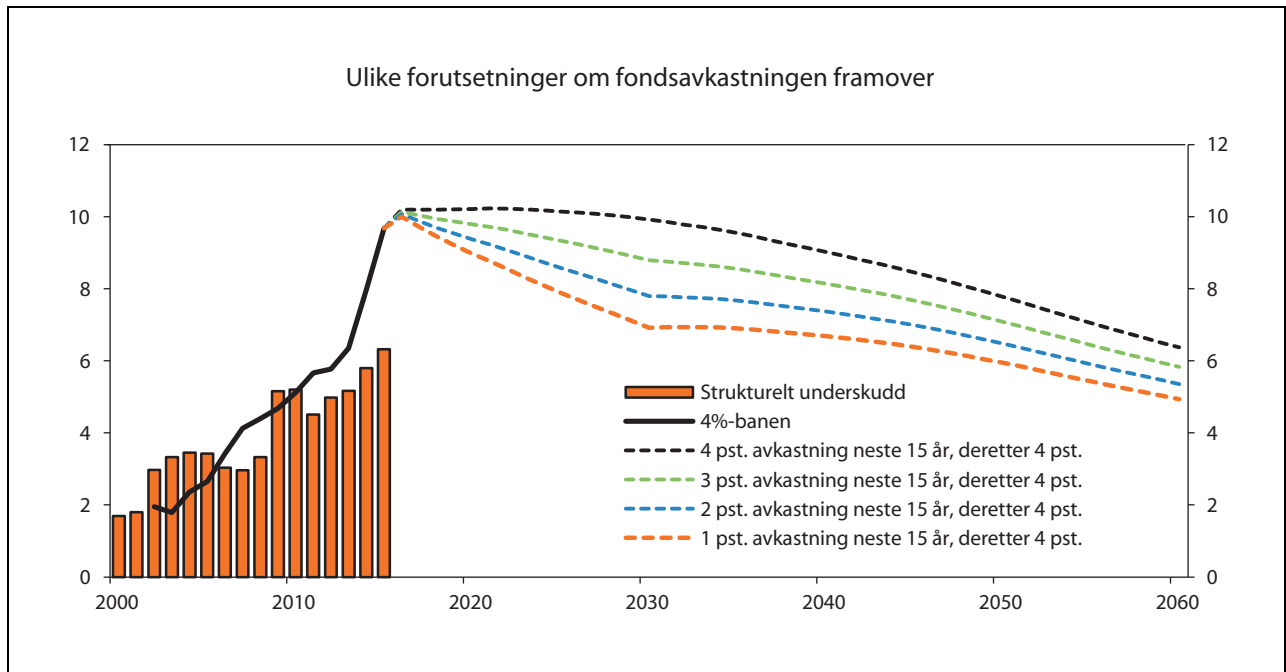
Et spørsmål er om finanskrisen i 2008 kan påvirke framtidig forventet avkastning. Utvalget er ikke kjent med at det foreligger entydige og allment anerkjente forskningsresultater som tilsier en betydelig revurdering av forventet langsiktig realavkastning og risiko utelukkende som følge av finanskrisen. For utsiktene på mellomlang sikt – de nærmeste 10–15 årene – kan det stille seg annerledes. Dagens realrenter er svært lave, også sett i historisk sammenheng. Dette skyldes dels de økonomiske ettervirkningene av finanskrisen og dels sentralbankenes forsøk på å

stimulere til økonomisk vekst ved tiltak for å presse rentene ned. Lave realrenter trekker isolert sett i retning av at forventet realavkastning på statsobligasjoner kan bli lavere på 10–15 års sikt enn det anslaget på 2,5 pst. som har vært lagt til grunn i de langsiktige analysene av forventet avkastning og risiko. Utvalget mener at dagens markedsrenter kan indikere at rentenivået for obligasjoner i alle fall ligger 2 prosentenheter under et langsiktig normalnivå.

Det er imidlertid mer uklart om lave renter også betyr lav realavkastning på aksjer framover. En gjennomgang av sammenhengen mellom ulike verdsettingsindikatorer indikerer en alt i alt moderat prising av selskapenes overskudd, tross svært lave renter. En videreføring av dagens direkteavkastning (utbytte) og trendvekst i selskapenes overskudd trekker i retning av en realavkastning på aksjer på 5–6 pst. framover. Forhold som trekker i motsatt retning, er at høy vekst i selskapenes overskudd reflekterer at lønnstakernes andel av BNP har falt og at investeringene har vært lave. Dette har bidratt til høy realavkastning på aksjer de siste 30 årene, men det er usikkert om en kan vente tilsvarende bidrag til realavkastningen framover.

I kapittel 9 har utvalget pekt på to mulige forløp for utviklingen i fondsavkastningen. I begge forløpene er realavkastningen på obligasjonsporteføljen 2 prosentenheter lavere enn den langsiktige forventningen i 15 år framover. I det ene forløpet er aksje- og eiendomspremiene holdt uendret, dvs. en meravkastning i forhold til obligasjoner på henholdsvis 2½ og 1 prosentenheter. Da vil realavkastningen av fondet bli trukket ned med 2 prosentenheter til 2 pst. i 15 år framover. I det andre forløpet er realavkastningen på aksjer og eiendom uendret fra de langsiktige forutsetningene. Da vil realavkastningen av fondet bli trukket ned mot 3 pst. i 15 år framover. I begge forløpene legges det til grunn at realavkastningen av fondet ligger på 4 pst. per år etter utløpet av 15-årsperioden. Med utgangspunkt i 2014 er det dermed anslått en langsiktig realavkastning som er noe lavere enn 4 pst. Perioden med lavere fondsavkastning trekker det langsiktige anslaget noe ned, selv om det etter de første 15 årene er lagt til grunn en realavkastning på 4 pst.

Figur 1.7 viser utviklingen i avkastningen fra fondet som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien dersom en legger til grunn disse to forløpene og sammenlikner dem med et forløp hvor realavkastningen er på 4 pst. i alle år framover. I tillegg er det illustrert et forløp med betydelige svakere avkastning enn disse to forløpene, her antatt å være 1 pst. 15 år fram i tid.



Figur 1.7 Strukturelt, oljekorrigert budsjettunderskudd (bruk av oljeinntekter) og ulike forutsetninger om fondsavkastningen framover.¹ Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

¹ Fondskapitalen er framskrevet med realavkastningsrater på henholdsvis 4 pst., 3 pst., 2 pst. og 1 pst. de første 15 årene. Etter 15 år er fondsavkastningen i alle forløpene 4 pst. per år. I alle forløpene er det rent teknisk forutsatt at uttaket fra fondet fra og med 2016 svarer til 4 pst. av fondskapitalen ved inngangen til budsjettåret.

Kilder: Finansdepartementet og egne beregninger.

I alle de tre alternativforløpene er det antatt at uttaket fra fondet – dvs. overføringen til statsbudsjettet – er på 4 pst. av kapitalen ved inngangen til det enkelte budsjettår. Figuren illustrerer at banen for fondsavkastningen faller vesentlig raskere om en de nærmeste 10–15 årene skulle få en svakere realavkastning av fondet enn 4 pst. Som følge av at det beregningsteknisk er forutsatt at realavkastningen aldri vil overstige 4 pst., vil disse banene ikke komme opp til referansebanen igjen, der realavkastningen er forutsatt å være 4 pst. til enhver tid.

Utvalget vil peke på at vi bør være forberedt på en periode med forholdsvis lav avkastning, særlig på obligasjonsporteføljen.

1.10 Sentrale hensyn i finanspolitikken og vurdering av mulige tilleggsregler til handlingsregelen (kap. 10)

I gjennomgangen ovenfor har utvalget drøftet hensyn som har blitt tillagt stor vekt ved praktiseringen av handlingsregelen og som bør tillegges stor vekt også i framtiden. Utvalget er bedt om å vurdere om det er behov for å supplere retningslinjene for finanspolitikken med tilleggsregler for

å ivareta disse hensynene i en situasjon med stor avstand til 4-prosentbanen og muligheter for betydelige endringer i nivået på banen fra et år til det neste. Dette er tema for kapittel 10, som drøfter sentrale hensyn i finanspolitikken og vurderer mulige tilleggsregler til handlingsregelen.

Sentrale hensyn i finanspolitikken

Etter utvalgets vurdering bør de hensynene som ble trukket fram da handlingsregelen ble innført i 2001, fortsatt ivaretas ved utforming av finanspolitikken. Hensynet til en stabil utvikling i økonomien tilsier en jevn innfasing og opprettholdbar bruk av oljeinntektene over tid, samtidig som det tas hensyn til konkurranseutsatt sektor og til betydningen av å unngå unødige brå omstillinger i norsk økonomi. Hensynet til en jevn utvikling i tjenestetilbudet og i skatte- og avgiftsnivået tilsier isolert sett stor tilbakeholdenhet i bruken av oljeinntekter i perioden fram til utgiftene til en aldrende befolkning for alvor starter å øke. Hensynet til at framtidige generasjoner også skal kunne få glede av oljeformuen, ivaretas ved å bruke forventet realavkastning av de oljeinntektene som allerede er plassert i fondet, men la hovedstolen stå. Hensynet til arbeidet med bud-

sjettet og til at en finanspolitisk regel skal ha legitimitet og være lett å kommunisere, tilsier at en regel må være forholdsvis enkel. Samtidig må en finanspolitisk regel ta hensyn til den usikkerheten som alltid vil være til stede, både om størrelsen på framtidige oljeinntekter, om den underliggende balansen i statsbudsjettet og om avkastningen av pensjonsfondet.

Slik handlingsregelen har vært praktisert til nå, har en langt på vei klart å ivareta hensynene som ble identifisert i 2001. Det har sammenheng med at en ikke mekanisk har fulgt 4-prosentbanen, men praktisert handlingsregelen fleksibelt og glattet bruken ved store endringer i fondskapitalen eller i faktorer som påvirker det strukturelle underskuddet. Denne fleksibiliteten har vært en styrke ved regelen. Samtidig har en også blitt hjulpet av at fondet har vokst raskere enn forutsatt.

Handlingsregelen har bidratt til å gi finanspolitikken en forankring på kort og mellomlang sikt. Det har vært særlig tydelig i perioder med liten avstand til 4-prosentbanen eller når bruken av oljeinntekter har ligget over den forventede fondsavkastningen. Bruken av oljeinntekter ligger nå godt under 4-prosentbanen, etter svært sterk vekst i fondets verdi i norske kroner de siste par årene. I denne situasjonen fungerer den anslåtte 4-prosentbanen i mindre grad som en operativ rettesnor for finanspolitikken på kort og mellomlang sikt. Pensjonsfondet er stort, og vi må regne med at 4-prosentbanen kan svinge mye i forhold til størrelsen på statens utgifter og verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Slike svingninger vil til tider kunne redusere avstanden til 4-prosentbanen, men kan også øke den, slik vi har sett de siste par årene.

Det er en særlig utfordring at nærmere halvparten av den sterke økningen i fondskapitalen de siste to årene skyldes en svakere krone. Endringer i verdien av den norske kronen påvirker ikke fondets kjøpekraft i utlandet. Norge som nasjon blir dermed verken rikere eller fattigere av at kronen endres i verdi, selv om virkningen for ulike grupper og sektorer kan være ulik. Den videre utviklingen i kronekursen er usikker. En styrking kan ikke utelukkes. Dessuten vil trolig deler av svekkelsen av kronekursen bli veltet over i priser og lønninger, noe som vil trekke ned fondets verdi målt som andel av verdiskapingen i økonomien.

Slik situasjonen nå ser ut, bør bruken av oljeinntekter etter utvalgets vurdering ligge under 4-prosentbanen i mange år framover. En rask tilbakevending til denne banen, slik den nå anslås, ville ikke støttet opp under en stabil og balansert

utvikling i norsk økonomi. Videre er det flere hensyn som trekker i retning av at en bør gå mer gradvis fram i innfasingen av oljeinntektene enn i perioden fra 2001 og fram til i dag. Kostnadene ved en aldrende befolkning anslås å tilta for alvor først om rundt 15 år, lenge etter at 4-prosentbanen ventes å ha passert toppen. Forløpet for 4-prosentbanen har endret seg markert siden 2001, og anslås nå etter hvert å avta som andel av verdiskapingen i økonomien. Hensynet til en jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet og i skattenivået tilsier derfor stor tilbakeholdenhet i innfasingen av oljeinntekter det neste tiåret. Dersom bruken av oljeinntekter trappes raskt opp til 4-prosentbanen, vil bruken av oljeinntekter nå toppen lenge før utgiftene knyttet til aldringen av befolkningen for alvor starter å øke. Det vil bli krevende. Utsikter til avtakende etterspørselsimpulser fra norsk sokkel tilsier også at vi vil ha større glede av å strekke innfasingen ut i tid. En forsiktig innfasing gir i tillegg en sikkerhetsmargin i forhold til usikkerhet om avkastningen av pensjonsfondet, om framtidige oljeinntekter og om den videre utviklingen i norsk økonomi. At det er lettere å øke bruken av oljepenger enn å redusere den, trekker i samme retning. Ved å gå gradvis fram reduseres også risikoen for feil i den økonomiske politikken.

I en situasjon med stor avstand til 4-prosentbanen bør finanspolitikken gis en forankring på kort og mellomlang sikt som ivaretar de grunnleggende hensynene som er drøftet ovenfor, i tillegg til den langsiktige forankringen som ligger i 4-prosentbanen. En slik forankring kan utformes på ulike måter. Utvalget har i samsvar med mandatet vurdert om en tilleggsregel til dagens retningslinjer kan være til hjelp i en situasjon der avstanden til 4-prosentbanen er stor. Et sentralt spørsmål er da om en tilleggsregel vil kunne bidra til at de grunnleggende hensyn som finanspolitikken bør ivareta, blir bedre ivaretatt.

Vurdering av alternative tilleggsregler til handlingsregelen

Utvalget har vurdert seks mulige utforminger av slike tilleggsregler;

- i. å glatte innfasingen kombinert med retningslinjer om maksimal budsjettimpuls i en normal konjunktursituasjon,
- ii. å holde bruken av oljeinntekter uendret på dagens nivå målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien,
- iii. å la bruken av oljeinntekter følge økningen i demografikostnadene,

- iv. å redusere uttaket fra fondet de nærmeste 15–20 årene for eksempel til 3 pst. av fondskapitalen,
- v. å glatte beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen, og
- vi. å knytte bruken av oljeinntekter til bokførte inntekter i fondet.

Fordeler og ulemper ved disse mulige tilleggsreglene er drøftet under alternative forutsetninger om den økonomiske utviklingen framover.

Som et utgangspunkt har utvalget stilt opp fem kriterier som de ulike alternativene vurderes opp mot. Kriteriene er begrunnet i de hensyn utvalget har lagt vekt på i avsnittene 1.3-1.9. Hensikten med en eventuell tilleggsregel til handlingsregelen må være å ivareta hensynet til en gradvis og opprettholdbar innfasing av oljeinntekter i årene framover, slik at en reduserer faren for at bruken av oljepenger først trappes markert opp, for så å måtte reduseres kraftig igjen i løpet av få år. Sett opp mot dagens anslag kan en slik utjevning beskrives som å «skjære gjennom toppen på 4-prosentbanen». En tilleggsregel må også bidra til at store svingninger i fondskapitalen ikke skal slå for mye ut i bruken av oljeinntekter på kort sikt, dvs. «redusere kortsiktig volatilitet». Videre bør den være robust overfor særlig negative utfall for sentrale størrelser som fondsavkastning og oljepris. Samtidig må det tas hensyn til at en tilleggsregel ikke skal erstatte handlingsregelen, men være et supplement. Hvor godt ulike tilleggsregler samsvarer med de nåværende retningslinjene for finanspolitikken, må derfor tillegges vekt. Det må også legges vekt på at en eventuell tilleggsregel må være enkel, lett å kommunisere og etterprøvbart.

Å *glatte innfasingen* vil på mange vis være en formalisering av hvordan fleksibiliteten i handlingsregelen så langt er blitt anvendt ved avvik fra 4-prosentbanen. En slik tilleggsregel vil kunne forankre og understøtte en politikk som demper konsekvensene av kortsiktig volatilitet i fondskapitalen. Slik utsiktene framover nå ser ut, vil bruken av oljeinntekter også kunne skjære gjennom toppen på 4-prosentbanen forutsatt at glattingen er tilstrekkelig sterk. Bruken av oljeinntekter ligger nå langt under 4-prosentbanen. I denne situasjonen vil en tilleggsregel om å glatte innfasingen innebære at man gir retningslinjer om maksimal budsjettimpuls i en normal konjunktursituasjon, for eksempel at budsjettets ekspansive impuls normalt ikke bør overstige 0,1-0,2 prosentenhet av BNP for Fastlands-Norge. En slik tilleggsregel vil være forholdsvis robust overfor særlig negative

utfall, men det forutsetter muligens at den maksimale impulsen er enda noe lavere. Å glatte innfasingen bygger tydelig på dagens retningslinje.

En tilleggsregel om å glatte innfasingen vil kreve et betydelig innslag av skjønn når man fastsetter hvor mye det skal gattes. Utformingen av nærmere retningslinjer for skjønnsutøvelsen vil bl.a. avhenge av om bruken av oljeinntekter ligger over eller under 4-prosentbanen og av utsiktene for finansieringsbidraget fra fondet i årene framover. En strategi med sterk grad av glatting er særlig relevant når bruken av oljeinntekter ligger under 4-prosentbanen, samtidig som det er utsikter til at uttaket fra pensjonsfondet vil måtte avta på noe lenger sikt, målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Kapitalen i pensjonsfondet kan imidlertid også bli større enn det som legges til grunn i de forløpene utvalget har vurdert. Med en forsiktig innfasing av oljeinntekter vil da avstanden til 4-prosentbanen kunne øke ytterligere i årene framover. Det illustrerer at en mekanisk bruk av en glattingsregel ikke alene er nok.

En ulempe ved en tilleggsregel om å glatte innfasingen er at beregninger av strukturelle budsjettunderskudd, og dermed den finanspolitiske impulsen, er gjenstand for betydelige revisjoner. Revisjoner i den finanspolitiske impulsen på noen tiendedeler er snarere regelen enn unntaket, og ved markert omslag i økonomien viser erfaringer at revisjonene i nivået på det strukturelle underskuddet kan komme opp i 1-2 pst. av BNP for Fastlands-Norge. Dette kan gjøre det vanskelig å anvende en regel som presist tallfester at innfasingen ikke skal være større enn 0,1-0,2 pst. av BNP for Fastlands-Norge.

Å *holde bruken av oljeinntekter uendret på dagens nivå*, målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, til en er tilbake på 4-prosentbanen kan ses på som en variant av å glatte innfasingen. Begrensning på den maksimale budsjettimpulsen i en normal konjunktursituasjon settes da til null. En slik tilleggsregel kan begrunnes med at bruken av oljeinntekter allerede er kommet opp på et høyt nivå, at det er usikkerhet om potensialet for videre økning og at bruken av oljeinntekter etter hvert skal ned under dagens nivå.

På den annen side kan en slik tilleggsregel innebære at avstanden til 4-prosentbanen vil øke gjennom en lang periode. Regelen vil dermed kunne framstå som lite relevant dersom fondet skulle bli klart større i årene framover enn det som nå anslås. At regelen heller ikke gir noe svar på når en større fondsavkastning skal brukes over offentlige budsjetter, annet enn svært langt fram i tid, gjør den trolig mindre nyttig i den politiske

debatten. På den annen side vil en slik strategi være meget robust overfor en svakere utvikling i oljeprisen og i fondsavkastningen. Svingninger i fondskapitalen vil med denne tilleggsregelen ikke få noen konsekvenser for bruken av oljeinntekter før en er tilbake på 4-prosentbanen.

Å styre finanspolitikken etter en tilleggsregel om å holde bruken av oljeinntekter konstant som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, vil på sett og vis innebære at man vender tilbake til et regime som gjaldt før handlingsregelen ble innført i 2001. Den gang ble finanspolitikken styrt etter den såkalte olje-, aktivitets- og rentekorrigerte budsjettimpulsen. Det kan stilles spørsmål ved om en slik strategi vil være politisk robust dersom oljeprisen eller fondskapitalen skulle øke markert. Noe av grunnen til at handlingsregelen ble etablert, var nettopp at man manglet et godt svar på hvordan høyere oljeinntekter og økte fondsavsetninger skulle slå ut i budsjettpolitikken. Både blant de politiske partiene, i de økonomiske fagmiljøene og i opinion økte etter hvert oppslutningen om at i hvert fall noe av de økte inntektene burde kunne brukes.

Å la bruken av oljeinntekter øke i takt med demografikostnadene betyr at økte utgifter til pensjoner, helse og omsorg som følge av aldring av befolkningen dekkes opp ved økt bruk av oljeinntekter. Demografiforløpet innebærer en mer forsiktig økning i bruk av oljeinntekter i årene framover enn i den perioden vi har bak oss. En slik strategi vil derfor gi større fondsavsetninger og dermed et større fond i mange år framover. En slik strategi kan likevel bare følges så lenge bruken av oljeinntekter ligger under 4-prosentbanen. Det vil således være en begrenset periode oljeinntektene vil kunne være til hjelp for å møte konsekvensene av aldringsutfordringene for de offentlige budsjettene, siden økningen i forventet levealder er anslått å fortsette også utover horisonten for framskrivningene i denne rapporten. Dess lavere fondsavkastningen og oljeprisen blir i årene framover, jo kortere blir denne perioden. Hoveddelen av de utfordringene som aldringen av befolkningen medfører for offentlige finanser, vil dermed måtte håndteres på andre måter enn ved å sette til side oljeinntekter.

En tilleggsregel om å la bruken av oljeinntekter følge demografikostnadene vil innebære en eksplisitt og regelfestet ordning for å løse en større del av utfordringene med en aldrende befolkning gjennom høy sparing i dag. Som i 2001, kan det fortsatt argumenteres for at disse utfordringene primært bør løses ved å gjøre velferdsordningene mer bærekraftige overfor økende

levealder og en høyere andel eldre i befolkningen. Det var en slik argumentasjon som ledet til at pensjonsreformen ble mulig å gjennomføre. Denne reformen introduserte nettopp en ordning som gjør at tiden man tilbringer i arbeidslivet må øke etter hvert som levealderen øker – ellers reduseres den årlige pensjonen. Det kan nok likevel være vanskeligere å få til tilsvarende reformer for å møte økningen i helse- og omsorgsutgiftene.

Som en operativ regel for finanspolitikken er det ikke lett å styre etter demografikostnader. Usikkerheten i anslagene er betydelig. Disse utgiftene påvirkes for eksempel av hvor mange som velger å ta ut alderpensjon, en størrelse som er blitt vesentlig mer usikker etter at det er blitt mulig å ta ut pensjon og samtidig fortsette å jobbe. Demografikostnadene vil også kunne bli endret dersom det gjøres nye vedtak som endrer dekningsgrader og standarder. En automatikk i at alle framtidige utvidelser av velferdsordninger rettet mot de eldre aldersgruppene skal dekkes med økt bruk av oljeinntekter, vil selvsagt ikke være noen robust ordning. Demografiforløpet må således korrigeres for virkningen av reformer og adferdsendringer.

Til tross for disse innvendingene mot å gjøre demografiforløpet til en regel, illustrerer det et viktig hensyn som bør gis vesentlig vekt i finanspolitikken. Det er lite hensiktsmessig først å øke bruken av oljeinntekter markert de nærmeste årene, for etterpå å måtte redusere den igjen som andel av verdiskapingen, samtidig som demografikostnadene øker.

Å redusere fondsuttaket vil gjøre innfasingen av oljeinntekter mer gradvis de nærmeste årene og skjære gjennom toppen av 4-prosentbanen. Et uttak begrenset til for eksempel 3 pst. i en periode framover vil styrke finanspolitikkenes evne til å møte den framtidige veksten i utgiftene til pensjoner, helse og omsorg som følger av aldringen av befolkningen. Reduksjon av fondsuttaket kan også forstås som en tilpasning til usikkerhet, bl.a. om oljeprisen og om fondet vil kunne realisere det langsiktige anslaget for realavkastning på 4 pst.

En tilleggsregel om å redusere fondsuttaket vil ikke i særlig grad redusere muligheten for svingninger i den banen finanspolitikken styres etter. Derimot er den transparent og enkel å praktisere, i hvert fall så lenge fondet ikke endrer seg kraftig fra ett år til det neste. Slik tallene nå står, er den også godt i tråd med de hensyn handlingsregelen skal ivareta, ved å legge opp til et jevnere og mer gradvis forløp for bruken av oljeinntekter enn det som følger av å holde fondsuttaket på 4 pst. Intensjonen må da være å vende tilbake til 4 pst. fondsuttak et stykke fram i tid.

Tabell 1.1 Oppsummering av egenskaper ved mulige tilleggsregler til handlingsregelen. Oversikten tar utgangspunkt i dagens situasjon og utsiktene for de nærmeste årene framover

Glatte innfasingen	<ul style="list-style-type: none"> • Formaliserer dagens praksis og samsvarer godt med dagens regel hvis overgangsfasen ikke blir så lang • Reduserer kortsiktig volatilitet • Skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen og er robust overfor særlig negative utfall, hvis normal impuls er lav nok • Revisjoner i anslagene for strukturell balanse vil være en utfordring
Holde bruken uendret som andel av verdikapingen til 4-prosentbanen nås	<ul style="list-style-type: none"> • Koblingen til statens oljeinntekter og utviklingen i pensjonsfondet brytes. Kan gjøre den mindre nyttig i den politiske debatten • Reduserer kortsiktig volatilitet • Skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen og er robust overfor særlig negative utfall • Uklart hvordan revisjoner i anslagene for strukturell balanse skal håndteres
Demografiforløp til 4-prosentbanen nås	<ul style="list-style-type: none"> • Ivaretar et viktig hensyn, selv om utfordringene med en aldrende befolkning i begrenset grad kan møtes med forbigående inntekter • Reduserer kortsiktig volatilitet • Skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen og er robust overfor særlig negative utfall
Redusere uttaket til f.eks. 3 pst. for en periode framover	<ul style="list-style-type: none"> • Skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen og robust overfor særlig negative utfall • Demper i liten grad kortsiktig volatilitet. Gir ikke noe svar på hva som skal gjøres ved store endringer i fondskapitalen • Samsvar med dagens regel så lenge intensjonen er å vende tilbake til 4 pst. uttak
Glatte beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen	<ul style="list-style-type: none"> • Reduserer kortsiktig volatilitet, men skjærer i liten grad gjennom toppen på 4-prosentbanen. Lite robust overfor særlig negative utfall • Krever omfattende tilleggsvurderinger i praktisk bruk
Bruke bokførte inntekter	<ul style="list-style-type: none"> • Å se bort fra avkastning som skyldes verdiendringer i fondet, er en vesentlig endring av handlingsregelen • Reduserer kortsiktig volatilitet som skyldes avkastning i utenlandsk valuta, men i liten grad volatilitet som skyldes kronekursen • Skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen og er robust overfor særlig negative utfall

Å knytte bruken av oljeinntekter til bokførte inntekter i fondet vil også bidra til å håndtere usikkerhet, men har samtidig litt andre egenskaper enn en regel om å redusere uttaket til 3 pst. av kapitalen i fondet. De bokførte inntektene svinger mindre enn en 3- eller 4-prosentbane ved bevegelser i fondskapitalen som har sin bakgrunn i endrede aksjekurser, endrede obligasjonskurser eller kursendringer mellom andre lands valutaer. Derimot reduseres ikke kortsiktige svingninger som har sin bakgrunn i endringer i kronekursen. Når det gjelder å skjære gjennom toppen på 4-prosentbanen, har en slik tilleggsregel om lag samme egenskaper som å redu-

sere uttaket til 3 pst. av fondskapitalen. Det samme gjelder overfor særlig negative utfall.

Å frikoble bruken fra det langsiktige anslaget for forventet realavkastning på permanent basis er etter utvalgets syn en teoretisk lite tilfredsstillende løsning. Bruk av de bokførte inntektene ser bort fra omvurderinger, som er en viktig del av den samlede reelle avkastningen av fondskapitalen. Å se bort fra denne delen av avkastningen, kan oppfattes som en vesentlig endring av handlingsregelen. En slik tilleggsregel kan også påvirke investeringsstrategien for fondet, for eksempel ved at mer av fondets kapital vil bli

investert i aktiva som gir høye bokførte inntekter, dvs. mer obligasjoner og mindre aksjer – noe som vil redusere den forventede avkastningen av fondet. Dessuten vil investeringsbeslutningene som gjøres av fondsforvalter, kunne ha direkte betydning for størrelsen på de bokførte inntektene, for eksempel om man velger obligasjoner med eller uten kupongrente.

Å glatte beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen, for eksempel ved å ta gjennomsnittet av fondskapitalen for de siste fem årene, bidrar til å redusere den kortsiktige volatiliteten i 4-prosentbanen, forutsatt at endringene i fondskapitalen er midlertidige og ikke varer mer enn opptil et par tre år. Derimot vil en slik tilleggsregel i liten grad bidra til at man skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen. Den er heller ikke robust overfor særlig negative utfall – den glattede banen vil i stor grad følge 4-prosentbanen, bare med et visst tids-etterslep. Å glatte 4-prosentbanen for å redusere kortsiktig volatilitet vil derimot være enkelt, lett å forstå og transparent, og det vil være godt i samsvar med dagens handlingsregel, som jo også legger stor vekt på at det skal glattes ved store endringer i fondskapitalen.

Praktiseringen av handlingsregelen så langt viser at innretningen av budsjettet det enkelte år i liten grad har fulgt kortsiktige svingninger i fondskapitalen. Det er således høyst usikkert hva en vinner ved å formalisere en bestemt regel for å glatte banen for forventet fondsavkastning. Selv med en slik glatting vil regjeringen og Stortinget måtte vurdere uttaket fra fondet opp mot en avveining av ulike hensyn. Med en tilleggsregel som glatter 4-prosentbanen, kan det bli mer legitimt å la uttaket mekanisk følge den glattede uttaksbanen, selv om det gir en mindre hensiktsmessig innretning av politikken.

Ingen av de seks vurderte tilleggsreglene vil kunne praktiseres mekanisk. Til det er usikkerheten om utviklingen både i fondet, oljeprisen og andre økonomiske størrelser for stor. Dessuten må bruken av oljeinntekter tilpasses konjunktursituasjonen. En tallfestet tilleggsregel som gir relevante og gode svar for alle tenkelige økonomiske forløp, vil neppe være mulig å lage. Det tilsier at det fortsatt bør være rom for fleksibilitet i anvendelsen av handlingsregelen.

Tabell 1.1 oppsummerer viktige egenskaper ved de seks tilleggsreglene.

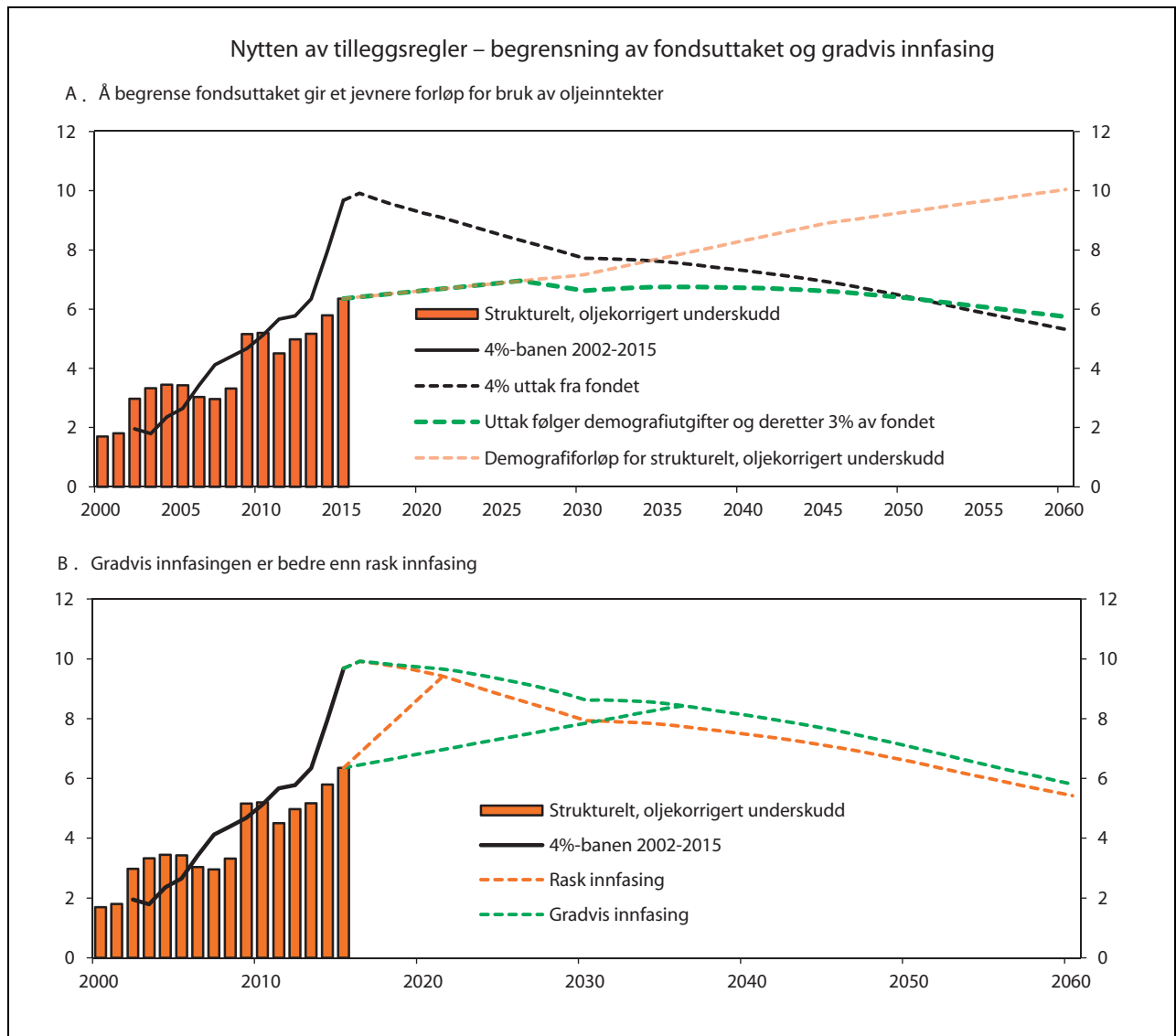
Konklusjoner om nytten av tilleggsregler

Utvalget mener at det ved avvik fra 4-prosentbanen bør stakes ut en tydelig kurs for tilbakeven-

ding som formidles i budsjettdokumentene. Dette har vært gjort i situasjoner der bruken av oljeinntekter har ligget over 4-prosentbanen, men gjøres i liten grad i dag. En slik kurs må bygge på de sentrale hensynene som finanspolitikken og handlingsregelen skal ivareta. Det vil forankre forventningene til finanspolitikken ved avvik fra 4-prosentbanen og redusere faren for at finanspolitikken i en slik situasjon påvirkes for mye av kortsiktige hensyn. Å trekke opp en konkret, flerårig strategi for finanspolitikken er godt i tråd med anbefalinger fra IMF og OECD.

Flertallet mener at tilleggsreglene kan være til nytte for de helhetlige vurderinger av ulike hensyn som må gjøres når man staker ut en kurs for tilbakevending til 4-prosentbanen. I dagens situasjon, og slik utsiktene framover nå ser ut, trekker alle viktige hensyn i retning av å gå mer varsomt fram med innfasing av oljeinntekter enn fra 2001 og fram til nå. Det vil bidra til at fasen der bruken av oljeinntekter øker kan strekkes ut over en lengre periode. Figur 1.8 illustrerer hvordan særlig to av tilleggsreglene vil være nyttige å se hen til når det skal stakes ut en slik kurs:

- *Begrense uttaket fra fondet for en periode framover.* Dermed unngår vi at bruken av oljeinntekter først øker kraftig som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, for deretter å måtte reduseres igjen. Ved å begrense uttaket blir forløpet for bruken av oljeinntekter bedre tilpasset de økte utgiftene til pensjoner, helse og omsorg som følger av aldringen av befolkningen. Disse utgiftene vil først begynne å øke for alvor rundt 15 år fra nå, jf. figur 1.8A. For å unngå et umiddelbart hopp i bruken av oljeinntekter er det i figuren lagt til grunn en gradvis opptrapping til 3-prosentbanen, om lag i takt med de økte demografiskostnadene.
- *Gradvis innfasing.* I alternativet med rask innfasing i figur 1.8B økes bruken av oljeinntekter som andel av fastlands-BNP med 0,5 prosentenheter per år, mens den i alternativet med gradvis innfasing økes med 0,1 prosentenheter per år. Selv med en innfasing på 0,1-0,2 prosentenheter av fastlands-BNP vil bruken av oljeinntekter hvert år kunne øke med om lag 5-8 mrd. kroner, målt i faste priser omregnet med statsbudsjettets utgiftsdeflator. Tilleggsregelen om gradvis innfasing setter en grense for hvor raskt bruken av oljeinntekter bør trappes opp i en situasjon der bruken av oljeinntekter ligger under 4-prosentbanen og økonomien er i en normal konjunktursituasjon.



Figur 1.8 Begrensning av fondsuttaket og gradvis innfasing i forløpet med 2 pst. årlig realavkastning i fondet de neste 15 årene og 4 pst. deretter. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Finansdepartementet og egne beregninger.

Med begge reglene må det for det enkelte år også tas hensyn til konjunktursituasjonen.

Hvis grensen under gradvis innfasing settes lavt nok, vil de to tilleggsreglene, slik situasjonen nå ser ut, gi et nokså likt forløp for bruken av oljeinntekter i årene som kommer. Det er betydelig usikkerhet i anslagene for fondsavkastning, oljepris, det strukturelle underskuddet, demografikostnader og andre økonomiske størrelser. Usikkerheten taler for forsiktighet. Det styrker argumentene for å gå gradvis fram i innfasingen av oljeinntekter.

En må være forberedt på at forløpene som er illustrert i dette kapitlet, kan bli vesentlig endret, selv innenfor en forholdsvis kort tidshorisont. Ved store endringer i 4-prosentbanen vil de to tilleggs-

reglene kunne få ulike egenskaper. Reglen om gradvis innfasing kan bidra til å håndtere store svingninger i 4-prosentbanen, ved at innfasingen holdes innenfor en grense. Regelen om begrenset uttak vil i første rekke trekke i retning av å holde igjen på bruken av oljeinntekter, slik at vi unngår at bruken av oljeinntekter først øker kraftig som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, for deretter å måtte reduseres igjen. Det vil gi et forløp for bruken av oljepenger som er bedre tilpasset de økte utgiftene som følger av den demografiske utviklingen. Samtidig vil utvalget understreke at utfordringene i offentlige finanser som følge av aldringen av befolkningen i all hovedsak må løses gjennom reformer som gjør velferdsordningene bærekraftige over tid.

Samlet sett mener flertallet at det i dagens situasjon, der bruken av oljeinntekter ligger vesentlig lavere enn 4-prosentbanen og hvor det er stor usikkerhet om fondsavkastning og oljepris, bør legges opp til å gå mer gradvis fram i innfasingen av oljeinntektene i årene som kommer, enn i perioden etter 2001 og fram til i dag.

Utvalgsmedlem Knut Anton Mork har en særmerknad til kapittel 10 som står i sin helhet til slutt i kapitlet. Mork mener at planer om å utsette oljepengebruken lengst mulig vil innebære en urimeleg overføring fra dagens generasjon til framtidige, mer velstående generasjoner. Videre mener han at konkrete planer for statens inntekter og utgifter over tid er å foretrekke framfor mekaniske regler. Slike regler kan være enkle å uttrykke, men er ikke nødvendigvis enkle å praktisere. Eventuelle tilleggsgregler for å vende tilbake til handlingsregelen etter avvik bør derfor fortrinnsvis vurderes utformet i kontekst av flerårsbudsjettering.

1.11 Bruk av oljepenger og vekstevnen i økonomien (kap. 11)

Da handlingsregelen ble innført i 2001, la Stortingets finanskomité vekt på at handlingsrommet fra innfasingen av oljeinntektene måtte brukes til å øke vekstevnen i norsk økonomi. Skatte- og avgiftspolitikken, infrastruktur, forskning og utdanning ble trukket fram som eksempler på områder som var viktige for å få til en mer velfungerende økonomi. Samtidig la komiteen vekt på effektiv ressursbruk i offentlig sektor, og understreket at oljeinntektene ikke måtte bli en unnskyldning for å la være å gjennomføre nødvendige systemreformer.

Finanskomiteen advarte mot sløsing i bred forstand, enten med offentlige midler eller med ressursene som bidrar til verdiskaping i fastlandsøkonomien. Mange land med store inntekter fra naturressurser har erfart at slike inntekter kan undergrave verdiskaping og vekstevne, enten ved at konkurranseutsatt sektor bygges for kraftig ned eller gjennom dårlig bruk av arbeidskraft og realkapital. Sett i lys av dette er påminnelsen fra finanskomiteen betimelig.

Det overordnede bildet er at Norge har lyktes forholdsvis godt med å ta vare på ressursene i fastlandsøkonomien i årene etter 2001, samtidig som de løpende inntektene fra olje og gass har vært på sitt høyeste. Pensjonsfondet har gjort oss i stand til å skille opptjeningen av oljeinntektene fra bruken av dem. Handlingsregelen har lagt til rette for en gradvis opptrapping og bærekraftig bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet, samtidig som det har

vært lagt vekt på å bidra til god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet. En stabil økonomisk utvikling er en viktig forutsetning for økonomisk vekst. Samtidig er yrkesdeltakelsen høy, arbeidsledigheten lav, og arbeidslinjen er holdt fast som prinsipp for våre velferdsordninger. Det er gjennomført en pensjonsreform som gjør de offentlige finansene mer robuste mot økning i levealderen.

Også framover er det viktig at vi ikke bruker oljepengene til å støtte opp om pensjons- og trygdeordninger som ikke er bærekraftige over tid. Høy arbeidsinnsats er viktig for å finansiere offentlige utgifter til bl.a. velferd og helse. Hvis arbeidsinnsatsen i samfunnet ble redusert med 10 pst., fordi flere ble stående utenfor det betalte arbeidslivet, ville det redusere Norges nasjonalformue med et like stort beløp som den samlede petroleumsformuen i bakken og i Statens pensjonsfond utland. Arbeidslinjen bør derfor fortsatt ha stor vekt i den økonomiske politikken, og nødvendige systemreformer bør gjennomføres uavhengig av oljeinntektene.

Prioriteringene i offentlige budsjetter kan bidra til å støtte opp under økonomiens vekstevne. Områdene som finanskomiteen i 2001 løftet fram i sin innstilling er i så måte viktige. Samtidig finner Produktivitetskomisjonen og skatteutvalget at ressursbruken på disse områdene kunne vært mer effektiv. For vekstevnen er det viktig at ressursene brukes effektivt på alle budsjettområder.

Utvalgets vurdering er at øremerking av oljeinntektene til bestemte formål ikke vil bidra til effektiv ressursbruk og høyere vekst. På samme måte bør vi unngå oppstillinger eller andre særordninger som i praksis gir karakter av øremerking. Handlingsregelen er en retningslinje for bruk av oljeinntekter, og den bør etter utvalgets vurdering ikke få som tilleggssoppgave å bidra til at offentlige ressurser brukes til bestemte formål. Det er flere grunner til dette:

- I praksis er det svært krevende å skille ut bevilgninger som støtter opp under framtidig vekst fra andre budsjettformål. Den tekniske avgrensingen mellom drift og investeringer i offentlige budsjett og regnskap er lite egnet som rettesnor.
- Et slikt skille vil fragmentere budsjettet og gjøre det vanskelig å få til en god og helhetlig prioritering av offentlige utgifter og inntekter. Det kan svekke vår evne til å legge til rette for en stabil utvikling i norsk økonomi og vil også øke presset på andre deler av budsjettet, som helse, politi og rettsvesen.
- Ressursbruken i offentlig forvaltning bør vurderes samlet, uavhengig av om den er finansi-

ert med skatteinntekter, oljeinntekter eller andre inntekter.

Handlingsregelen har gitt et ankerfeste for finanspolitikken. Det er en styrke at regelen er forholdsvis enkel. Det er også en styrke at den har hatt bred politisk oppslutning, noe som bl.a. skyldes at den legger føringer på balansen i budsjettet, men ikke på nivået av offentlige utgifter. Det er ulike syn på offentlig forvaltnings rolle og velferdsstatens oppgaver. I tråd med dette har skiftende regjeringer supplert regelen med ulike ambisjoner for nivået på skatter og avgifter. Det vil være krevende å få bred politisk oppslutning om en tilleggsregel som legger eksplisitte føringer for skattnivået og hvilke formål offentlige utgifter skal dekke. Framtidige Storting vil trolig i mindre grad føle seg bundet av slike føringer. Et slikt tillegg ville også gjort handlingsregelen mer kompleks og vanskeligere å kommunisere.

En bedre ressursbruk krever at det legges mer vekt på resultater enn bevilgninger. Det er

den beste måten man kan følge opp finanskomiteens råd om å bruke offentlige ressurser effektivt og slik at de støtter opp under framtidig vekst. Det krever et godt grunnlag for beslutninger hvor det tas høyde for usikkerhet og legges til rette for at resultatene av tiltak kan etterprøves, særlig ved innføring av reformer. For investeringer bør det legges stor vekt på samfunnsøkonomisk nytte. Nivået på offentlige utgifter i Norge er allerede høyere eller på linje med nivået i andre land, også på områder som samferdsel og kunnskap.

I strukturpolitikken er det mange uløste oppgaver. Rapporten fra Produktivitetskomisjonen viser at ressursene kan brukes mer effektivt på mange områder. Å ta tak i disse blir viktig i en situasjon der veksten i produktiviteten har falt noe tilbake, aktiviteten på norsk sokkel ser ut til å avta og aldringen av befolkningen gradvis vil utfordre bærekraften i våre offentlige finanser.

Sammenhengen mellom bruk av oljeinntekter og vekstevnen i økonomien drøftes nærmere i kapittel 11.

Del I
Bakgrunn

Kapittel 2

Mandat og arbeidet i utvalget

Ved kongelig resolusjon 17. oktober 2014 satte regjeringen Solberg ned et ekspertutvalg som skulle vurdere praktiseringen av retningslinjene for bruken av oljeinntekter i lys av den kraftige veksten i Statens pensjonsfond utland og utfordringene for norsk økonomi på kort og lang sikt. Utvalget ble gitt følgende mandat:

«Petroleumsvirksomheten gir Norge store valutainntekter, men gjør det også mer krevende å oppnå en stabil utvikling i fastlandsøkonomien. Inntektene fra olje- og gassvirksomheten er høye, men forbigående, og kan variere mye fra år til år. Mange land har erfart at rask opptrapping og for høy bruk av inntekter fra naturressurser kan føre til krevende tilpasninger når ressursene minsker og inntektene faller. Bruken av oljeinntekter må også ses i et generasjonsperspektiv.

Et viktig siktemål med Statens pensjonsfond og handlingsregelen for bruk av oljeinntekter er å legge til rette for varig høy verdiskaping og en stabil utvikling i fastlandsøkonomien. Lov om Statens pensjonsfond fastlegger at statens nettoinntekter fra petroleumsvirksomheten i sin helhet overføres til Statens pensjonsfond utland. Etter vedtak i Stortinget overføres hvert år et beløp tilbake til statsbudsjettet for å dekke det oljekorrigerede underskuddet i budsjettet. Dette innebærer at utviklingen i fondet viser reell oppbygging av finansformue på statens hånd. Samtidig frikobles bruken av olje- og formuesinntektene fra opptjeningen av dem. Det bidrar til stabilitet i det norske valutamarkedet og til å skjerme statsbudsjettet fra svingninger i finansformuen og inntektene fra olje og gass.

Handlingsregelen legger opp til at bruken av fondsmidler over statsbudsjettet over tid skal følge forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Forventet årlig realavkastning ble anslått til 4 pst. av kapitalen i fondet, noe som er rett i overkant av fondets årlige realavkastning fra og med 1997. Handlings-

regelen legger også vekt på at den økonomiske politikken skal bidra til å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet og til en effektiv bruk av samfunnets ressurser.

Flere hensyn ble trukket fram da regelen ble etablert. Hensynet til en jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet på lang sikt tilsier at oljeinntektene bør bidra til å dekke økte utgifter i fremtiden, spesielt etter 2020, som følge av at befolkningen eldes. Hensynet til en stabil utvikling i økonomien trekker i retning av en forholdsvis jevn innfasing av inntektene. Det samme gjør hensynet til konkurranseutsatt sektor og målet om å unngå unødig store omsvinninger i økonomien. Usikkerheten om framtidige oljeinntekter tilsier forsiktighet i bruken av dem. Da regelen ble etablert, ble det også lagt vekt på at handlingsrommet som økt bruk av oljeinntekter gir, skal brukes på en måte som vil styrke vekstevnen i økonomien. Disse hensynene er fortsatt viktige.

Regjeringen har i Sundvolden-erklæringen understreket at den økonomiske politikken skal baseres på handlingsregelen. Den økte bruken av oljepenger skal vris i retning av investeringer i kunnskap og infrastruktur, samt vekstfremmende skattelettelser. Bruken av oljepenger skal tilpasses situasjonen i økonomien innenfor handlingsregelens rammer. Når bruken av midler over tid ikke overstiger realavkastningen i fondet, legger vi til rette for at fondets hovedstol opprettholdes og kommer framtidige generasjoner til gode.

De siste årene har kapitalen i pensjonsfondet vokst svært raskt. I 2013 alene økte fondet med 1 200 mrd. kroner, og kapitalen utgjør nå mer enn to års verdiskaping i fastlandsøkonomien. Svingninger i fondets verdi og i forventet fondsavkastning vil dermed kunne bli betydelige sett i forhold til størrelsen på statens øvrige inntekter og norsk økonomi, og særlig sett i forhold til den underliggende veksten i fastlandsøkonomien fra ett år til det neste. Vi

har erfaring for at både valutakurser og aksje- og obligasjonskurser kan endre seg betydelig fra ett år til det neste, og at samvariasjonen med norske konjunkturer er avhengig av hvilke forstyrrelser som ligger bak.

Med et stort fond kan banen for forventet realavkastning endre seg mye fra et år til det neste, og blir dermed mindre egnet som operativt mål for finanspolitikken på kort sikt. Dette illustreres av dagens situasjon, der en rask tilbakevending til banen for forventet fondsavkastning ville gitt en svært sterk økning i bruken av oljeinntekter over en kort tidsperiode. Hensynet til en stabil utvikling i økonomien kan dermed tilsi at en vurderer om det er behov for å supplere handlingsregelen med tilleggsregler eller ved å understreke hensyn som bør tillegges særlig vekt ved den løpende utformingen av finanspolitikken.

Utfordringene for norsk økonomi og offentlige finanser har også på andre områder endret seg siden 2001:

- Økt etterspørsel fra petroleumssektoren har siden 2001 gitt sterke vekstimpulser til den norske fastlandsøkonomien. Denne medvinden er trolig i ferd med å snu til motvind.
- Den kostnadsmessige konkurranseevnen er betydelig svekket. Det har fristilt ressurser til skjermede næringer, men kan samtidig gjøre det mer krevende å få til nødvendige omstillinger i fastlandsøkonomien framover.
- Husholdningenes gjeld og boligprisene har steget markert de siste årene og er nå kommet opp på svært høye nivåer. Også i kommunesektoren har gjeldsopptakene vært store.
- Etter EØS-utvidelsen i 2004 har høy arbeidsinnvandring styrket produksjonsevnen og evnen til omstilling i norsk økonomi. Samtidig har det økt presset på bl.a. infrastruktur, boliger og kommunale tjenester.
- Rundt midten av forrige tiår falt veksten i produktiviteten tilbake både i Norge og i mange andre europeiske land.
- Et lavt internasjonalt rentenivå, også for obligasjoner med lang løpetid, samt utsikter til moderat vekst i verdensøkonomien, kan gi en periode med noe lavere avkastning på kapital.
- Det har vært sterk realvekst i offentlige utgifter de siste årene. Målt som andel av verdiskapningen i fastlandsøkonomien utgjør disse utgiftene nå 59 pst. Samtidig er det sterkt press i retning av økte bevilgning

ger på mange områder, selv om det er store muligheter for å frigjøre økonomisk handlingsrom gjennom effektivisering.

- Selv med den reformen av pensjonssystemet som er gjennomført, trekker aldring av befolkningen i retning av høyere utgifter til pensjoner i tiårene framover. Sammen med økte utgifter til helse- og omsorgstjenester vil det utfordre bærekraften i offentlige finanser.

I lys av problemstillingene omtalt ovenfor settes det ned et ekspertutvalg som skal vurdere praktiseringen av retningslinjene for bruken av oljeinntekter i lys av den kraftige veksten i Statens pensjonsfond utland, utfordringene for norsk økonomi på kort og lang sikt, samt hensynet til kommende generasjoner. Utvalget skal også vurdere hvordan det innenfor rammene av retningslinjene i større grad kan tas hensyn til behovet for å fremme vekstevnen i fastlandsøkonomien.

Utvalget skal vurdere om det er behov for å supplere retningslinjene med tilleggsregler eller ved å understreke hensyn som bør tillegges særlig vekt ved utformingen av finanspolitikken i en situasjon med stor avstand til 4-prosentbanen og mulighet for betydelige endringer i nivået på banen fra et år til det neste.

I sitt arbeid kan utvalget også se hen til hvordan andre land har utformet regler for å møte kortsiktige og langsiktige utfordringer i finanspolitikken.

Utvalget bes om å levere sin rapport innen utgangen av juni 2015.»

Utvalget fikk følgende sammensetning:

- Professor Øystein Thøgersen (Norges Handelshøyskole) (utvalgsleder)
- Direktør Ida Wolden Bache (Norges Bank)
- Professor Hilde C. Bjørnland (Handelshøyskolen BI)
- Seniorøkonom Knut Anton Mork (Handelsbanken)
- Seniorøkonom Silje Ones (Næringslivets Hovedorganisasjon)
- Sjeføkonom Stein Reegård (Landsorganisasjonen i Norge)
- Professor Kjetil Storesletten (Universitetet i Oslo)

Sekretariatet har vært ledet av avdelingsdirektør Arent Skjæveland, Finansdepartementet. Følgende har deltatt i sekretariatet: Seniorrådgiver Simen Bjørnerud, fagsjef Yngvar Dyvi, ekspedisjonssjef

Espen Erlandsen, avdelingsdirektør Per Mathis Kongsrud, seniorøkonom Pål Sletten og underdirektør Kyrre Stensnes (alle Finansdepartementet). Tom A. Fearnley, Randi Næs og William Skagemo, alle investeringsdirektører i Finansdepartementet, har bidratt med analyser til kapittel 9 om fondsavkastning.

Utvalgets arbeid

Utvalget har hatt ti møter, hvorav ett over to dager. Utvalget har hatt en rekke samtaler med økonomer, forskere og politikere med innsikt i de problemstillinger utvalget er blitt bedt om å se nærmere på. Utvalget har hatt møte med følgende personer:

- Sentralbanksjef Øystein Olsen om bakgrunnen for handlingsregelen og utfordringer framover
- Sjeføkonom Harald Magnus Andreassen (Swedbank), sjeføkonom Øystein Dørum (DNB) og porteføljeforvalter Torgeir Høien (Skagenfondene) om utfordringer for praktisering av handlingsregelen
- Professor Thore Johnsen (Norges Handelshøyskole) og administrerende direktør Yngve Slyngstad (Norges Bank Investment Management) om forventning og usikkerhet i fondsavkastningen framover
- Assistant Director Abdelhak S. Senhadji (Fiscal Affairs Department i IMF) om et godt finanspolitisk rammeverk for land med ressursinntekter
- Professor Steinar Holden (Universitetet i Oslo) om lærdommer om hvordan utforme og praktisere et godt finanspolitisk rammeverk for Norge
- Tidligere finansminister Karl Eirik Schjøtt-Pedersen og tidligere finansminister Per Kristian Foss om handlingsregelen som rettesnor ved budsjettdrøftinger i regjering og Storting
- Professor og leder av produktivitetskommisjonen Jørn Rattsø (Norges tekniske-naturvitenskapelige universitet, NTNU) om hvordan øke produktiviteten i norsk økonomi
- Tidligere finansråd Svein Gjedrem om oljepengbruk og vekstfremmende politikk
- Professor John Hassler (leder av det finanspolitiske rådet i Sverige) om det finanspolitiske rammeverket i Sverige

- Professor Einar Lie (Universitetet i Oslo) om handlingsreglers politiske og historiske betydning

Som grunnlag for utvalgets arbeid har OECD laget rapporten «The long-term global outlook for interest rates», som følger som vedlegg 5 til utvalgets rapport.

Avgrensning av utvalgets arbeid

På noen områder er det en viss overlapp mellom utvalgets mandat og andre regjeringsoppnevnte utvalg.

Et eget ekspertutvalg (Børmer-utvalget), satt ned av Regjeringen Solberg da statsbudsjettet ble lagt fram i fjor høst, skal vurdere behovet for flerårige budsjetter på utvalgte områder og et tydeligere skille mellom investeringer og drift i budsjettet. Ekspertutvalgets tilrådinger skal gi et bedre beslutningsgrunnlag for statlige prioriteringer og fremme en effektiv bruk av offentlige midler. Ekspertutvalget skal levere sin rapport innen utgangen av november 2015.

Regjeringen Solberg oppnevnte 7. februar 2014 en kommisjon som skal kartlegge årsakene til svakere produktivitsvekst og fremme konkrete forslag som kan styrke produktivitet og vekstevne i norsk økonomi. Produktivitetskommisjonen la fram sin første rapport 10. februar i år, og fortsetter nå sitt arbeid i fase to fram til avslutning av arbeid på vårparten neste år.

På denne bakgrunn har utvalget valgt å avgrense sitt arbeid slik at skillet mellom investeringer og drift i budsjettet, samt konkrete forslag for å øke produktivitet og vekstevne i norsk økonomi ikke er en del av utvalgets arbeid. Utvalget er i mandatet bedt om å vurdere hvordan det innenfor rammene av retningslinjene i større grad kan tas hensyn til behovet for å fremme vekstevnen i fastlandsøkonomien. Utvalget har avgrenset denne problemstillingen til først og fremst å drøfte om det er noen grunn til at oljeinntekter bør brukes på en annen måte enn andre inntekter i budsjettet, jf. kapittel 11. En grundigere drøfting av tiltak for å øke vekstevnen i økonomien og mer effektiv bruk av offentlige midler hører mer naturlig hjemme hos Produktivitetskommisjonen og Børmer-utvalget.

Kapittel 3

Om etablering av handlingsregelen for bruk av oljeinntekter

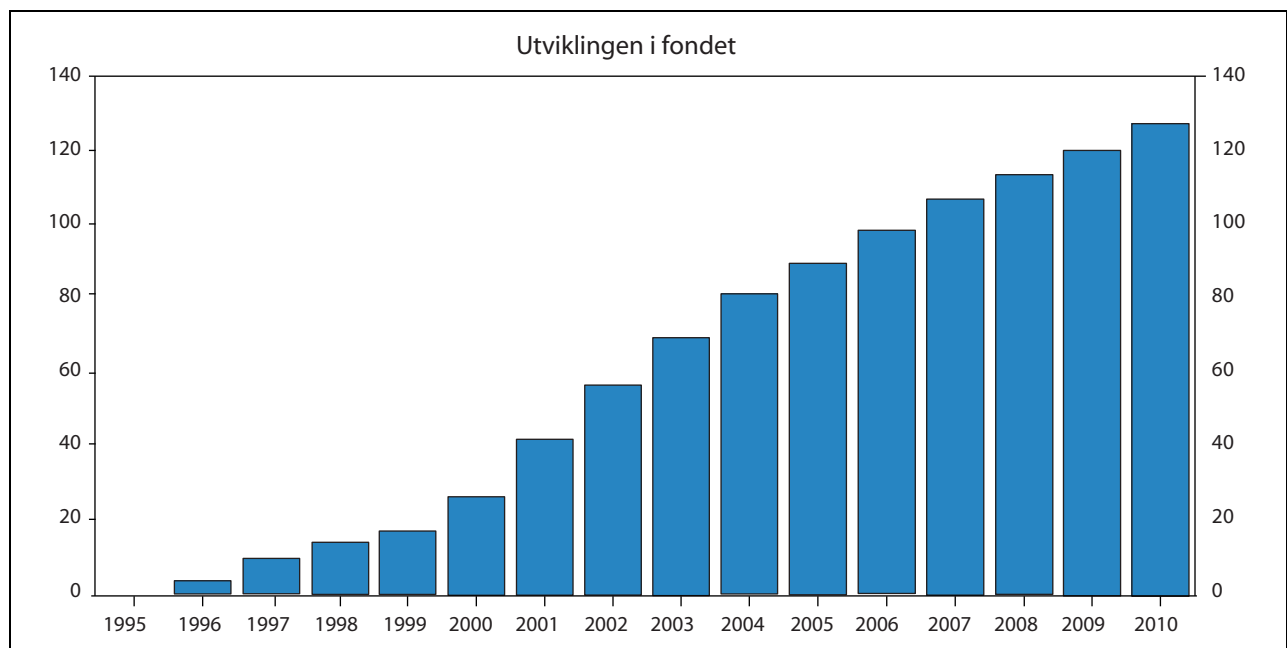
3.1 Innledning

Den 29. mars 2001 presenterte Regjeringen Stoltenberg I nye retningslinjer for finans- og pengepolitikken, i form av handlingsregelen for bruk av oljeinntekter og et inflasjonsmål. Retningslinjene ble lagt fram i St.meld. nr. 29 (2000–2001) samtidig med Langtidsprogrammet 2002–2005. De nye retningslinjene fikk støtte av et stort flertall i Stortinget.

Bakgrunnen for endringene var kraftig økt oljepris og store avsetninger i Statens petroleumsfond. Gjennom 1999 og første del av 2000 økte oljeprisen fra under 10 til 30–35 USD per fat. Anslaget på statens inntekter fra oljevirkksomheten ble mer enn fordoblet fra Nasjonalbudsjettet 2000 ble lagt fram i oktober 1999 til Nasjonalbudsjettet 2001 ett år senere. Dermed lå det an til rask oppbygging av kapital i Statens petroleumsfond, forløperen til dagens Statens pensjonsfond utland, jf. figur 3.1.

Disse lyse utsiktene bidro til en omfattende debatt både blant politikere og fagøkonomer. Noen av overskriftene fra avisene høsten 2000 er gjengitt i faksimilen i figur 3.2. Mange mente at i hvert fall noe av den kraftige økningen i oljeinntektene burde kunne brukes i statsbudsjettet. Politiske meningsmålinger så også ut til å reflektere stigende støtte for økt bruk av oljeinntektene. De eksisterende retningslinjene for finanspolitikken sa ingenting om hvordan store oljeinntekter og kraftig økning i fondskapitalen skulle håndteres.

De nye retningslinjene for finanspolitikken ga et svar på dette. Handlingsregelen innebærer at statsbudsjettet utenom inntektene og utgiftene fra oljevirkksomhet over tid kan vise et underskudd tilsvarende forventet realavkastning av kapitalen i Statens petroleumsfond ved inngangen til budsjettåret. Forventet realavkastning ble tallfestet til 4 prosent. Statens petroleumsfond var forløperen til Statens pensjonsfond utland, og oljefondsmeka-



Figur 3.1 Akkumulert kapital i Statens petroleumsfond ved utgangen av året, anslått i mars 2001. Prosent av BNP for Fastlands-Norge

Kilde: St.meld. nr. 29 (2000–2001).

Økonomenes enighet sprekker

Foreslår tidenes AVGIFTS-LETTET

Slakter tall om forsvarlig bruk av oljepenger

Vil bruke hele oljefondets avkastning

– Gi bort oljepengene

Vil bruke 70 mrd.

– Urimelig å ikke bruke oljepengene

Bruk oljepenger uten rentefrykt

Figur 3.2 Avisoppslag om bruk av oljepenger høsten 2000

Kilde: Olsen og Skjæveland (2002).

nismen er beholdt uendret selv om fondet har skiftet navn. Gjennom handlingsregelen ble det lagt opp til en gradvis økning i bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet.

Avsnitt 3.2 går nærmere inn på bakgrunnen for omleggingen i 2001, mens avsnitt 3.3 redegjør for hvordan man så for seg at handlingsregelen skulle brukes som operativt styringsmål. Til slutt gir avsnitt 3.4 en kort gjennomgang av hvordan man tenkte om forholdet mellom økt bruk av oljepenger og vekstevnen i økonomien.

3.2 Bakgrunnen for omleggingen i 2001

3.2.1 Erfaringer fra 1970- og 1980-tallet

Opplegget for forvaltning av olje- og gassformuen som kom på plass fra 2001, innebar et klart brudd med hvordan man tidligere hadde håndtert oljeinntektene. Eriksen (2014) peker på at det er en slående forskjell mellom dagens opplegg for bruk av oljeinntekter og budsjettpolitikken som ble ført på 1970- og 1980-tallet. Etter fjortens års økt innfasing i tråd med handlingsregelen er fortsatt dagens nivå på bruken av oljeinntekter ikke høyere enn nivået på slutten av 1970-tallet og inn på 1980-tallet, målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, slik figur 3.3 viser. I tillegg er

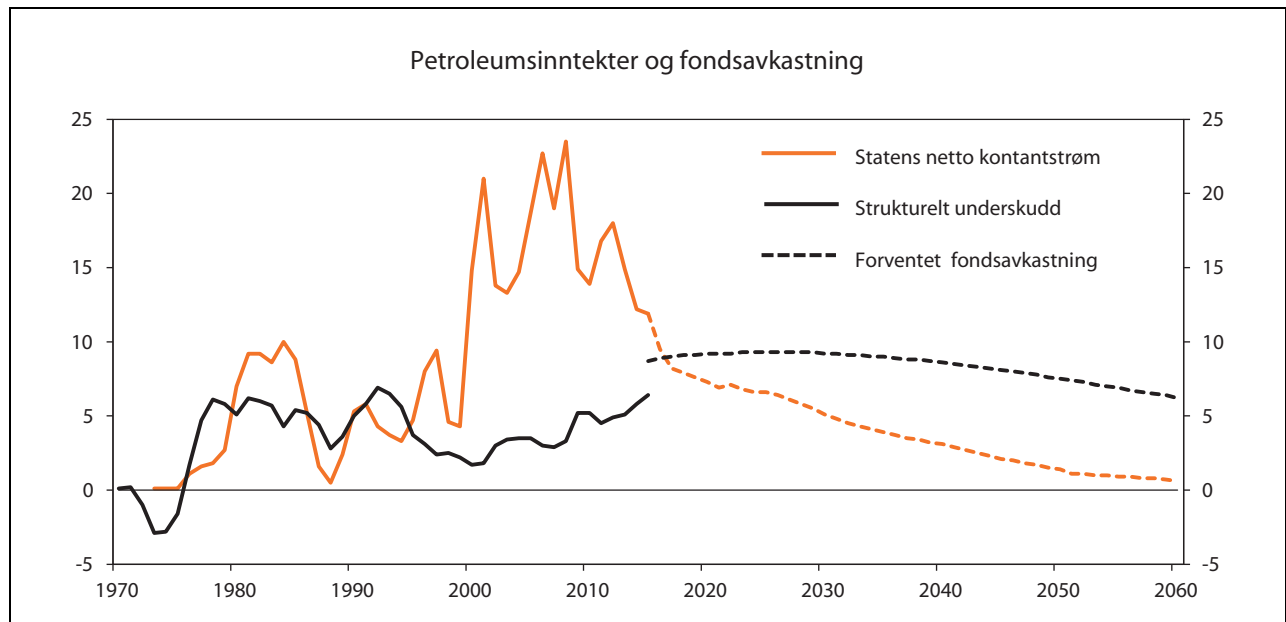
bruken av oljeinntekter nå basert på avkastningen av oppsparte midler i et fond, og ikke de løpende inntektene fra oljevirkosomheten.¹

Sårbarheten i den politikken som den gang ble ført, kom tydelig til syne da oljeprisen falt kraftig vinteren 1985–1986. Resultatet ble et underskudd i statsbudsjettet selv når oljeinntektene var regnet med i årene 1991–1994. På slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet var norsk økonomi inne i en dyp lavkonjunktur der arbeidsledigheten kom opp i over 6½ pst. Lie (2001, 2012) og Rødseth (2014) beskriver svikten i den økonomiske styringen i denne perioden, og Gjedrem (2011) argumenterer for at norsk økonomi viste klare tegn til «hollandsk syke».²

Etter fallet i oljeprisen vinteren 1985–86 måtte bruken av oljepengeinntekter over statsbudsjettet bringes kraftig ned. Gjennom store deler av 1990-tallet var det derfor innstramminger som preget finanspolitikken. Et viktig siktemål var å redusere

¹ Også på første halvdel av 1980-tallet fant det sted en slags implisitt fondsoppbygging i og med at statens utenlandsgjeld ble nedbetalt og valutareservene økte markert.

² «Hollandsk syke» har sin bakgrunn i de problemer Nederland møtte etter at de ekspanderte offentlig utgifter på 1960-tallet og inn på 1970-tallet med utgangspunkt i store inntekter fra et gassfelt utenfor Groningen. Prosessen gikk for langt, og Nederland måtte gjennom en vanskelig og langvarig omstilling som krevde en gjenoppbygging av konkurranseutsatt sektor.



Figur 3.3 Petroleumsinntekter, bruk av oljeinntekter og fondsavkastning. Prosent av trend-BNP fastlands-Norge

Kilde: Nasjonalbudsjettet 2015.

norsk økonomis følsomhet overfor raske svingninger i de løpende innbetalingene fra oljevirk-somheten. Understøttet av fallende rente interna-sjonalt og økende etterspørsel fra Norges han-delspartnere ble finanspolitikken strammet inn med over 5 prosentenheter fra 1992 til 2000, målt ved endring i det strukturelle, oljekorriger-te budsjettunderskuddet som andel av BNP for Fast-lands-Norge. Det er om lag på linje med økningen i bruken av oljeinntekter i de årene handlingsre-gelen så langt har virket.

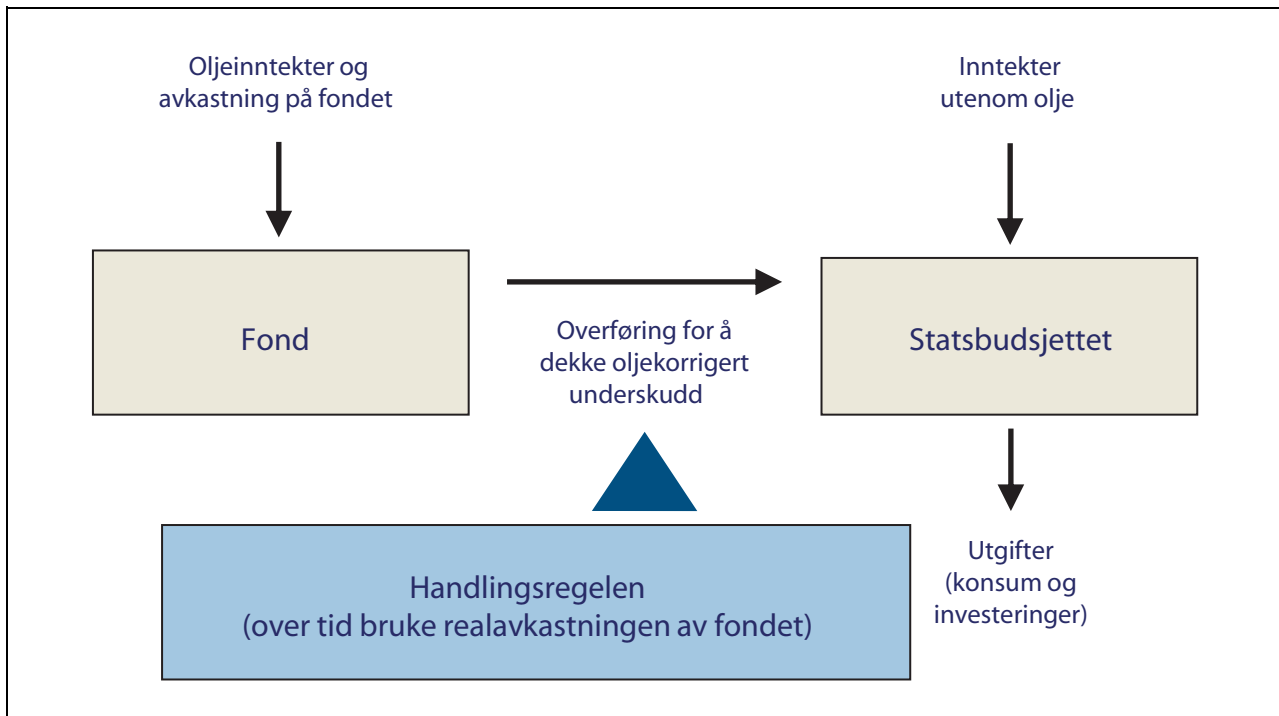
Forsiktigheten på 1990-tallet bidro til at man ved årtusenskiftet hadde gjenfunnet handlefrihet i budsjettpolitikken og at man i 2001 derfor kunne legge opp til gradvis, forsiktig økt bruk av oljeinn-tekter. Den krevende tilpasningsperioden norsk økonomi var gjennom på slutten av 1980-tallet og inn på 1990-tallet, skapte forståelse for at det var nødvendig med en mer langsiktig forvaltning av oljeinntektene enn på 1970- og 1980-tallet. Det banet vei for at det ble mulig å etablere det ram-meverket for bruken av oljeinntekter som olje-fondsmechanismen og handlingsregelen represen-terer.

3.2.2 Retningslinjer for finanspolitikken før 2001

Statens petroleumsfond, forløperen til dagens Statens pensjonsfond utland, ble opprettet i 1990

for å underbygge langsiktige hensyn i anvendel-sen av oljeinntektene. Selve fondsmechanismen er den samme selv om fondet fra 1. januar 2006 fikk nytt navn. Ved lov er det bestemt at fondets inn-tekter skulle være netto kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten og avkastningen av fon-dets formue, mens fondets eneste utgift er en overføring til statsbudsjettet for å dekke det olje-korriger-te budsjettunderskuddet. Avsetningen til fondet er altså de midlene som gjenstår, når Stor-tinget har besluttet hvor mye som bør benyttes til forbruk eller investeringer over statsbudsjettet. Fondet inngår således i en helhetlig budsjettpro-cess. Så lenge det er midler i fondet, skal et even-tuelt oljekorriger-t underskudd dekkes ved over-føringer fra fondet – og det kan ikke brukes av fondets midler på noen annen måte, jf. figur 3.4. Samtidig vil det ikke kunne skje noen fondsopp-bygging uten at dette reflekterer faktiske over-skudd i statsfinansene. Fondet synliggjør dermed statens finansielle sparing.³

³ Dette forutsetter at staten ikke på annen måte svekker sin finansielle stilling ved å påta seg forpliktelser i form av framtidige utgifter eller gjeld. Pensjonsforpliktelsene i Fol-ketrygden og i Statens pensjonskasse er eksempler på stat-lige forpliktelser som ikke inngår i statsregnskapet. Bruk av offentlig-privat samarbeid (OPS) eller statlige selskaper for å utsette budsjettutgifter eller skjule gjeld er andre eksempler. Det finnes en rekke eksempler fra ulike land på at staten har påtatt seg betydelige forpliktelser som ikke har kommet til syne i statsregnskapet, jf. omtale i kapittel 5.



Figur 3.4 Oljefondet integrert med statsbudsjettet¹

¹ I henhold til loven om Statens pensjonsfond går oljeinntektene først inn på statsbudsjettet, men overføres umiddelbart og ubeskåret til Statens pensjonsfond utland. Samme mekanisme gjaldt også da fondet het Statens petroleumsfond.

Kilde: Olsen og Skjæveland (2002).

I Revidert nasjonalbudsjett 1995 ble de makroøkonomiske hensynene ved fondskonstruksjonen drøftet. Det ble bl.a. lagt vekt på følgende:

- Fondet er basert på uttapping og salg av en ikke-fornybar naturressurs. Gjennom fondet er det mulig å bygge opp en alternativ formue som kan gi avkastning over en lengre periode, og som også kommende generasjoner kan nyte godt av.
- Inntektene fra petroleumssektoren varierer mer over tid enn andre inntekter. En fondsordning gjør det lettere å frikople den årlige bruken av petroleumsinntektene fra de løpende inntektene.
- Økt bruk av petroleumsinntektene innenlands til forbruk eller investeringer i realkapital fører lett til høyere pris- og kostnadsvekst og en svekkelse av grunnlaget for tradisjonell konkurranseutsatt næringsvirksomhet. Likeledes kan en brå nedtrapping av inntektsbruken føre til store omstillingsproblemer.

En hjørnestein i plasseringen av oljefondets midler har hele tiden vært at de skal plasseres i utlandet. Hensikten har vært å skjerme den innenlandske økonomien og kronekursen fra høye og svingende oljeinntekter. Revidert nasjonalbudsjett

1997 og Olsen og Tveit (2002) ga en grundig drøfting av dette og la bl.a. vekt på:

- Hensynet til *statsbudsjettet som styringsinstrument*. Fondet består av den delen av oljeinntektene som ikke er blitt brukt over statsbudsjettet, samt avkastningen på disse midlene. I budsjettbehandlingen tar Stortinget stilling til omfanget av statens utgifter, samt hvilke investeringer og hvilke formål som skal tilgodeses. Dersom en i tillegg hadde lagt opp til at fondet skulle finansiere investeringer innenlands, ville fondet blitt et statsbudsjett nummer to. Statsbudsjettet ville da bli svekket som styringsinstrument.
- Hensynet til en *varierte næringsstruktur*. Ved å plassere fondet utenlands bidrar det til at det ikke tas så mye oljeinntekter inn i økonomien at vi får en næringsstruktur som ikke kan opprettholdes når oljeinntektene etter hvert reduseres. Oljeinntektene kan kun erstatte annen eksport eller finansiere import, og det gir nedbygging av konkurranseutsatt sektor når vi bruker av dem. Ressurser flyttes fra konkurranseutsatte til skjermede næringer. Det er vanskelig å reversere dette når oljeinntektene minker, noe som gjerne forbindes med «hollandsk syke».

- Hensynet til *stabilisering* av norsk økonomi. En høy utgang av kapital fra Norge er motstykket til store overskudd i utenriksøkonomien. Dersom privat sektor skulle bidra til denne kapitalutgangen, ville det kreve lavere rente i Norge enn i utlandet for å få private aktører til å plassere ute framfor hjemme. Ved at fondet plasseres direkte i utlandet, vil staten bidra til den høye kapitalutgangen og dermed på en bedre måte skjerme den innenlandske økonomien og kronekursen fra de høye oljeinntektene.
- Hensynet til å *unngå subsidiering av innenlandske investeringer*. Argumentasjonen for å plassere fondet innenlands synes å bygge på en argumentasjon om at det er mangel på kapital i Norge. Generelt har ikke det vært noe problem. Motstykket til knapphet på kapital ville være et lavt investeringsnivå. Historisk har investeringsraten ligget på et høyt nivå i Norge. Problemet i perioder har snarere vært lav kapitalavkastning. Å tilføre deler av oljefondet innenlands ville stimulere til gjennomføring av prosjekter med for lav lønnsomhet til å nå opp i konkurransen om ordinær finansiering.
- Hensynet til å *spre risiko*. Staten er allerede en stor eier i norsk næringsliv. Ytterligere å øke det statlige eierskapet i norsk næringsliv ville øke risikoen for staten.

På begynnelsen av 1990-tallet var det oljekorrigerede underskuddet større enn fondets inntekter, og fondet var derfor tomt fram til første avsetning ble gjort i 1996. Med oljepriser ned mot 10–15 USD per fat var imidlertid økningen i fondet i de påfølgende årene beskjeden. Eksplisitte retningslinjer for bruken av fondets midler framsto derfor ikke som særlig presserende det meste av 1990-tallet. Etter konjunkturomslaget sommeren 1993 trakk både kortsiktige og langsiktige hensyn i samme retning – det var behov for å holde igjen i finanspolitikken.

Også før 2001 tok analysen av budsjettpolitikken utgangspunkt både i kortsiktige hensyn knyttet til stabilisering av konjunktorene og langsiktige hensyn knyttet til fallende oljeinntekter og økende pensjonsutgifter. Analysene av langsiktige budsjettutfordringer var gjennomgående grundigere i norske budsjettdokumenter enn i andre land, også før 2001. Blant annet ble det presentert langsiktige framskrivinger utarbeidet ved hjelp av makroøkonomiske modeller og beregninger av generasjonsregnskap. Det sterke fokuset på langsiktige utfordringer hadde sin bakgrunn i utsikter til fallende oljeinntekter og økende utgifter til pen-

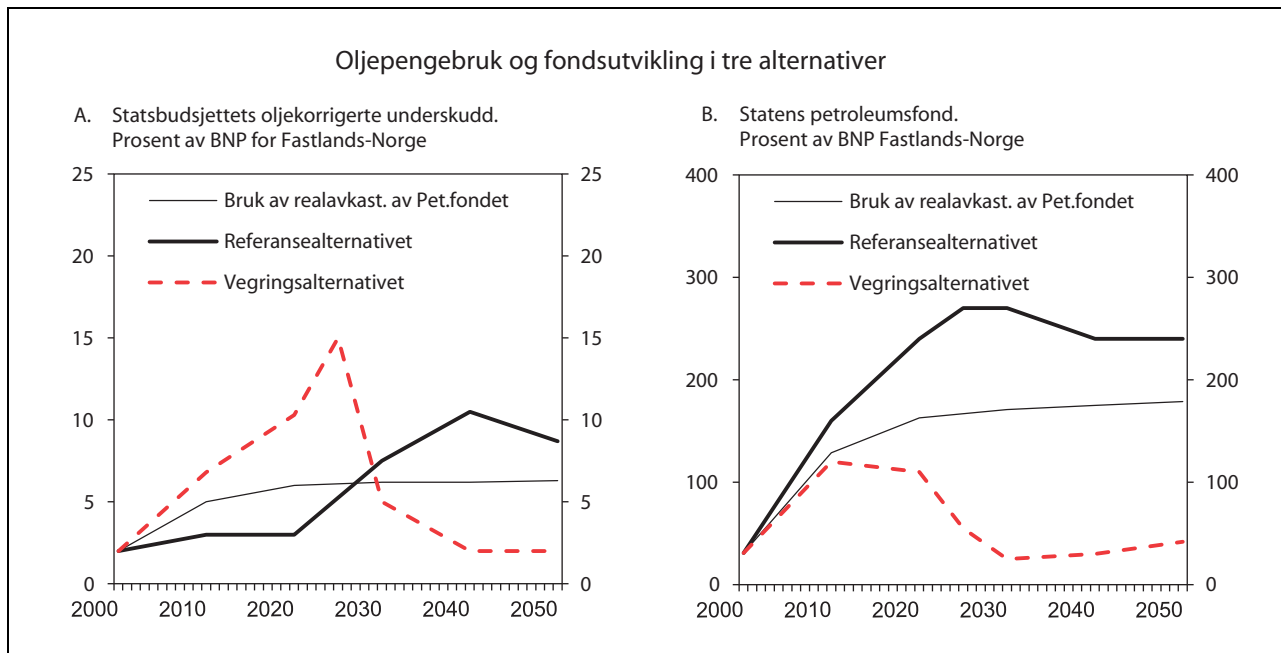
sjoner, helse og omsorg som følge av aldringen av befolkningen, spesielt etter 2020.

I St.meld. nr. 29 (2000–2001) ble det likevel poengtert at «*Som retningslinje for budsjettpolitikken har det så langt vært lagt til grunn at budsjettet i en normal konjunktursituasjon skal virke om lag nøytralt på økonomien.*» Fram til 2001 la man med andre ord størst vekt på konjunkturmessige forhold. Olsen og Skjæveland (2002) peker på at det var flere grunner til dette:

- I Norge hadde det vært en lang tradisjon for å bruke finanspolitikken aktivt til å stabilisere den økonomiske utviklingen. Med pengepolitikken innrettet mot å holde kronekursen stabil, slik det var fram til mars 2001, var ansvaret for stabiliseringspolitikken langt på vei overlatt til finanspolitikken.
- I den politiske behandlingen av budsjettet i regjering og Storting trenger man et klart og konsist tall – en krittstrek – for hvor balansen bør ligge. I mange land er balanse i budsjettet over en konjunktursykel et naturlig styringsmål. Med statens store oljeinntekter er ikke et krav til balanse i budsjettet tilstrekkelig til å disiplinere finanspolitikken i Norge. I Norge hadde i stedet den såkalte olje-, rente- og aktivitetskorrigerede budsjettindikatoren spilt en sentral rolle. Dette var en indikator som sa noe om impulsen fra budsjettpolitikken på fastlandsøkonomien.⁴ Indikatoren var tett knyttet opp mot den faktiske budsjettbalansen. I praksis ble det derfor slik at regjeringen ga Stortinget en tilråding om hvor budsjettbalansen burde ligge med utgangspunkt i denne indikatoren. Forhandlingene i finanskomiteen tok som regel utgangspunkt i dette nivået, og det var sjelden store avvik mellom regjeringens forslag på dette punktet og Stortingets vedtak.
- Det er ikke lett å trekke klare og entydige konklusjoner om nøyaktig hvor krittstreken for budsjettbalansen bør ligge med utgangspunkt i langsiktige økonomiske analyser, herunder modellframskrivinger eller generasjonsregnskap. Slike beregninger er svært avhengig av de forutsetningene som legges inn, bl.a. om oljepris, realrente og vekst i økonomien.

Etter konjunkturomslaget sommeren 1993 og fram til 2000 pekte som nevnt både stabiliseringsmessige og langsiktige hensyn i samme retning – det var et klart behov for en stram budsjettpoli-

⁴ I dag måles denne impulsen ved endringen i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet fra ett år til neste, jf. nærmere omtale i avsnitt 3.3.2.



Figur 3.5 Statsbudsjettets oljekorrigerte underskudd og Statens Petroleumsfond. Prosent av BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Langtidsprogrammet 2002–2005, St.meld. nr. 29 (2000–2001) og Revidert nasjonalbudsjettet 2001.

tikk. I disse årene gikk norsk økonomi inn i en høykonjunktur. Konjunkturbeskyttelse tilsa derfor en kontraktiv finanspolitikk. Samtidig var budsjettunderskuddene større enn det som var langsiktig opprettholdbart.

Den kraftige økningen i oljeprisen, kombinert med en avtakende veksttakt i fastlandsøkonomien i 2000, endret til en viss grad dette bildet. I denne situasjonen var det behov for en klarere uttrykt strategi for hvor mye oljepenger som kunne brukes over statsbudsjettet, basert på vurderinger av langsiktige utviklingstrekk. Det var behov for retningslinjer for budsjettpolitikken som både kunne fungere godt som en krittstrek i den løpende budsjettprosessen, og som samtidig ga en jevn og langsiktig forsvarlig innfasing av oljeinntektene. Handlingsregelen var resultatet av denne vurderingsprosessen.

3.2.3 Tre ulike strategier for bruk av oljeinntekter

St.meld. nr. 29 ble lagt fram samtidig med Langtidsprogrammet 2002–2005. Langtidsprogrammet presenterte alternative utviklingsbaner for norsk økonomi for de neste 50 årene. Figur 3.5A viser bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet i tre forskjellige langsiktige framskrivinger hentet fra Langtidsprogrammet og St.meld. nr. 29. Denne figuren sto sentralt i arbeidet med den nye hand-

lingsregelen for bruken av oljeinntektene. Bruken av oljeinntekter i figuren måles ved det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet, og dette forklares nærmere i avsnitt 3.3.2 om handlingsregelen som operativt styringsmål.

Noen sentrale *forutsetninger* var felles for de tre framskrivingene. Oljeprisen ble forutsatt å falle tilbake til et langsiktig nivå på rundt 15 USD per fat, og olje- og gassproduksjonen ble antatt å nå toppen i årene 2002–2005, for deretter gradvis å falle. Det ble videre forutsatt at skattesystemet og regelverket i folketrygden ville ligge fast. Det samme gjaldt omfanget av brukerbetaling for offentlige tjenester. Stadig flere med fullt opptjent tilleggspensjon og en økende andel eldre bidro til at pensjonsutgiftene i folketrygden ble anslått å bli fordoblet fram til 2030. Samtidig ble veksten i arbeidsstyrken antatt nærmest å stoppe opp etter 2010. I alle de tre framskrivingene ble det dessuten forutsatt at løpende forbruk over tid ikke kan baseres på å trekke på formue, slik at statens formue stabiliseres på lang sikt, men på helt ulike nivåer, jf. figur 3.5B.⁵

De tre framskrivingene i figur 3.5 kan kort beskrives ved følgende:

– Referansealternativet

I dette alternativet ble skattenivået, samt standarder og dekningsgrader i det offentlige tjenestetilbudet, holdt tilnærmet konstant fram til 2050. Det siste innebærer at man bygger ut

omsorgstilbudet i takt med at andelen eldre i befolkningen øker, men at det ikke gjennomføres noen nye velferdsreformer som krever økte ressurser.

– *Vegringsalternativet*

Vegringsalternativet skilte seg fra Referansealternativet på ett punkt: Veksten i antall offentlig sysselsatte ble forutsatt å vokse i samme takt i årene framover som gjennomsnittet på 1990-tallet. Dermed ville underskuddet i offentlige finanser vokse seg så stort at en omlegging etter hvert vil tvinge seg frem. I beregningen kom omleggingen midt på 2020-tallet. Da ville underskuddet i de offentlige finansene nesten ha kommet opp på samme nivå som i Sverige tidlig på 1990-tallet, da svenskene måtte gjennomføre en kraftig snuoperasjon. Konsekvensene for Norge ville også bli dramatiske. Offentlig sysselsetting ble i dette alternativet redusert med nær 400 000 personer det påfølgende tiåret. En konsolidering av offentlige budsjetter kunne alternativt vært oppnådd med en økning av skattene eller ved en reduksjon i overføringene. Behovet for en så kraftig omlegging av politikken oppsto fordi man i dette alternativet vegret seg for å ta nødvendige tilpasninger tidligere.

– *Handlingsregelen*

I dette alternativet ble oljeinntektene fasett inn i økonomien i samsvar med handlingsregelen om å bruke forventet realavkastning av Petroleumsfondet. Fram til rundt 2025 ga dette en noe høyere bruk av oljeinntekter enn i Referansealternativet, mens det for årene deretter ville være omvendt. Handlingsregelen innebar således at det over tid må gjennomføres tiltak for å begrense utgiftsveksten eller øke inntektene, for eksempel ved å dempe veksten i pensjonsutgiftene eller ved tiltak for å effektivisere ressursbruken i offentlig sektor. Men behovet for

budsjetttiltak i dette tilfellet ville være vesentlig mindre enn i Vegringsalternativet.

Olsen og Skjæveland (op.cit.) framholder at de tre framskrivningene i figur 3.5 avdekker flere sentrale poeng.

For det første får figurene tydelig fram at spørsmålet ikke er *om* oljeinntektene skal brukes, men *når*. Alle de tre banene ga en økning i bruken av oljeinntekter, men i forskjellig omfang i ulike perioder. En strategi basert på at bruken av oljeinntekter ikke skulle øke i årene framover (mange oppfattet nok den tidligere retningslinjen for budsjettpolitikken slik), ville således være mer restriktiv enn alle alternativene som ble analysert i Langtidsprogrammet og St.meld. nr. 29. En slik strategi ville innebære en gradvis nedbygging av det etablerte offentlige velferdstilbudet, med mindre tjenesteproduksjonen ble vesentlig mer effektiv. Dette følger av at Referansealternativet, som var basert på en opprettholdelse av velferdssystemet i år 2001, også ga en økning i bruken av oljeinntekter.

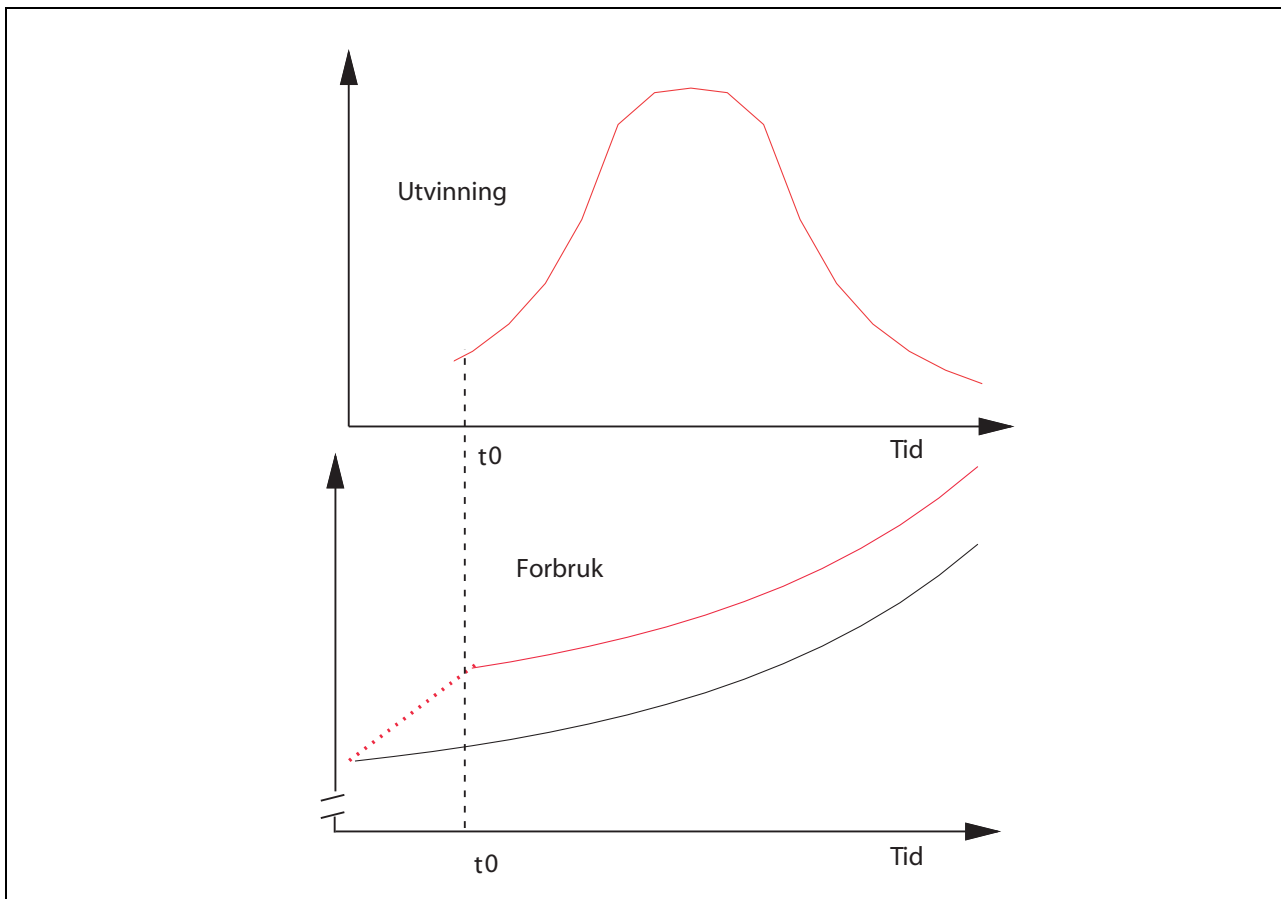
For det andre, hvis man betrakter figuren og stiller spørsmålet: «Hvilken kurve gir den jevneste innfasingen av oljeinntektene over tid?», så peker den i midten seg ut. Alternativet med handlingsregelen ga en forholdsvis jevn økning i bruken av oljeinntekter fordelt over mange tiår. Referansealternativet ville gi en moderat økning i bruken av oljeinntekter de første 20 årene, og deretter en meget bratt økning. Dette ville medføre betydelige omstilling for norsk økonomi. Vegringsalternativet ville på den annen side gi en sterk økning i bruken av oljeinntekter de første 25 årene, med deretter en kraftig reversering av politikken.

For det tredje ga handlingsregelen et svar på hva man skulle gjøre dersom oljepriser eller petroleumproduksjonen ble lavere eller høyere enn forventet. Handlingsregelen sier da at man må justere bruken av oljeinntekter tilsvarende realavkastningen på den mindre- eller meravsetningen som hadde blitt oljefondet til del.

Handlingsregelen ga en bane for bruken av oljeinntekter som var forholdsvis lett å kommunisere. På pressekonferansen da de nye retningslinjene ble presentert, ble parallellen til god skogforvaltning trukket: Eier man en skog, bør man over tid ikke hugge mer enn den årlige tilveksten hvis skogen også skal bli til glede for barn og barnebarn.

Handlingsregelen er dessuten knyttet direkte til tallene i statsbudsjettet på en måte som gjør den operativ ved budsjettdrøftinger i regjering og

⁵ I Referansealternativet og Vegringsalternativet ble det eksplisitt innarbeidet innstrammingsiltak for å sikre at formuen ble stabilisert som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien på lang sikt. Slik bildet så ut i 2001, var banen med bruk av realavkastningen av fondet stigende i hele perioden fram til 2050, slik at innstrammingsiltak for å stabilisere formuen ikke var nødvendig. I senere budsjett-dokumenter når denne banen en topp lenge før 2050. Dette har bl.a. sammenheng med at man i 2001 la til grunn en lavere vekst i nominelt BNP for Fastlands-Norge enn det som senere er blitt lagt til grunn. Fondsmekanismen sikrer at fondet alltid vil bli opprettholdt i realverdi, men når påfyllet i fondet i form av netto inntekter fra oljevirkomheten ikke lenger er så stort, vil fondet utgjøre en fallende andel av BNP for Fastlands-Norge etter hvert som økonomien vokser. Det vises til nærmere omtale i kapittel 7 og 10.



Figur 3.6 Utvinning og forbruk av petroleumsformuen

Kilde: Olsen og Skjæveland (2002).

Storting. Hvordan dette gjøres i praksis, omtales nærmere i avsnitt 3.3.2.

3.2.4 Referanser til økonomisk litteratur og andre land

Forut for beslutningen om å introdusere den nye handlingsregelen for bruk av oljeinntekter ble det ifølge Olsen og Skjæveland (op.cit) kartlagt hva økonomisk litteratur kunne si om egnede regler for budsjettpolitikken i et land som oppdager store naturressurser, samt hvordan andre land har håndtert slike kilder til rikdom.

Et grunnleggende forhold er at olje og gass er ikke-fornybare ressurser. De store innbetalingene fra oljevirkksomheten til statskassen er derfor ikke inntekter i vanlig forstand, men snarere en omforming og synliggjøring av nasjonens felles petroleumsformue. Spørsmålet om en fornuftig bruk av inntektene fra oljevirkksomheten er derfor først og fremst et spørsmål om en god formuesforvaltning.

Figur 3.6 illustrerer et grunnleggende trekk ved formuesforvaltning – bruken av inntektene

må skilles fra opptjeningen. Den øverste delen av figuren viser en typisk, klokkeformet produksjonsprofil. Den nederste får fram at formuen gir grunnlag for en varig økning i forbruket (offentlig eller privat), forutsatt at en stor del av de løpende innbetalingene spares. Som nasjon kan man bare spare på to måter; i realkapital innenlands, eller i finanskapital i utlandet⁶. Eksportinntektene fra olje og gass, og dermed også statens petroleumsinntekter, er opptjent ute. I lys av dette er Statens pensjonsfond utland (tidligere Statens petroleumsfond) det viktigste virkemidlet for Norges finanssparing i utlandet.

Ifølge Olsen og Skjæveland (op.cit) pekte økonomiske litteratur, arbeider i IMF og tidligere offentlige utredninger i retning av at to alternative regler for bruk av oljeinntektene kunne være aktuelle.

⁶ Fra med 2010 har Statens pensjonsfond utland fondet hatt som mandat å plassere inntil 5 pst. av kapitalen i eiendomsinvesteringer i utlandet. Aksjeandelen på 60 pst. er opprettholdt, mens obligasjonsandelen skal trappes gradvis ned i takt med økningen i eiendomsinvesteringene.

Den ene var å bruke *permanentinntekten* fra oljevirkksomheten, dvs. bruke beregnet realavkastning av petroleumsformuen (dvs. både reservene i bakken og i fondet). Steigum-utvalget (NOU 1988:21) pekte på at innbetalingene fra oljevirkksomheten først og fremst måtte ses som en omplassering av formue, og ikke som en inntekt i vanlig forstand – og at formuesomplussingen i seg selv ikke gir rom for å bruke mer over de offentlige budsjettene. Ved å begrense bruken av oljeinntekter til permanentinntekten, ville man sørge for at realverdien av den samlede petroleumsformuen ble holdt uendret over tid.

I 1988, da Steigum-utvalget la fram sin innstilling, ville en slik handlingsregel gitt et behov for en kraftig innstramming i budsjettpolitikken. Etter oljeprisfallet i 1985/86 var oljeinntektene betydelig redusert sammenliknet med første del av 1980-tallet, og bruken av oljeinntekter var i en periode endog større enn de løpende oljeinntektene. Problemstillingen knyttet til økt innfasing av oljeinntekter var således lite aktuell. Problemet var snarere motsatt; gjennom 1980-tallet var bruken av oljeinntekter økt for raskt og for mye.

I et IMF-notat med tittelen *Optimal Fiscal Strategy for Oil Exporting Countries* (Valdes og Engel, 2000) ble permanentinntektsregelen utledet på bakgrunn av en enkel, teoretisk modell for avveining av forbruk «i dag» mot forbruk «i morgen». Det ble imidlertid pekt på flere svakheter ved en slik handlingsregel dersom den spesifiserte modellen er for enkel:

- Det må tas hensyn til *framtidige økte utgiftsforpliktelser i form av utgifter til pensjoner og eldreomsorg* som følge av endret aldersstruktur i befolkningen. Dette bør en justere for ved å bruke mindre enn permanentinntekten i dag. Ellers ville en om noen år kunne bli tvunget til å bygge ned igjen et allerede etablert velferdstilbud.
- Den må også tas hensyn til *usikkerheten i oljeinntektene*. Permanentinntektsregelen tilsier at man låner for å øke konsumet når oljeressursene er oppdaget, men før de selges, dvs. gjøres om til penger. Med permanentinntektsregelen er usikre anslag på petroleumsreserver i bakken like mye verdt som «oljepenger i banken». At en slik strategi kan være risikofylt, erfarte Norge i 1986 da anslagene på framtidige oljeinntekter ble kraftig nedjustert som følge av oljeprisfallet. Usikkerheten i oljeinntektene tilsier at en bør legge seg på en mer forsiktig bruk av oljeinntektene enn det som følger av permanentinntektsregelen.

- Det må videre tas hensyn til *kostnader ved endringer i næringsstrukturen* som følge av rask innfasing av oljeinntektene. Dette bør en justere for ved eventuelt gradvis å tilpasse bruken av oljeinntektene til størrelsen på permanentinntekten.
- Det må dessuten tas hensyn til *kostnader ved opp- og nedskalering av det offentlige velferdstilbudet*. Erfaringene fra mange land er at det er svært vanskelig å bygge ned et allerede etablert velferdstilbud.

Dersom en permanentinntektsregel skulle vært brukt i statsbudsjettet for 2002, ville det gitt en kraftig økning i bruken av oljeinntekter. Situasjonen var således snudd helt rundt siden Steigum-utvalgets rapport fra 1988. Statens andel av permanentinntekten fra oljevirkksomheten ble i Nasjonalbudsjettet 2002 anslått til 86 mrd. kroner. Å følge permanentinntektsregelen ville medført en opptrapping av bruken av oljeinntekter på drøyt 55 mrd. kroner, en langt sterkere økning enn i Vegringsalternativet i figur 3.5. Det ville gitt et tilsvarende større behov for framtidig innstramming etter hvert som aldringen dro opp pensjons- og omsorgsutgiftene.

Den andre mulige handlingsregelen som ble vurdert, var å *bruke realavkastningen av Petroleumsfondet*, dvs. å legge opp til en bruk av oljeinntekter basert på et avkastningsfond. Et slikt alternativ ble første gang drøftet av Tempoutvalget i 1983 (NOU 1983: 27). Tempoutvalget tvilte riktignok på om det vil være mulig å skape politisk oppslutning om en slik strategi og foreslo i stedet et mer beskjedent stabiliseringsfond.⁷ I den offentlige debatten høsten 2000 kom imidlertid alternativet om å bruke realavkastningen av fondet opp på nytt, jf. Cappelen (2000). Med en slik handlingsregel ville det bare være olje og gass som allerede er hentet opp og solgt, som bestemte den løpende bruken av oljeinntekter. Dette innebar en mer forsiktig bruk av oljepenger enn å bruke permanentinntekten av hele petroleumsformuen.

Olsen og Skjæveland (op.cit.) peker på flere fordeler med en slik strategi:

⁷ Tempoutvalget skrev bl.a. følgende: «Ut fra de holdninger vi kjenner både i det politiske miljø og generelt i befolkningen, er det vanskelig å tenke seg at hundretalls av milliarder blir plassert som fordringer i utlandet, samtidig som en står overfor udekkede behov innenlands og kanskje også sviktende sysselsetting som nære og påtrengende problemer. De politiske organer må selv ta stilling til om en fondsoppbygging for å unngå framtidig inntektsnedgang er realistisk. Utvalget velger for sin del ikke å bygge på en slik forutsetning.»

- Denne regelen betyr at bruken av oljeinntekter baseres på den formuen vi har «på bok» (en fugl i hånden), ikke på usikre, framtidige inntekter basert på olje «i bakken» (ti fugler på taket).
- Det gir en gradvis innfasing av oljeinntektene, noe som innebærer at kostnadene ved å justere næringsstrukturen blir vesentlig redusert.
- Ved en mer gradvis innfasing reduseres risikoen for at det skal bli nødvendig med en framtidig reversering av etablerte offentlige velferdsordninger.

Selv om retningslinjen om å bruke realavkastningen av Petroleumsfondet framstår som vesentlig mer forsiktig enn permanentinntektsregelen, ble det i 2001 reist spørsmål ved om også denne regelen ville være for ekspansiv, spesielt i forhold til framtidige utgiftsforpliktelsener til pensjoner og omsorg, jf. IMF (2001), Holden (2001) og Rødseth (2001). Holden og Rødseth konkluderte likevel med at handlingsregelen ga en fornuftig balanse i budsjettpolitikken. Olsen og Skjæveland (op.cit.) pekte på at handlingsregelen gir en innfasing av oljeinntektene som et stykke på vei tar høyde for framtidig vekst i pensjonsutgiftene, men ikke fullt ut. Det ville derfor bli nødvendig med tiltak som kunne dempe veksten i framtidige offentlige utgifter, slik som endringer i pensjonssystemet eller tiltak for å effektivisere offentlige sektor. De pekte på at over tid er det ikke bærekraftig å overføre en så stor andel av inntektene i økonomien til pensjonsformål, uten at en større del av kostnaden bæres av den enkelte selv. Det er heller ikke bærekraftig å øke tjenesteproduksjonen i offentlig sektor dersom en ikke får mer ut av de ressursene som settes inn. Olsen og Skjæveland understreket at hvis slike endringer ikke ble gjennomført, og en heller ikke satte i verk tiltak for å øke inntektene, ville handlingsregelen føre til samme type omstillingsproblemer og behov for reversering av politikk som i Vegringsalternativet i Langtidsprogrammet, bare i noe mindre målestokk.

Olsen og Skjæveland pekte dessuten på følgende:

«Å bruke realavkastningen av Petroleumsfondet, slik den nye handlingsregelen sier, innebærer at vi aldri tærer på oljeformuen – vi bruker bare realavkastningen. Vi kjenner ikke eksempler på land som har satt til side sine naturressursinntekter og nøydt seg med bare å bruke avkastningen av den finansielle formuen som da bygger seg opp. Handlingsregelen fremstår dermed som en forholdsvis forsiktig

og ansvarlig – men også ambisiøs – forvaltning av vår naturressursrikdom. Den kan ses på som en pragmatisk avveining av de utfordringene vi står overfor både når det gjelder å unngå ustabilitet på kort sikt og å sikre at langsiktige hensyn knyttet til fallende oljeinntekter og økende pensjonsutgifter ivaretas på en god måte. Samtidig er handlingsregelen basert på et intuitivt og forholdsvis enkelt prinsipp.»

Videre ble det vist til flere eksempler på land som ikke har klart å håndtere stor naturressursrikdom til varig glede for befolkningen, med referanse til bl.a. Gelb (1988), Karl (1997), Sachs og Warner (2001), Hanneson (2001, 2002) og Gylfason (2002). Mangel på budsjett disiplin, dårlig formuesforvaltning og for liten oppmerksomhet mot tiltak som får økonomien til å fungere bedre, er åpenbare fallgruver.

3.2.5 Sammenhengen mellom fondssparingen og pensjonsforpliktelsene

I den offentlige debatten var det også framme forslag om å knytte bruken av oljeinntektene til en fonderingsstrategi for pensjonssystemet, jf. Moland-utvalgets innstilling (NOU 1998: 10) og Mork og Thøgersen (1998). En slik løsning var ikke blant alternativene man vurderte da handlingsregelen ble etablert. Det er ikke nevnt i St.meld. nr. 29, og finanskomiteens innstilling i saken viste til at denne problemstillingen skulle drøftes av Pensjonskommisjonen.

Pensjonskommisjonen (NOU 2004: 1) ga en grundig drøfting av problemstillingen og valgte ikke å forfølge et slikt forslag. Pensjonskommisjonen begrunnet dette bl.a. med:

«Ut fra en samlet vurdering har Pensjonskommisjonen kommet til at statens fondsoppbygging fortsatt bør skje i form av en *generell fondsoppbygging* som både reflekterer utviklingen i statens petroleumsinntekter og pensjonsforpliktelsene, og at det ikke bør etableres et rent forsikringsbasert pensjonsfond. I sin vurdering har Kommisjonen bl.a. lagt vekt på:

- En vil bare kunne fondere en begrenset del av de pensjonsforpliktelsene som allerede er bygget opp når Pensjonsfondet opprettes. Dette vil i betydelig grad redusere fordelene ved en fondsmodell som kun er knyttet til pensjonsforpliktelsene.
- De store svingningene en må regne med i kapitalavkastningen og andre forhold gjør at det vil være betydelig usikkerhet knyttet til

hvor store de årlige fondsavsetningene må være i en slik modell. En slik løsning vil derfor måtte bli vesentlig mer komplisert enn en bredere fondsløsning, med en risiko for store variasjoner i fondsavsetningene over tid.

- Etablering av et forsikringsbasert pensjonsfond (snevert fond) med stor grad av autonomi i forhold til resten av statsfinansene vil kunne gjøre det vanskeligere å foreta helhetlige avveier mellom pensjonsutgiftene og statens utgifter og inntekter på andre områder.»

Pensjonskommisjonen anbefalte imidlertid at man tydeliggjorde sammenhengen mellom statens sparing og pensjonsforpliktelsene. Kommisjonen foreslo derfor at det ble etablert et nytt *Statens pensjonsfond* basert på det daværende Petroleumsfondet og Folketrygdfondet. Kommisjonen foreslo også flere tiltak for å tydeliggjøre sammenhengen mellom fondssparingen og pensjonsforpliktelsene, men frarådet altså et pensjonsfond i juridisk eller regnskapsmessig forstand.

3.3 Handlingsregelen for bruk av oljeinntekter

3.3.1 Hovedhensyn ved økt bruk av oljeinntekter

St.meld. nr. 29 (2000–2001), der de nye retningslinjene for finans- og pengepolitikken ble lagt fram, understreker at den økonomiske politikken må ivareta følgende hovedhensyn:

- Den økonomiske politikken må bidra til *en stabil økonomisk utvikling*, hvor en unngår unødige sterke konjunkturutslag. Pengepolitikken kan i noen grad avlaste budsjettpolitikken i å stabilisere økonomien, men en bør være varsom med å legge for store byrder på pengepolitikken.
- Den økonomiske politikken må være *opprettholdbar over tid*, slik at det ikke etter noen år blir nødvendig med store politikkomlegginger som kan svekke grunnlaget for velferden. Etter hvert avtar petroleumsinntektene, samtidig som utgiftene til pensjoner og omsorg øker kraftig. Dersom vi skal klare å møte disse utfordringene uten å måtte foreta vesentlige innstramminger i budsjettet i framtiden, er det nødvendig at store deler av de høye oljeinntektene det nærmeste tiåret avsettes i Petroleumsfondet.
- Den økonomiske politikken må bidra til en *effektiv utnyttelse av ressursene* både i offentlig og privat sektor. Handlingsrommet i budsjettpolitikken bestemmes ikke primært av hvor

mye oljeinntekter som er tilgjengelig, men av arbeidsstyrkens størrelse og kompetanse og av hvor effektivt vi utnytter våre ressurser. Utformingen av budsjettpolitikken må støtte opp under hensynet til en effektiv økonomi.

St.meld. nr. 29 peker videre på at i vurderingen av hvordan petroleumsinntektene skal fases inn i årene framover, må bl.a. følgende avveier være sentrale:

- Hensynet til en jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet tilsier isolert sett stor tilbakeholdenhet i bruken av oljeinntekter de nærmeste to tiårene. De oppsparte oljeinntektene kan da benyttes til å dekke økte framtidige utgifter, spesielt etter 2020. En sterk opptrapping i bruken av oljeinntektene i disse årene vil imidlertid kunne lede til sterk pris- og kostnadsvekst og føre til store omstillingsproblemer for konkurranseutsatt sektor i denne perioden.
- Hensynet til å oppnå en stabil utvikling i økonomien over tid, både før og etter 2020, trekker i retning av en forholdsvis jevn innfasing av oljeinntektene. Jo mer en øker bruken av petroleumsinntektene det nærmeste tiåret, dess større blir behovet for at en på et senere tidspunkt må sette i verk tiltak for å styrke de offentlige budsjettene for å oppnå en jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet.
- Hensynet til konkurranseutsatt sektor og hensynet til å unngå store omstillinger i økonomien må tillegges stor vekt. Økt bruk av oljeinntekter vil kunne øke aktiviteten i økonomien. I en situasjon med høy kapasitetsutnyttelse vil dette kunne føre til en svekkelse av det konkurranseutsatte næringslivet. Ved innfasingen av oljeinntekter må en derfor legge stor vekt på å sikre en fortsatt sterk konkurranseutsatt sektor, slik at en får en langsiktig balansert utvikling i norsk økonomi. Både våre egne og andre lands erfaringer viser at for sterk bruk av oljeinntekter kan gi store omstillingskostnader og ledighetsproblemer (hollandsk syke).
- Hensynet til usikkerhet i framtidige oljeinntekter taler for stor grad av forsiktighet i bruken av dem.
- En bør ikke basere den økonomiske politikken på at skatte- og avgiftsnivået skal øke. Snarere bør noe av det handlingsrommet økt innfasing av oljeinntekter gir, over tid benyttes til å redusere skatter og avgifter. Et høyt skattenivå medfører samfunnsøkonomiske kostnader, for eksempel ved at arbeidsstyrken reduseres. I en stadig tettere integrert verden reduseres dess-

uten mulighetene for å ha et skatte- og avgiftsnivå som avviker mye fra andre land.

På bakgrunn av disse hovedhensynene og avveiningene konkluderte St.meld. nr. 29 (2000–2001) med følgende:

«Inntektene fra petroleumsproduksjonen har blitt betydelig høyere de siste to årene enn tidligere lagt til grunn. Dette har gitt store avsetninger i Statens petroleumsfond, og økt rom for bruk av avkastningen av disse midlene. Fondet forventes også å vokse betydelig i årene framover. Dette har økt handlefriheten i budsjettpolitikken. Regjeringen mener på denne bakgrunn at det er behov for en klar, langsiktig strategi for bruken av oljeinntektene.

Regjeringen har lagt vekt på at en retningslinje for bruken av oljeinntektene som ivaretar hensynene stilt opp ovenfor, samtidig må være forholdsvis enkel og bør kunne fungere som en rettesnor i det løpende budsjettarbeidet. Et nærliggende alternativ vil være å legge opp til en bruk tilsvarende om lag den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. En politikk basert på å bruke forventet realavkastning av Petroleumsfondet sikrer at realverdien av fondet ikke reduseres. Når alle inntektene fra petroleumsvirksomheten avsettes i Petroleumsfondet og en bare bruker avkastningen, vil fondet fortsette å vokse i årene som kommer. Samtidig baseres bruken på realiserte inntektsstrømmer fra oljevirksomheten, og ikke usikre framtidige inntekter.

Etter en samlet vurdering vil Regjeringen legge til grunn følgende som retningslinje for budsjettpolitikken:

- Det må legges stor vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet.
- Petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien. Det legges til grunn en innfasing om lag i takt med forventet realavkastning av Petroleumsfondet.»

Hensynene og avveiningene ovenfor, som sto sentralt da handlingsregelen ble lagt fram i 2001, har også stått sentralt når man i senere budsjetter har begrunnet de konkrete budsjettoppleggene. Særlig viktig har dette vært når man har avveket fra den såkalte 4-prosentbanen, noe som har vært situasjonen i de fleste år etter 2002. Kapittel 4 gir en oversikt over praktiseringen av handlingsregelen i årene 2002–2015, herunder hvordan budsjettoppleggene har vært begrunnet.

3.3.2 Handlingsregelen som operativt styringsmål

Handlingsregelen er i utgangspunktet enkel å forklare; man kan bruke realavkastningen av Statens pensjonsfond utland, tidligere Petroleumsfondet. Men når dette skal gjøres operasjonelt for budsjettvedtak i regjering og Storting, er det behov for en del presiseringer. St.meld. nr. 29 (2000–2001) pekte på at bruken av oljeinntekter burde måles ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, at forventet realavkastning av fondet var anslått til 4 pst. av fondskapitalen ved inngangen til året, og at endringer i avkastningsbanen som skyldtes store endringer i fondskapitalen, burde jevnes ut over flere år.

I tilleggspolisjonen fra Bondevik II-regjeringen, framlagt i november 2001, ble disse momentene omtalt som følger:

«Den løpende anvendelsen av handlingsregelen for budsjettpolitikken er basert på følgende rettesnor:

- For det enkelte budsjettår skal det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet om lag tilsvare *forventet* realavkastning av Petroleumsfondet ved inngangen til budsjettåret.
- Forventet *realavkastning* av Petroleumsfondet anslås med utgangspunkt i *en rate på 4 pst.*
- Ved *særskilt store endringer* i fondskapitalen eller i faktorer som påvirker det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet fra et år til det neste, *vil endringen i innfasingen av oljeinntekter bli fordelt over flere år*, basert på et anslag på størrelsen på realavkastningen av Petroleumsfondet noen år fram i tid.»

Nedenfor går det nærmere inn på momentene som er kursivert i punktlisten over. Momentene er også omtalt i senere budsjett dokumenter, men ordlyden har variert litt over tid.

Hvorfor det strukturelle, og ikke det faktiske, underskuddet?

Forskjellen mellom strukturelt og faktisk underskudd ligger i tre forhold. Det første har med konjunktursituasjonen å gjøre. I en høykonjunktur er skatteinntektene høye og utgiftene til arbeidsledighetstrygd lave. I en lavkonjunktur er det motsatt. Slike konjunkturmessige utslag på budsjettbalansen bør en korrigere for når en skal vurdere innretningen av budsjettpolitikken. Ved å gjen-

nomføre slike aktivitetskorreksjoner legges det også til rette for at de såkalte automatiske stabilisatorene kan få virke. Hvis en setter et mål for utviklingen i budsjettbalansen uten å ta hensyn til de konjunkturelle utslagene i skatter, avgifter og enkelte utgifter, må en stramme inn på andre poster i budsjettet når skattene faller eller arbeidsledigheten øker i en nedgangskonjunktur. Motsatt kan man øke utgiftene eller redusere skattenivået når skattene øker eller arbeidsledigheten går ned i en oppgangskonjunktur. En slik budsjettpolitikk ville bidra til å forsterke konjunktursvingningene.

Den andre forskjellen mellom strukturelt og faktisk underskudd er knyttet til regnskapsmessige omlegginger, som ikke påvirker den underliggende utviklingen i budsjettbalansen.

Den tredje forskjellen er knyttet til enkelte inntekts- og utgiftsposter som kan variere fra år til år, uten at variasjonene nødvendigvis skyldes endringer i aktiviteten i norsk økonomi. Det gjelder overføringene fra Norges Bank og i noen grad også statens renteinntekter og renteutgifter. For disse postene korrigerer en for forskjellen mellom et anslått normalnivå og de faktiske inntekts- og utgiftstallene.

Når en ser bakover i tid, bidrar korreksjonene til at det strukturelle underskuddet blir mer stabilt over tid enn de faktiske tallene for det oljekorrigerede underskuddet. Når en ser framover, legger korreksjonene som nevnt til rette for at de automatiske stabilisatorene kan få virke. Det fordrer imidlertid at metodene som brukes gir et rimelig godt grunnlag for å fange opp den underliggende utviklingen i skatter, avgifter og ledighetstrygd.

Vedlegg 2 går nærmere inn på beregning av den strukturelle budsjettbalansen.

Hvorfor forventet fondsavkastning, og hvorfor en rate på 4 prosent?

Den løpende avkastningen i fondet kan variere kraftig fra år til år, avhengig av utviklingen i aksje- og obligasjonskurser. Det ville skapt betydelig ustabilitet i norsk økonomi om bruken av oljeinntekter skulle variere i takt med dette. Ved å basere politikken på forventet realavkastning av fondet, skapes større stabilitet. Anslaget på 4 pst. var konsistent med formuesberegningene Finansdepartementet i flere år hadde presentert i nasjonalbudsjetter og langtidsprogram. Anslaget hadde støtte bl.a. i bakoverskuende beregninger for det siste hundreåret.

Kapittel 9 går nærmere inn på anslag for forventet fondsavkastning og usikkerheten i anslagene.

Hvorfor fondsverdien ved inngangen til budsjettåret?

Grunnen til at inngangen til budsjettåret ble fastsatt som måletidspunktet, var først og fremst hensynet til å forenkle beslutningsprosessen når regjering og Storting skal vedta et budsjett. Formuen ved inngangen til budsjettåret kan anslås med større sikkerhet enn aktuelle alternativer, som f.eks. gjennomsnittlig formuesverdi i budsjettåret. Dessuten unngår man at oljeprisendringer gjennom budsjettåret påvirker handlingsrommet i budsjettpolitikken. De vil først slå ut i det påfølgende budsjettåret.

4 pst. av fondskapitalen ved inngangen til 2001 svarte for øvrig godt til anslaget for bruken av oljeinntekter dette året i St.meld. nr. 29 (2000–2001). Man kunne således ta handlingsregelen i bruk uten først å måtte bringe bruken av oljeinntekter i samsvar med den nye regelen.

Hvorfor har man valgt realavkastning?

Den løpende fondsavkastningen kan deles i to – en del som skal kompensere for den årlige prisstigningen, og realavkastningen. Dersom man hadde lagt opp til å bruke hele (den nominelle) avkastningen, ville fondets reelle verdi blitt redusert over tid. Slik handlingsregelen ble utformet, opprettholdes realverdien av fondskapitalen, selv når tilførselen til fondet stopper opp.

Olsen og Skjæveland (op.cit) peker på at et alternativ kunne vært å anvende en vekstjustert realrente. Dette ville gitt større sparing i fondet og lagt til rette for at fondet på lang sikt ville stabilisere seg som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. De framholder imidlertid at en motforestilling mot en slik tilnærming er at den økonomiske veksten over tid først og fremst skyldes økt produktivitet, og dermed inntekt. Desto høyere produktivitetsveksten blir i årene framover, desto rikere blir framtidige generasjoner. Det kan virke urimelig at dette i seg selv skal tilsi økt sparing i dag.

Glatting av store endringer

Det siste strekpunktet beskriver en mekanisme som kan komme til anvendelse ved store endringer i fondskapitalen, f.eks. som følge av et kraftig aksjekursfall eller store endringer i kronekursen. Tilsvarende kan en oppleve at anslaget på det strukturelle underskuddet endres kraftig uten at dette har sammenheng med vedtatte endringer i budsjettet. I slike situasjoner skal konsekven-

sene for bruken av oljeinntekter kunne fordeles over flere år. Dette samsvarer med grunnidéen bak handlingsregelen – politikken skal innrettes mot en jevn innfasing av oljeinntektene i økonomien og en stabil økonomisk utvikling.

I prinsippet er det tre typer endringer som kan påvirke avstanden mellom bruken av oljeinntekter og 4-prosentbanen:

- Store endringer i oljeprisen i et gitt budsjettår vil slå ut i tilførselen av midler til fondet, men bare 4 pst. av endringen i statens inntekter fra oljevirkosomheten vil slå ut i endret handlingsrom i budsjettpolitikken, og da først i det påfølgende budsjettåret. Fondsmekanismen og handlingsregelen bidrar således til at denne typen usikkerhet gir relativt beskjedne utslag i budsjettpolitikken.
- Endringer i fondskapitalen vil kunne gi vesentlig større utslag. Fondets verdi kan endres både som et resultat av endret tilførsel på grunn av endringer i oljeinntektene, endringer i uttaket fra fondet, avkastningen i de internasjonale finansmarkedene og endringer i verdien på den norske kronen. Endringer i verdien på fondet fra et år til det neste på 10–20 pst. kan langt fra utelukkes. Slike store endringer må åpenbart gattes ut over flere år, i tråd med intensjonen om jevn innfasing og en stabil økonomisk utvikling.
- Konjunkturendringer skal i utgangspunktet ikke påvirke handlingsrommet i budsjettpolitikken, siden bruken av oljeinntekter måles ved det strukturelle, og ikke det faktiske, oljekorrigerte underskuddet. I praksis er det imidlertid svært vanskelig å skille mellom endringer i budsjettet som skyldes konjunkturer og endringer av mer strukturell karakter. Anslag for strukturelle budsjettbalanser kan derfor bli gjenstand for betydelige revisjoner, jf. drøfting av dette i kapittel 6 og vedlegg 2. Usikkerheten i slike beregninger kan ha betydning for om det er behov for sikkerhetsmarginer ved valg av forventingsbane for det strukturelle underskuddet.

Da handlingsregelen ble innført i 2001, var fondet beskjedent i forhold til hvor stort det er blitt i dag. Den type usikkerhet som store endringer i fondskapitalen fra ett år til det neste representerer, framsto derfor ikke som like presserende som de gjør i dag. Det ble laget et robust opplegg for å håndtere kortsiktige svingninger i oljepris og oljeinntekter, mens opplegget for å håndtere svingninger i fondskapitalen var noe mindre utviklet.

3.3.3 Rolledelingen i stabiliseringspolitikken etter 2001

Når budsjettpolitikken ble gitt en mer eksplisitt langsiktig forankring, økte også behovet for å gi pengepolitikken en klarere rolle i stabiliseringspolitikken. Inflasjonsmålet som Norges Bank fikk for sin rentesetting – en årlig vekst i konsumprisen på rundt 2,5 pst. – ga pengepolitikken en slik rolle. Når man bestemte seg for en gradvis økning i bruken av oljeinntekter, var den gamle retningslinjen om stabil kronekurs ikke lenger tilstrekkelig for å sikre lav og stabil inflasjon og et stabilt økonomisk forløp.

En slik klargjøring av pengepolitikken rolle ble sett på som spesielt viktig når en i budsjettpolitikken la opp til økt bruk av oljeinntekter. Gjennom dette fikk budsjettpolitikken et mer langsiktig siktemål, mens pengepolitikken overtok noe av budsjettpolitikken ansvar for å stabilisere den økonomiske utviklingen.

St.meld. nr. 29 (2000–2001) la vekt på at den nye målformuleringen for pengepolitikken var godt i tråd med hvordan pengepolitikken er lagt opp i mange andre land. Olsen og Skjæveland (2002) framhever at det samme gjaldt forskyvningen i arbeidsdelingen i stabiliseringspolitikken.

I St.meld. nr. 29 understrekes likevel at finanspolitikken fortsatt skulle ha en sentral rolle i konjunkturstyringen. Dette ble begrunnet med at midlene som disponeres over statsbudsjettet, utgjør en så stor del av den samlede økonomien i Norge at det i praksis ikke er mulig å få en stabil økonomisk utvikling uten at budsjettpolitikken tar sin del av ansvaret. Pengepolitikken kan i noen grad avlaste budsjettpolitikken i å stabilisere økonomien. I St.meld. nr. 29 sies det samtidig at en bør være varsom med å legge for store byrder på pengepolitikken.

I praksis fikk pengepolitikken ganske raskt et hovedansvar i konjunkturstyringen, og i proposisjonen der tiltakspakken ble lagt fram i januar 2009, omtales pengepolitikken som førstelinjeforsvaret for å møte et tilbakeslag i økonomien. Liknende formulering er siden blitt brukt mange ganger i budsjettokumentene. Samtidig har det hele tiden blitt understreket av ved store konjunkturbevegelser må også finanspolitikken bidra.

Olsen og Skjæveland (op.cit.) peker på noen avveieringer man står overfor når budsjettpolitikken brukes i konjunkturstyringen:

- En må ta hensyn til at budsjettpolitikken og pengepolitikken virker sammen for å skape en stabil utvikling i økonomien. Stimuleres økono-

mien gjennom budsjettpolitikken, innebærer dette isolert sett behov for en strammere pengepolitikk. De nye retningslinjene innebærer en forskyvning i retning av at pengepolitikken skal bidra til å stabilisere den økonomiske utviklingen. Dette betyr ikke at det ikke kan oppstå situasjoner der en aktiv bruk av finanspolitikken er påkrevet, enten fordi arbeidsledigheten øker, eller motsatt – at kapasitetsutnyttelsen er svært høy.

- Dersom en avviker fra handlingsregelen i retning av å bruke mer oljeinntekter, har dette også en annen side – hensynet til troverdigheten i budsjettpolitikken. Er det troverdig at myndighetene vil klare å vende tilbake til banen for forventet fondsavkastning dersom en går langt i retning av å legge bruken av oljeinntekter på et høyere nivå? Et viktig siktemål med den økonomiske politikken i Norge siden 1986 har vært å redusere norsk økonomis følsomhet overfor raske svingninger i de løpende inntektene fra oljevirkosomheten. Etter en krevende tilpasningsperiode gjennom slutten av 1980-tallet og inn på 1990-tallet, lyktes man langt på vei med dette. Forsiktigheten gjorde at man på nytt fikk handlefrihet i budsjettpolitikken og derfor kunne legge opp til gradvis, forsiktig økt bruk av oljeinntekter. Våre egne historiske erfaringer, og erfaringer fra andre land, viser imidlertid at det er lett å øke pengebruken over offentlige budsjetter, mens det er vanskeligere å stramme inn igjen. Denne asymmetrien innebærer at en i budsjettpolitikken bør være forsiktige med å gå for raskt fram med å øke bruken av oljeinntektene. Slike overveielser sto sentralt da en etablerte den nye handlingsregelen for bruken av oljeinntektene.

I årene etter at inflasjonsmålet ble innført har det skjedd betydelige endringer i måten pengepolitikken utøves på. Endringene har bidratt til å befeste pengepolitikkenes rolle i konjunkturstyringen. Thøgersen (2011) gir en oversikt over «pengepolitikkenes evolusjon» i det førte tiåret etter at inflasjonsmålet ble innført. I årene deretter har endringene i pengepolitikken særlig dreid seg om en bedre og mer metodisk integrering av hensynet til finansiell stabilitet (robusthet) i de løpende pengepolitiske vurderingene.

Arbeidsdelingen mellom finans- og pengepolitikken i lys av økonomisk litteratur og internasjonale erfaringer drøftes nærmere i kapittel 5.

3.4 Oljepengebruk og vekstevnen i norsk økonomi

I St.meld. nr. 29 (2000–2001) ble det understreket at det ikke er likegyldig hvordan staten bruker sine midler. Produksjonen i Fastlands-Norge utgjør om lag 4/5 av den samlede produksjonen i norsk økonomi, og denne andelen ville etter hvert øke. Det ble derfor framhevet at det skal ikke stort inntektstap til i resten av økonomien før den økte handlefriheten som petroleumsinntektene gir, er brukt opp. På lang sikt er det således vekstevnen i fastlandsøkonomien som bestemmer velferdsutviklingen i Norge. I en slik sammenheng er det størrelsen på og utnyttelsen av arbeidsstyrken og andre ressurser som betyr mest for den økonomiske veksten, og dermed for omfanget av de offentlige velferdsordningene.

På denne bakgrunn la St.meld. nr. 29 (2000–2001) vekt på at handlingsrommet som økt bruk av oljeinntekter gir, skulle brukes på en måte som også ville styrke vekstevnen til norsk økonomi. Det ble pekt på at lavere skatter og avgifter kan gi næringslivet bedre arbeidsvilkår, slik at konkurransevnen styrkes. Tilsvarende vil tiltak for en bedret infrastruktur, samt tiltak for å bringe fram ny kunnskap gjennom forskning og utvikling, bidra til å styrke vekstevnen. Styrket vekstevne og høyere arbeidstilbud vil i seg selv trygge grunnlaget for de offentlige velferdsordningene.

Ved Stortingets behandling av de nye retningslinjene for den økonomiske politikken sluttet finanskomiteen seg til at det på lang sikt er vekstevnen i fastlandsøkonomien som bestemmer velferdsutviklingen i Norge. Det ble understreket at en økning i bruken av petroleumsinntekter bør rettes inn mot tiltak som kan øke produktiviteten, og dermed vekstevnen, i resten av økonomien. En enstemmig finanskomité pekte på at skatte- og avgiftspolitikken og satsing på infrastruktur, utdanning og forskning er viktig for å få en mer velfungerende økonomi. Komiteen uttrykte videre at det er avgjørende å sørge for en mest mulig effektiv bruk av de store ressursene som brukes både i offentlig og privat sektor. Det må unngås at petroleumsformuen og -inntektene brukes som unnskyldning for å la være å foreta nødvendige systemreformer. Komiteen var også oppatt av at tilgangen på arbeidskraft burde bedres gjennom tiltak på en bred front.

Mandatet for utvalget spesifiserer at det skal vurderes hvordan det innenfor rammene av retningslinjene i større grad bør tas hensyn til behovet for å fremme vekstevnen i fastlandsøkonomien. Dette drøftes i kapittel 11.

3.5 Referanser

- Cappelen, Ådne (2000): *Om bruk av oljeinntekter innenlands*, notat av 6. november 2000, opprinnelig fra SSBs nettsider.
- Eriksen, Tore (2014): *Oljeinntektene til varig glede*, i Finansdepartementet 200 år – Norsk økonomi fra bankerott til overskudd, Finansdepartementet.
- Gelb, Alan (1988): *Oil Windfalls: Blessing or Curse?* World Bank Research Publication.
- Gjedrem, Svein (2011): *Statens pensjonsfond utland: Bakgrunn og noen utviklingstrekk*, i Finansråd i utfordrende tider – Om forvaltning og økonomisk politikk, festskrift til Tore Eriksen, Finansdepartementet 2011.
- Gylfason, Thorvaldur (2002): *Moder jord – medspiller eller motspiller?* i Hva gjør oljeinntektene med oss? redigert av Arne Jon Isachsen, J.W. Cappelens forlag, 2002.
- Hannesson, Rögnvaldur (2001): *Investing for sustainability – the management of mineral wealth*, Kluwer Academic Publishers.
- Hannesson, Rögnvaldur (2002): *Oljeinntekter – andre lands erfaringer*, i Hva gjør oljeinntektene med oss? redigert av Arne Jon Isachsen, J.W. Cappelens forlag, 2002.
- Holden, Steinar (2001): *Oljepenger og «ubetalte regninger»*, Økonomisk Forum nr. 8/2001.
- IMF (2001): *Norway Article IV Consultation – Concluding Statement of Mission*, 6. desember 2001.
- Innst. O. nr. 32 (1989–90) *Innstilling fra finanskomiteen om lov om Statens petroleumsfond.*
- Innst. S. nr. 229 (2000–2001) *Innstilling fra finanskomiteen om retningslinjer for den økonomiske politikken.*
- Karl, Terry Lynn (1997): *The Paradox of Plenty: Oil booms and Petro States*. University of California Press.
- Lie, Einar (2001): *Langsiktighet og styringssvikt i den økonomiske politikken*, i Den fragmenterte staten, redigert av Bent Sofus Tranøy og Øyvind Østerud, Makt- og demokratiutredningen 1998–2003, Gyldendal Norsk Forlag.
- Lie, Einar (2012): *Norsk økonomisk politikk etter 1905*, Universitetsforlaget.
- Mork, Knut Anton og Øystein Thøgersen (1998): *Legg oljepenger i et pensjonsfond*, kronikk i Dagens Næringsliv 08.05.1998.
- NOU 1983: 27 *Petroleumsvirksomhetens framtid* (Tempo-utvalget).
- NOU 1988: 21 *Norsk økonomi i forandring* (Steigum-utvalget).
- NOU 1998: 10 *Fondering av folketrygden?* (Moland-utvalget).
- NOU 2004: 1 *Modernisert folketrygd* (Pensjonskommissjonen).
- OECD (2015): *Going for Growth 2015*, OECD Publishing.
- Olsen, Øystein og Arent Skjæveland (2002): *Handlingsregelen for bruken av oljeinntekter*, i Hva gjør oljeinntektene med oss? redigert av Arne Jon Isachsen, J.W. Cappelens forlag, 2002.
- Olsen, Øystein og Yngvar Tveit (2002): *Statens petroleumsfond – et redskap for langsiktig forvaltning av oljeformuen*, i Hva gjør oljeinntektene med oss? redigert av Arne Jon Isachsen, J.W. Cappelens forlag, 2002.
- Ot.prp. nr. 2 (2005–2006) *Om lov om Statens pensjonsfond.*
- Ot.prp. nr. 29 (1989–90) *Om lov om Statens petroleumsfond.*
- Rødseth, Asbjørn (2001): *The new guideline for spending petroleum revenues – A problem for stabilisation policy?* Innlegg på høstkonferansen til Samfunnsøkonomenes Forening, 30. oktober 2001. <http://folk.uio.no/asro/Guidelines.pdf>
- Rødseth, Asbjørn (2014): *Høg fart og hard landing*, i Finansdepartementet 200 år – Norsk økonomi fra bankerott til overskudd, Finansdepartementet.
- Sachs J. D. and A. M. Warner (2001): *The curse of natural resources*, European Economic Review 45 (2001), 827–838.
- St.meld. nr. 2 (1994–95) *Revidert nasjonalbudsjett 1995.*
- St.meld. nr. 2 (1996–97) *Revidert nasjonalbudsjett 1997.*
- St.meld. nr. 29 (2000–2001) *Retningslinjer for den økonomiske politikken.*
- St.meld. nr. 30 (2000–2001) *Langtidsprogrammet 2002–2005.*
- Thøgersen, Øystein (2011): *Pengepolitikkenes evolusjon*, i Finansråd i utfordrende tider – Om forvaltning og økonomisk politikk, festskrift til Tore Eriksen, Finansdepartementet 2001. Også utgitt som SNF Arbeidsnotat Nr 36/11.
- Valdes, Rodrigo O. og Engel, Eduardo (2000): *Optimal Fiscal Strategy for Oil Exporting Countries*, IMF Working Paper No. 00/118.

Kapittel 4

Praktiseringen av handlingsregelen i årene 2002–2015

4.1 Innledning

Dette kapitlet tar opp hvordan retningslinjene for bruk av oljeinntekter har vært praktisert i budsjettframleggene i den perioden handlingsregelen har virket. Det gjøres med utgangspunkt i hvordan opplegget for finanspolitikken i det enkelte år har blitt begrunnet i denne perioden, dvs. budsjettårene 2002–2015. Utvalgets vurdering av hvordan handlingsregelen har fungert i disse årene, følger i kapittel 6.

Praktiseringen av handlingsregelen må vurderes opp mot hva regelen sier om bruken av oljeinntekter. Den løpende anvendelsen av handlingsregelen har vært basert på følgende:

- Petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien. Det legges til grunn en innfasing om lag i takt med forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet skal om lag tilsvare forventet realavkastning av fondet ved inngangen til budsjettåret. Ved beregning av den forventede realavkastningen er det lagt til grunn en realrente på 4 pst.
- Det legges stor vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet.
- Ved særskilt store endringer i fondskapitalen eller i faktorer som påvirker det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet fra et år til det neste, vil endringen i innfasingen av oljeinntekter bli fordelt over flere år, basert på et anslag på størrelsen på realavkastningen av Pensjonsfondet noen år fram i tid.

Det vises til nærmere drøfting av hvordan disse hensynene er blitt begrunnet i avsnittene 3.3.1 og 3.3.2 i kapitlet om etableringen av handlingsregelen.

4.2 Begrunnelsen for innretningen av finanspolitikken

Praktiseringen av handlingsregelen fra og med 2002 har tatt utgangspunkt i at bruken av oljeinntekter over tid skal følge 4-prosentbanen. Samtidig har det vært lagt vekt på den økonomiske situasjonen og vekstutsiktene framover, hensynet til kronkurs og konkurranseutsatt sektor, de langsiktige utfordringene knyttet til aldringen av befolkningen og at store endringer i fondskapitalen må jevnes ut over flere år. Høye boligpriser, og fare for at dette kan gi finansiell ustabilitet, er også blitt tillagt vekt. De grunnleggende hensynene har i hovedsak ligget fast, men vektleggingen av ulike hensyn har naturlig nok endret seg med konjunktorene og med hvor stor avstanden har vært mellom bruken av oljeinntekter og 4-prosentbanen.

4.2.1 Handlingsregelen fra starten og fram til finanskrisen (2001–2008)

Det første budsjettet som ble lagt fram etter at handlingsregelen ble introdusert, la opp til en oljepongebruk i 2002 tilsvarende nøyaktig 4 pst. av fondets verdi. Dette ble videreført i tilleggsproposisjonen lagt fram av Regjeringen Bondevik II høsten 2001.

Men så ble det mer krevende. To ganger har bruken av oljeinntekter ligget så langt over 4-prosentbanen at det ble stilt spørsmålsteget ved handlingsregelens troverdighet. Første gang var for budsjettårene 2003–2004. Andre gang var i budsjettene for 2010–2011 etter tiltakene for å motvirke fallet i aktivitet som fulgte av den internasjonale finanskrisen. Begge gangene opplevde man en kombinasjon av svak vekst i norsk økonomi og svak utvikling i fondet. Selv om 4-prosentbanen måtte nedjusteres, tilsa hensynet til økonomisk stabilisering likevel en ekspansiv finanspolitikk. Resultatet ble raskt økende avstand til 4-prosentbanen.

I Nasjonalbudsjettet 2003, lagt fram høsten 2002, ble det anslått en nedgang i fondskapitalen

gjennom 2002. Dette tilsa redusert bruk av oljeinntekter fra 2002 til 2003 dersom 4-prosentregelen skulle anvendes mekanisk. I meldingen heter det bl.a. følgende:

«Den negative utviklingen på aksjemarkedet og styrkingen av kronkursen hittil i år bidrar isolert sett til å redusere verdien av Petroleumsfondet. Fondets størrelse ved utgangen av 2002 anslås nå til om lag 666 mrd. kroner. Dette er 110 mrd. kroner mindre enn anslaget i Revidert nasjonalbudsjett 2002. Styrkingen av kronkursen forklarer over halvparten av dette verditapet. Selv om verdien av Petroleumsfondet målt i kroner blir redusert når kronkursen styrkes, påvirkes ikke fondets internasjonale kjøpekraft.

Muligheten for betydelige svingninger i aksjekurser, oljepris og valutakurser var én av grunnene til at en i St.meld. nr. 29 (2000–2001) uttrykte at

‘Ved særskilt store endringer i fondskapitalen eller i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet fra ett år til det neste, må endringen i bruken fordeles over flere år, basert på et anslag på størrelsen av realavkastningen av Petroleumsfondet noen år fram i tid.’

Utviklingen i fondets markedsverdi det siste halve året er et eksempel på «særskilt store endringer i fondskapitalen». Retningslinjen for budsjettpolitikken tilsier dermed at den uventet svake utviklingen i fondskapitalen i 2002, regnet i norske kroner, ikke skal slå fullt ut i budsjettopplegget for 2003, men at en sikter mot en jevn innfasing over tid.

Dersom en i 2003 skulle legge opp til en bruk av oljeinntekter tilsvarende 4 pst. av Petroleumsfondet ved inngangen til året, ville det gitt en nedgang i bruken av oljeinntekter på vel 2 mrd. kroner fra året før, etter en økning på over 5 mrd. kroner i inneværende år. For 2004 gir en slik mekanisk regel en forventet økning i bruken av oljeinntekter på vel 6 mrd. kroner fra året før, fallende til rundt 3 mrd. kroner mot slutten av dette tiåret. [...]

En utjevning av innfasingen av petroleumsinntekter i norsk økonomi er i tråd med omleggingen av budsjettpolitikken. Målet var å etablere et langsiktig forsvarlig nivå på bruken av disse inntektene, samtidig som bruken av dem skulle øke jevnt fra år til år. Både kortsiktige og langsiktige stabiliseringshensyn tilsier at en jevn økning i bruken av petroleumsinntekter er å foretrekke framfor en politikk der innfasingen svinger betydelig fra år til år.»

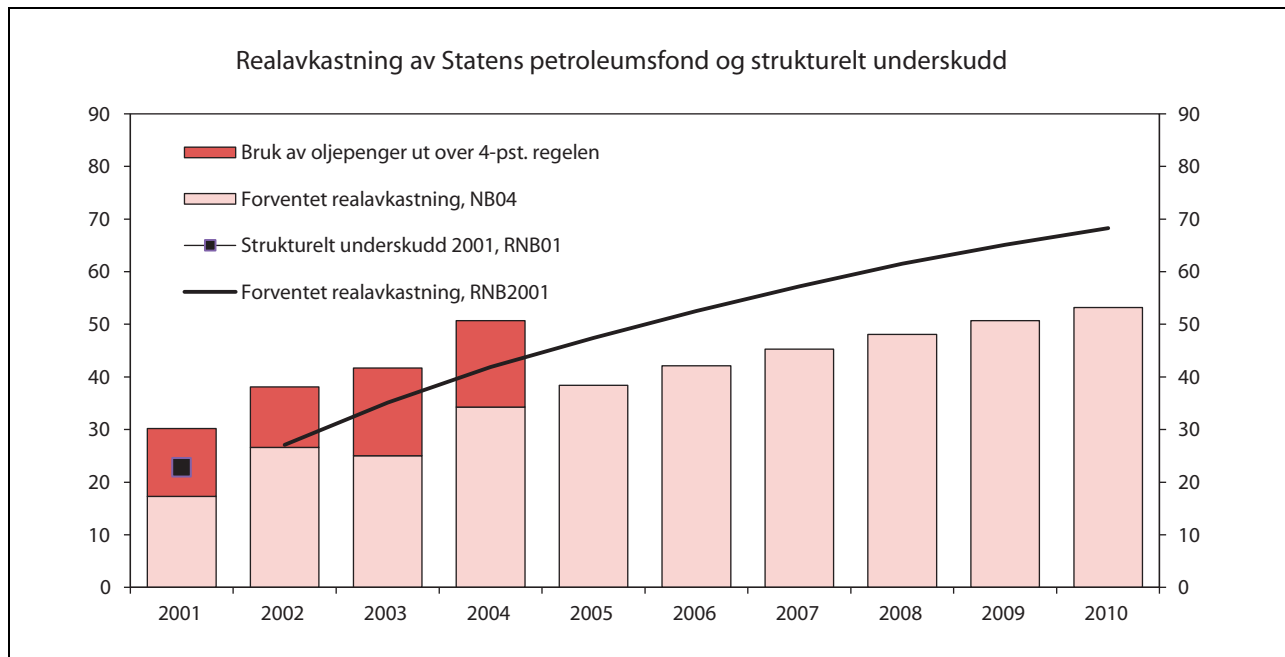
Dette var første gang regelen om å glatte bruken av oljeinntekter ved store endringer i fondskapitalen kom til anvendelse.

Året etter var situasjonen blitt enda mer krevende. Veksten i norsk økonomi svekket seg, sysselsettingen falt gjennom 2003 og arbeidsledigheten økte. Samtidig ble anslaget for det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet i 2002 satt opp, slik at oljepengebruken var vurdert å ligge høyere enn det en først hadde trodd. I Nasjonalbudsjettet 2004, lagt fram høsten 2003, heter det:

«Dersom en nå skulle bringe bruken av petroleumsinntekter ned på linje med forventet realavkastning av kapitalen i Statens petroleumsfond, måtte budsjettpolitikken ha vært strammet kraftig til i en situasjon med høy arbeidsledighet. Dette ville ha vært uheldig, og i strid med intensjonen i retningslinjene om jevn innfasing av oljeinntektene. En slik kraftig innstramming ville motvirket en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting.

Budsjettpolitikken for 2004 er utformet for å balansere to hovedhensyn:

- *Bruken av oljeinntekter* er kommet opp på et relativt høyt nivå, samtidig som handlingsrommet i budsjettpolitikken framover er redusert. Det er imidlertid ikke opprettholdbart på varig basis å ha et strukturelt, oljekorrigeret underskudd som er større enn realavkastningen på statens finansformue. På lang sikt vil statens petroleumsformue være omdannet til finansielle fordringer. Når denne omplasseringen er fullført, innebærer handlingsregelen at statsbudsjettet skal være i løpende balanse, inklusive renteinntektene fra statens finansformue. Over tid må derfor størrelsen på det strukturelle budsjettunderskuddet bringes på linje med forventet realavkastning av Petroleumsfondet.
- Samtidig tilsier den aktuelle *konjunktursituasjonen* at det er behov for en økonomisk politikk som stimulerer produksjon og sysselsetting i fastlandsøkonomien, og spesielt de delene av næringslivet som konkurrerer med utlandet. Betydelige lettelser i pengepolitikken hittil i år har bedret situasjonen for det konkurranseutsatte næringslivet, og lave renter ventes å stimulere innenlandsk etterpørsel både i 2003 og 2004. For å unngå at kronen på nytt styrker seg, bør de viktigste stimulansene til aktiviteten i fastlandsøkonomien fortsatt komme gjennom pengepolitik-



Figur 4.1 Strukturelt, oljekorrigert underskudd og forventet fondsavkastning. Anslag fra Nasjonalbudsjettet 2004. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Nasjonalbudsjettet 2004.

ken. Samtidig er det etter Regjeringens vurdering ikke aktuelt å legge opp til en finanspolitikk som bremser aktiviteten i økonomien, slik at situasjonen på arbeidsmarkedet blir enda vanskeligere.»

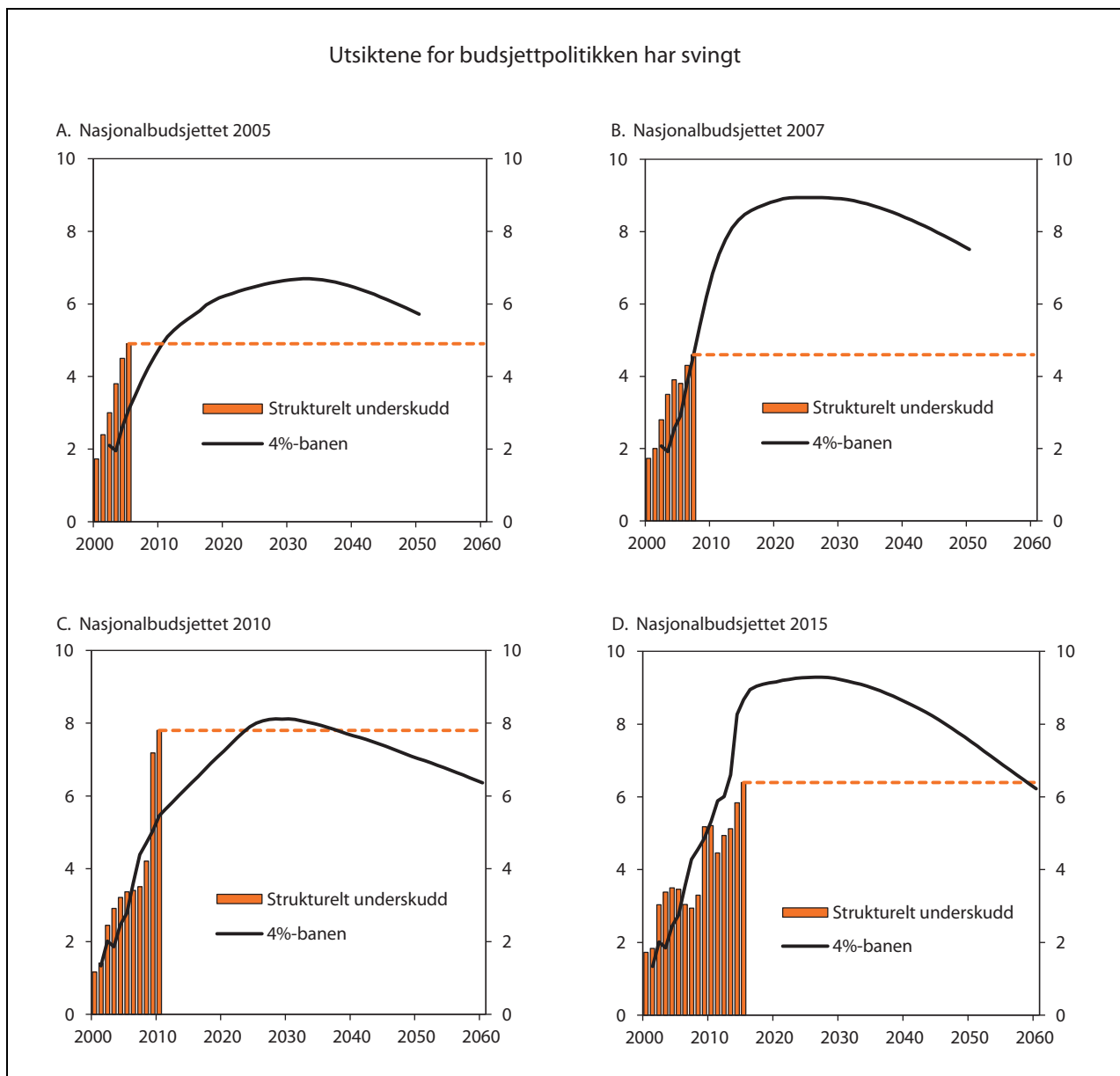
Som i Nasjonalbudsjettet 2003 var det først og fremst hensynet til stabiliteten i norsk økonomi som begrunnet avviket fra 4-prosentbanen. Figur 4.1 er hentet fra Nasjonalbudsjettet 2004 og viser hvordan man da så på situasjonen. Anslaget for bruken av oljeinntekter var løftet sammenliknet med tallene i Nasjonalbudsjettet 2003, mens den nedjusteringen av anslaget for 4-prosentbanen som hadde funnet sted gjennom året 2002, ble stående.

Bruken av oljeinntekter ble økt også i budsjettet for 2005, selv om bruken allerede lå godt over 4-prosentbanen, jf. figur 4.2A. Men så ble politikken lagt om. Det ble mer og mer tydelig at norsk økonomi var inne i en kraftig oppgangskonjunktur. Bruken av oljeinntekter ble derfor holdt om lag uendret som andel av BNP for Fastlands-Norge i årene 2006–2008, samtidig som fondskapitalen økte markert – og mer enn man hadde anslått.

I Nasjonalbudsjettet 2006, lagt fram høsten 2005, var oljeprisen økt kraftig, og det var utsikter til at bruken av oljeinntekter igjen kunne komme under 4-prosentbanen. I meldingen heter det:

«En utvikling i oljeprisen i tråd med det som legges til grunn i denne meldingen, vil gjøre det lettere å møte budsjettutfordringene knyttet til en aldrende befolkning. Det forutsetter imidlertid at vi benytter den anledningen dagens høye oljepris gir til å komme raskt ned på banen for forventet realavkastning av Petroleumsfondet. Dersom bruken av petroleumsinntekter i noen år kan holdes lavere enn realavkastningen, vil det redusere behovet for vanskelige omdisponeringer når veksten i aldersrelaterte utgifter senere setter inn. I en periode med rask vekst i kapitalen i Statens petroleumsfond vil en slik tilbakeholdenhet være i tråd med hensynet til en stabil utvikling i norsk økonomi. Retningslinjene for budsjettpolitikken understreker behovet for en jevn og gradvis innfasing av petroleumsinntekter.

Ved store endringer i fondskapitalen fra ett år til et annet må innfasingen ses i lys av forventet utviklingen i kapitalen noen år fram i tid. Den økonomiske politikken må ta høyde for at utviklingen i oljeprisen er svært usikker. Erfaringene fra 1986 og 1998 viser at prisen også kan falle raskt. Handlingsregelen tar hensyn til denne usikkerheten ved å basere bruken av petroleumsinntekter på forventet avkastning av fondskapitalen ved inngangen til budsjettåret. Det vil ikke være ansvarlig å basere bruken



Figur 4.2 Strukturelt, oljekorrigert underskudd og forventet fondsavkastning. Anslag fra Nasjonalbudsjettet 2005, 2007, 2010 og 2015. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

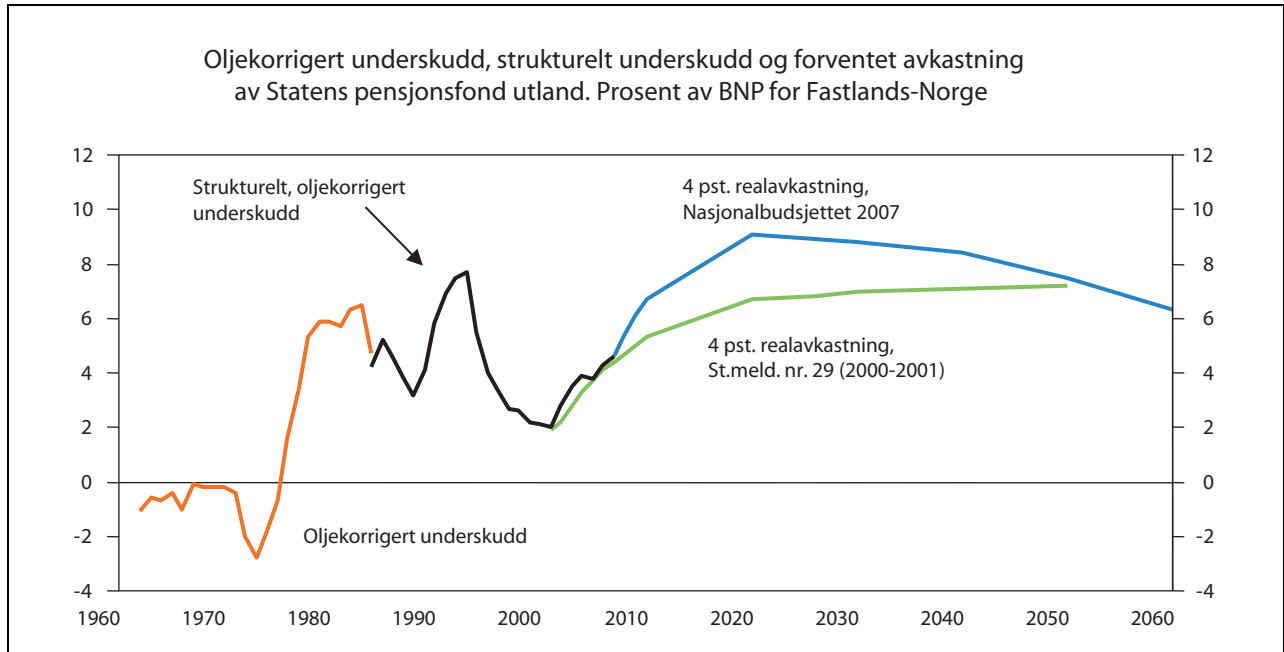
Kilde: Nasjonalbudsjettene 2005, 2007, 2010 og 2015.

av petroleumsinntekter på forventninger om høye oljepriser i fremtiden.»

naret til Samfunnsøkonomene i januar 2007 ordla finansminister Kristin Halvorsen seg slik:

Den økonomiske aktiviteten fortsatte å ta seg opp både hjemme og ute, samtidig som fondet økte raskt i verdi. Avstanden til 4-prosentbanen ble gradvis redusert, og allerede i budsjettet for 2007 var bruken av oljeinntekter tilbake på banen, jf. figur 4.2B. Også anslagene for den framtidige 4-prosentbanen ble oppjustert, jf. figur 4.3, og dette ga opphav til bekymring for at etterspørselsimpulsene fra finanspolitikken kunne forsterke konjunkturoppgangen en da var inne i. På Valutasemi-

«Endringen i bruken av oljeinntekter fra et år til det neste brukes ofte som en grov indikator for hvor sterke impulser budsjettpolitikken gir til vekst i fastlandsøkonomien. For årene fram til og med 2007 har den gjennomsnittlige årlige impulsen vært om lag på linje med det en så for seg da handlingsregelen ble etablert i 2001. For de tre årene 2008, 2009 og 2010 ser bildet nå vesentlig annerledes ut. I Nasjonalbudsjettet 2007 ble det anslått en kraftig økning i fond-



Figur 4.3 Strukturelt, oljekorrigert underskudd og forventet fondsavkastning. Anslag fra Nasjonalbudsjettet 2007 og St.meld. nr. 29 (2000–2001). Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Innlegg av finansminister Kristin Halvorsen på Valutaseminalet, 24. januar 2007.

skapitalen for disse tre årene. Gitt anslagene i Nasjonalbudsjettet vil en mekanisk bruk av forventet realavkastning over budsjettet innebære en langt kraftigere impuls mot fastlandsøkonomien i denne perioden enn tidligere forutsatt.

En slik innretning av finanspolitikken vil kunne legge en stor byrde på pengepolitikken, i en periode hvor aktiviteten i norsk økonomi allerede er svært høy. Dette vil ha uheldige utslag i form av høyere rente – som rammer usosialt – og en sterkere krone, som i særlig grad rammer konkurransutsatte virksomheter.»

I lys av disse utfordringene, ble det i Nasjonalbudsjettet 2008 foreslått en oljepengebruk anslått til å ligge 7 mrd. kroner under 4-prosentbanen. Dette uttaket tilsvarte 3,7 pst. av fondskapitalen.

I dag vurderes det som at en var tilbake på banen i 2006, og at en lå nærmere banen i 2005 enn det en hadde trodd da budsjettet for 2006 ble lagt fram. Bakgrunnen for disse endringene var den sterke veksten i norsk økonomi og i økningen i skatteinntektene disse årene, som etter hvert bidro til en oppjustering av anslaget for nivået på de strukturelle skatteinntektene. Den sterke veksten i økonomien og i skatteinntekten må ses i sammenheng med at arbeidsinnvandringen til Norge etter 2004 ga vesentlig sterkere oppgang i

sysselsettingen enn det en hadde sett for seg. Skatt på arbeid står for over halvparten av de samlede skatte- og avgiftsinntektene fra fastlandsøkonomien. I tillegg økte også skatteinntekten fra foretak i fastlandsøkonomien langt sterkere enn ventet, og holdt seg godt oppe under finanskrisen.

4.2.2 Finanskrisen og gradvis tilbake til 4-prosentbanen (2009–2012)

Da den internasjonale finanskrisen slo inn i norsk økonomi høsten 2008, ble budsjettpolitikken etter få måneder brukt meget aktivt for å dempe virkningene av tilbakeslaget internasjonalt på norsk økonomi. Regjeringen la fram en tilleggsproposisjon i januar 2009, der det ble foreslått å øke bruken av oljepenger kraftig. Etter vedtaket i Stortinget kunne budsjettimpulsen i 2009 – altså økningen i bruk av oljeinntekter – anslås til 2,4 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge. Dette ble etterfulgt av ytterligere stimuleringsstiltak i Revidert nasjonalbudsjett 2009, som brakte budsjettimpulsen opp til 3,0 pst. Oljepengebruken kom dermed langt over 4-prosentbanen. I tilleggsproposisjonen gjentok regjeringen at den la handlingsregelen til grunn for budsjettpolitikken. Bruken av oljepenger skulle dermed bringes tilbake til 4-prosentbanen etter hvert som veksten i økonomien tok seg opp igjen.

Avstanden til 4-prosentbanen ble imidlertid ytterligere økt i budsjettoplegget for 2010. Man forventet svak økonomisk vekst og oppgang i arbeidsledigheten, og fant det derfor riktig med en ekspansiv impuls også for 2010. Bruken av oljeinntekter ble anslått å øke tilsvarende om lag ½ pst. av BNP for Fastlands-Norge fra 2009 til 2010. Samtidig ble det presentert anslag som viste at med uendret oljepongebruk målt som andel av BNP for Fastlands-Norge i årene etter 2010, ville en først være tilbake på 4-prosentbanen i 2018, jf. figur 4.2C.

Disse utsiktene ga opphav til en ny offentlig debatt om hvorvidt det ville være mulig å vende tilbake til 4-prosentbanen, og om handlingsregelen nå hadde utspilt sin rolle som rettesnor for finanspolitikken.

I budsjettet for 2011, framlagt i oktober 2010, startet en viss tilstramming. Det ble foreslått å holde bruken av oljepenger reelt uendret fra 2010. Dette innebar en svak negativ budsjettimpuls, siden bruken av oljepenger ble redusert som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Det ble vist til at en ventet vekst over trend i fastlandsøkonomien i 2011 og stabilisering av ledigheten klart under det historiske gjennomsnittet, og at det dermed ville være i tråd med handlingsregelen å stramme til i budsjettet. Samtidig ble anslaget for det strukturelle oljekorrigerte underskuddet justert ned. Dette skyldtes både at strukturelle skatter ble vurdert å være noe høyere enn tidligere anslått, og at enkelte utgiftsposter på statsbudsjettet ble noe lavere enn budsjettet. Videre vokste fondet raskere enn det en hadde sett for seg.

Til sammen gjorde disse faktorene at en i Nasjonalbudsjettet 2012, framlagt høsten 2011, vurderte det slik at bruken av oljepenger hadde ligget under 4-prosentbanen i 2011, og at det var rom for en svak økning i oljepongebruken i 2012.

4.2.3 Rask vekst i fondskapitalen løfter 4-prosentbanen (2012-)

Gjennom 2013 og 2014 vokste kapitalen i Statens pensjonsfond raskere enn forventet. I disse årene økte fondets verdi med henholdsvis 1 200 og 1 400 mrd. kroner. Dette løftet 4-prosentbanen med 50–55 mrd. kroner begge årene, tilsvarende om lag 2 pst. av BNP for Fastlands-Norge. Dette skyldtes både høye oljeinntekter, høy avkastning på kapitalen i fondet målt i utenlandsk valuta og valutakursgevinster som følge av at kronen svekket seg. I denne situasjonen ble det i 2014-budsjettet vist til at bruken av oljeinntekter bør ligge under forventet avkastning i år med høy aktivitet og press i økonomien. I en periode der fondskapitalen øker raskt,

ville en bruk av oljeinntekter i tråd med forventet fondsavkastning (4-prosentbanen) gitt en kraftig stimulans i økonomien. Dette ville være i strid med handlingsregelens mål om en stabil økonomisk utvikling. I Nasjonalbudsjettet 2014, som ble framlagt før regjeringsskiftet i 2013, heter det:

«Den økonomiske politikken må bidra til et nivå på aktivitet og sysselsetting som er forenlig med lav og stabil inflasjon, en kostnadsmessig konkurransevne som gir grunnlag for langsiktig balanse i utenriksøkonomien, bærekraftige statsfinanser og et gjeldsnivå for næringsliv og husholdninger som er opprettholdbart. Det er flere hensyn som tilsier at vi nå går forsiktig fram i budsjettpolitikken:

- Handlingsregelen tar høyde for at *budsjettet kan brukes til å dempe svingningene i økonomien*. En ekspansiv budsjettpolitikk i nedgangskonjunkturer må motsvares av tilbakeholdenhet i bruken av oljeinntekter når de økonomiske utsiktene på nytt ser forholdsvis lyse ut. I en periode der fondskapitalen øker raskt, slik den gjør nå, ville en bruk av oljeinntekter i tråd med forventet fondsavkastning (4-prosentbanen) gitt en kraftig stimulans i økonomien. Dette ville være i strid med målet om en stabil økonomisk utvikling. I denne meldingen anslås en vekst i fastlandsøkonomien nær det normale i 2014. Arbeidsledigheten anslås å holde seg rundt dagens nivå, som både historisk og internasjonalt sett er lavt. Utsiktene for vekst, sysselsetting og ledighet tilsier dermed tilbakeholdenhet i budsjettpolitikken i 2014.
- *Hensynet til kronkurs og konkurranseutsatt sektor* tilsier at budsjettet for 2014 ikke bør gi vesentlige nye vekstimpulser til norsk økonomi. Kostnadsnivået er høyt, og lønnsveksten anslås å bli klart høyere enn hos våre handelspartnere neste år. Mange eksportbedrifter sliter med svak etterspørsel, lavere priser og høye lønnskostnader. Høye lønnskostnader er også en utfordring for andre deler av næringslivet. Ved å holde igjen i budsjettpolitikken lettes presset på lønnsnivå, kronkurs og konkurranseutsatt sektor.
- *Hensynet til finansiell stabilitet* taler for at budsjettet ikke bør øke presset i norsk økonomi. De høye boligprisene og husholdningenes store gjeld innebærer risiko for en vesentlig korreksjon i boligmarkedet, som kan gi et markert tilbakeslag i norsk økonomi og true den finansielle stabiliteten.

- *Generasjonskontrakten.* En aldrende befolkning vil gi høyere utgifter til pensjoner, omsorg og helse på lang sikt. Samtidig anslås veksten i kapitalen i Statens pensjonsfond utland å avta i årene framover. Det framtidige handlingsrommet i budsjettet vil øke dersom det strukturelle underskuddet nå holdes under forventet realavkastning av fondet. Perspektivmeldingen illustrerer at vi på lang sikt står overfor et betydelig udekket finansieringsbehov for offentlige forvaltning. Statens pensjonsforpliktelser er vesentlig større enn kapitalen i Statens pensjonsfond. Veksten i pensjonsutgiftene og andre aldersmessige kostnader knyttet til helse og omsorg vil legge beslag på en stadig større del av det økonomiske handlingsrommet i årene framover. Det tilsier forsiktighet med ytterligere bindinger på utgiftssiden i budsjettet. Samtidig må vi unngå å svekke statens og kommunenes inntekter.»

På denne bakgrunn la budsjettet for 2014 opp til en oljepengebruk som svarte til 2,9 pst. av kapitalen i Statens pensjonsfond utland ved inngangen til budsjettåret, en nedgang fra 3,2 pst. i 2013. Budsjettimpulsen ble anslått til ¼ pst. av BNP for Fastlands-Norge.

Etter regjeringsskiftet ble det i tilleggsprosposisjonen fra Solberg-regjeringen lagt opp til en litt mer ekspansiv finanspolitikk, slik at budsjettimpulsen økte til ½ pst. av BNP for Fastlands-Norge. Samtidig tilsa ny informasjon at også anslaget på fondskapitalen ved inngangen til budsjettåret burde settes opp, slik at bruken av oljeinntekter målt som andel av fondet var den samme som i forslaget fra Regjeringen Stoltenberg II.

I budsjettet for 2015 ble det på nytt lagt opp til en budsjettimpuls på ½ pst. av BNP for Fastlands-Norge, og bruken av oljeinntekter ble anslått til 3,0 pst. av fondskapitalen ved inngangen til budsjettåret. Opplegget ble bl.a. begrunnet med følgende:

«De siste årene har kapitalen i pensjonsfondet vokst svært raskt. I 2013 alene økte fondet med 1 200 mrd. kroner, og kapitalen utgjør nå mer enn to års verdiskaping i fastlandsøkonomien. Kursene på valuta, aksjer og obligasjoner kan endre seg på kort sikt, og uten at svingningene er i takt med norske konjunkturer. Svingninger i fondets verdi og i forventet fondsavkastning kan bli store sett i forhold til størrelsen på statens øvrige inntekter og størrelsen på norsk økonomi, og særlig sett i forhold til den underliggende veksten i fastlandsøkonomien fra ett år til

det neste. Det gjør banen for forventet realavkastning på 4 pst. av fondet mindre egnet som operativt mål for finanspolitikken på kort sikt. Dette illustreres av dagens situasjon, der en rask tilbakevending til banen for forventet fondsavkastning ville gitt en svært sterk økning i bruken av oljeinntekter over en kort tidsperiode. [...]

I innretningen av finanspolitikken må vi også se hen til banen for bruk av oljeinntekter framover. Som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien vil bruken av oljeinntekter etter hvert nå en topp, før bidraget fra finanspolitikken i flere tiår vil trekke ned etterspørselen i norsk økonomi. Ved å holde igjen i finanspolitikken nå blir banen for bruk av oljeinntekter framover jevnere. Da etterlater vi mer til kommende generasjoner og reduserer det framtidige behovet for omstillinger. [...]

Det høye kostnadsnivået og høy gjeld i husholdninger og kommuner gjør økonomien sårbar og kan bidra til å bremse aktiviteten på kort og mellomlang sikt. Den økonomiske politikken må støtte opp under omstillinger i retning av en mindre oljeavhengig fastlandsøkonomi, der ressurser som nå er sysselsatt med å levere til norsk oljevirkosomhet gradvis flyttes over i eksportrettet virksomhet. Disse hensynene tilsier at oljeinntektene ikke fases inn for raskt. En for rask innfasing vil kunne forsterke kostnadsutfordringene og føre til en for stor avskalling av konkurranseutsatt sektor. Økt bruk av oljepenger hever etterspørselen i skjermet sektor. Motposten vil i hovedsak være økt arbeidsinnvandring, med tilhørende utfordringer for kommunene og økt press på veier og annen infrastruktur. Økt etterspørsel etter boliger kan bidra til å løfte boligprisene og øke risikoen for et kraftig tilbakeslag på et senere tidspunkt.

Avstanden vi nå har opp til 4-prosentbanen, gir oss handlefrihet på kort sikt. Den er også en viktig buffer mot økonomiske tilbakeslag. Erfaringer fra andre land viser at det som framstår som stabile strukturelle skatte- og avgiftsinntekter kan svikte betydelig i møte med økonomiske forstyrrelser. For Norge er det også usikkerhet om utviklingen i pensjonsfondet og dermed om rammene for bruk av oljeinntekter framover.»

I både 2014- og 2015-budsjettene ble det pekt på at verdien av fondets kapital og anslaget for den strukturelle, oljekorrigerede budsjettbalansen er usikre. Dette ble underbygget med beregninger som viste hvordan anslaget for strukturelle skatter kunne bli nedjustert dersom den økonomiske veksten framover ble betydelig svakere enn ven-

tet. Det ble også vist til erfaringer fra flere andre land, der anslag for strukturell balanse har blitt betydelig revidert ved store konjunkturomslag. Avstanden opp til 4-prosentbanen ble i denne sammenhengen beskrevet som en viktig første sikkerhetsmargin i budsjettpolitikken.

De siste tiårene – og i alle år etter at handlingsregelen ble innført – er det blitt pekt på at aldringen av befolkningen vil gi økte utgifter til helse og omsorg og etter hvert legge et stort press på offentlige finanser. Ved å holde igjen i finanspolitikken nå, legger en til rette for en jevnere utvikling i bruken av oljeinntekter, tjenestetilbudet til den enkelte og i skattenivået.

Etter at Nasjonalbudsjettet 2015 ble lagt fram i oktober i fjor, har kapitalen i Statens pensjonsfond utland fortsatt å vokse kraftig. Det innebærer at den anslåtte bruken av oljeinntekter i 2015 er redusert fra 3,0 pst. av fondskapitalen da budsjettet ble lagt fram, til 2,6 pst. i Revidert nasjonalbudsjett 2015 som ble lagt fram i mai i år. Den store avstanden til 4-prosentbanen – denne gangen på nedsiden – har enda en gang skapt en offentlig debatt om regelens troverdighet som en rettesnor for finanspolitikken. Dette var medvirkende til at ekspertutvalget for vurdering av praktiseringen av handlingsregelen ble nedsatt.

4.3 Oppsummering

Gjennomgangen ovenfor viser at hensynet til å følge 4-prosentbanen har hatt stor betydning for utformingen av de enkelte budsjettene i årene etter at handlingsregelen ble innført. Samtidig har det vært lagt vekt på den økonomiske situasjonen, hensynet til konkurranseutsatt sektor, de langsiktige utfordringene knyttet til aldringen av befolkningen og at konsekvensene av store endringer i fondskapitalen må fordeles ut over flere år. Faren for at høy gjeld og høye boligpriser kan gi finansiell ustabilitet er også blitt tillagt vekt. De grunnleggende hensynene har i hovedsak ligget fast, men vektleggingen av ulike hensyn har naturlig nok endret seg med konjunktorene og med hvor stor avstanden har vært mellom 4-prosentbanen og bruken av oljeinntekter målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet.

Hensynet til en stabil økonomisk utvikling var også framtrедende ved selve utformingen av handlingsregelen, jf. kapittel 3 om etableringen av handlingsregelen. Regelen legger vekt på å etablere en forutsigbar og relativt jevn bane for opptrappingen av bruken av oljeinntekter i budsjettet. Den vektlegger at de automatiske stabilisatorene må få lov å

virke. I tillegg til å skjerme budsjettet for løpende svingninger i oljeinntektene, reduseres betydningen av svingende avkastning i fondet gjennom bestemmelsen om å bruke forventet, og ikke faktisk, realavkastning. Konsekvensene av store endringer i fondskapitalen skal dessuten jevnes ut over flere år. Regelen åpner også for at budsjettet kan brukes aktivt til å stabilisere den økonomiske utviklingen, men minner samtidig om at finanspolitikken her må spille på lag med pengepolitikken.

Den såkalte dot.com-krisen i 2002 bidro til svak utvikling både i internasjonal og norsk økonomi. Samtidig var det ingen vekst i fondet gjennom 2002 (målt i kroner) til tross for betydelig netto tilførsel. Bruken av oljeinntekter ble etter hvert liggende betydelig over 4-prosentbanen. I lys av at fondet var forventet å øke, pekte budsjett-dokumentene på uendret bruk av oljeinntekter målt i faste priser som en mulig vei tilbake til 4 prosentbanen. Den samme muligheten ble antydnet også etter finanskrisen i 2008/2009, da avstanden mellom bruken av oljeinntekter og 4-prosentbanen igjen var blitt betydelig. En slik bane innebærer en svakt kontraktiv finanspolitikk inntil 4-prosentbanen var nådd, og bruken av oljeinntekter igjen kunne øke i takt med fondskapitalen.

I den motsatte situasjonen – når bruken av oljeinntekter har ligget vesentlig under 4-prosentbanen – har det ikke utkrystallisert seg en like klar strategi for hvordan underskuddet skal bringes tilbake til banen. I 2007 og 2008, da fondet hadde økt kraftig og det var utsikter til at oljepen-gebruken vil bli liggende klart under 4-prosentbanen, ble man raskt innhentet av finanskrisen som ble møtt med kraftige tiltak i finanspolitikken. I dagens situasjon, der banen for forventet avkastning er løftet betydelig over det strukturelle underskuddet, har man i de to siste budsjettene valgt en årlig innfasing på ½ pst. av BNP for Fastlands-Norge, dvs. noe over den gjennomsnittlige innfasingen i perioden etter 2001.

Samlet sett avtegner det seg et bilde av at praktiseringen av handlingsregelen har vært innrettet mot å bringe bruken av oljeinntekter tilbake til 4-prosentbanen når det av en eller annen grunn har oppstått et avvik. Forbigående hendelser (sjokk) har slik sett blitt glattet ut ved en fleksibel praktisering av regelen. Her må det imidlertid pekes på at tilbakevendingen til 4-prosentbanen også hviler på at de negative sjokkene i ettertid har vist seg å være nettopp forbigående. Perioder med svak utvikling i fondet og/eller svake konjunkturer, har relativt raskt blitt avløst av motsvarende sterke perioder. En kan ikke alltid regne med å være like heldig. Sjokk kan vedvare.

Del II
Analyse

Kapittel 5

Lærdommer fra økonomisk forskning og andre lands erfaringer

5.1 Innledning

Dette kapitlet drøfter hva vi kan lære av økonomisk litteratur og andre lands erfaringer. Det dekker bl.a. følgende del av mandatet:

«I sitt arbeid kan utvalget også se hen til hvordan andre land har utformet regler for å møte kortsiktige og langsiktige utfordringer i finanspolitikken».

Avsnitt 5.2 etablerer en teoretisk forankring for finanspolitikkenes rolle i økonomien, på lang og kort sikt. Denne diskusjonen danner motivasjonen for avsnitt 5.3 om hvorfor vi har finansielle rammeverk, og hva som kjennetegner dem. Avsnitt 5.4 gjør rede for finansielle rammeverk i utvalgte land og i EU.

5.2 Teoretisk bakgrunn

Avsnitt 5.2.1 diskuterer finanspolitikkenes innretning på lang sikt med utgangspunkt i en stats budsjettrestriksjon. De fleste normative studier konkluderer med at variasjoner i budsjettbalansen over tid er forenlig med optimal finanspolitikk i den grad de er nødvendige for å holde skatte- og avgiftssatsene og kompensasjonsratene i de offentlige overføringsordningene stabile over tid. Et sentralt spørsmål er dernest hvorfor en i mange land kan observere vedvarende avvik fra optimale og bærekraftige finansielle forløp, typisk i form av betydelige budsjettunderskudd med potensielt store kostnader for økonomien.

Avsnitt 5.2.2 ser på hva økonomisk litteratur sier om finanspolitikkenes evne til å påvirke aktiviteten i økonomien på kortere sikt. Sentrale spørsmål er under hvilke omstendigheter en finansiell stimulans kan forventes å være forholdsvis effektiv, og motsatt, når den kan forventes å være forholdsvis ineffektiv. Dette spørsmålet må bl.a. ses i sammenheng med pengepolitikken. I situasjoner der sentralbankene ikke lenger har hand-

lingsrom til å stimulere økonomien gjennom tradisjonell pengepolitikk fordi styringsrenten er nær null, blir det særlig viktig hvordan finanspolitikken virker. Tenkingen om arbeidsdelingen mellom finans- og pengepolitikken i slike situasjoner ser ut til å ha endret seg i etterkant av den internasjonale finanskrisen i 2008.

Avsnitt 5.2.3 drøfter til slutt hva som skal til for at finansielle rammeverk i ressursrike land skal kunne ivareta den særegne situasjonen slike land befinner seg i.

5.2.1 Budsjettunderskudd og finanspolitikk på lang sikt

Statens budsjettrestriksjon

Finanspolitikken fastlegger sammensetningen og nivået på statens utgifter og inntekter, og dermed også utviklingen i statens netto finansformue. I tillegg til å frambringe kollektive goder (herunder politi, forsvar og et velfungerende rettssystem) – ordninger som ikke uten videre lar seg finansiere i et marked – har offentlig forvaltning i mange land tatt ansvar for omfattende velferdsordninger (herunder skole, helsevesen og inntektssikringsordninger). Et sentralt siktemål er å utforme skatte- og avgiftssystemet slik at disse oppgavene kan løses med minst mulige negative virkninger for annen økonomisk virksomhet, og slik at fordelingen av skattebyrden oppleves som rettferdig.

Som andre økonomiske aktører må staten løse sine oppgaver innenfor rammen av en intertemporal budsjettbetingelse. Denne innebærer at nåverdien av fremtidige utgifter må være lik eller mindre enn summen av netto formue i dag og nåverdien av framtidige inntekter fra gebyrer, skatter og avgifter. Budsjettbetingelsen kan alternativt formuleres som et krav om at framtidig nettogjeld som andel av verdiskapingen konvergerer mot et bærekraftig nivå. I den siste formuleringen må diskonteringen i nåverdiberegningene av framtidige inntekter og utgifter gjennomføres med en vekstkorrigert realrente for å ta hensyn til at belø-

pene måles opp mot en størrelse som vokser over tid, jf. vedlegg 4.

Det følger av den intertemporale budsjettbetingelsen at bærekraften i offentlige finanser må ses i sammenheng med hvordan befolkningsutviklingen og den økonomiske utviklingen påvirker offentlige inntekter og utgifter over tid. I kapittel 7 om langsiktige utfordringer for offentlige finanser blir det lagt særlig vekt på konsekvensene av at aldersrelaterede utgifter vil øke framover, samtidig som betydningen av finansieringsbidraget fra Statens pensjonsfond utland vil avta etter hvert som økonomien vokser mer enn fondet.

Det kan gis mange andre eksempler på at det er mer hensiktsmessig å se på hele forløpet for statens inntekter og utgifter enn på budsjettbalansen på et bestemt tidspunkt, når en skal vurdere tilstanden for de offentlige finansene. Økt inflasjon øker for eksempel den nominelle rentekostnaden, og dermed også det målte underskuddet. De økte rentekostnadene motvirkes imidlertid av en lavere reell verdi på gjelden. Budsjettrestriksjonen for offentlige finanser er dermed upåvirket. Et annet eksempel er salg av en eiendel som øker inntektene og reduserer underskuddet det året salget foretas. Samtidig kan salget innebære bortfall av framtidige inntekter fra eiendelen. Hvis salgsværdien av eiendelen er lik nåverdien av framtidige inntekter, endrer ikke salget den langsiktige budsjettbetingelsen, selv om underskuddet går ned det året salget gjennomføres.

Skatteutjevning

Økonomisk litteratur argumenterer for at skatteinivået bør holdes relativt jevnt over tid, jf. normativ teori om skatteutjevning («tax smoothing») basert på Barro (1979) og senere forskning slik som arbeidet til Portes og Wren-Lewis (2014). Utgangspunktet for dette resultatet er at innkreving av skatter og avgifter endrer atferden til hushold, investorer og bedrifter i retning av en mindre effektiv bruk av samfunnets ressurser. Når en legger til grunn at slike effektivitetstap øker mer enn proporsjonalt med nivået på skattesatsene, følger det at konstante skatterater over tid gir det laveste samlede effektivitetstapet. Tidsforløpet for skattene vil da ha betydning. For gitt nåverdi av skatter og avgifter vil det for eksempel være ønskelig med et middels skatteinivå i to perioder, framfor høy skatt i første periode og lav skatt andre periode.

Hensynet til skatteutjevning tilsier at midlertidige avvik mellom offentlige inntekter og utgifter bør motsvares av endringer i staten netto gjelds-

eller fordringsposisjon, og ikke gjennom midlertidige endringer i skatteinivået. Kriger og nedgangskonjunkturer nevnes ofte som eksempler på midlertidige forhold som kan møtes med budsjettunderskudd for å oppnå skatteutjevning (Barro, op.cit.). Et liknende resonnement kan anvendes i tilfellet hvor myndighetene forventer en økning i framtidige utgifter. Da vil staten kunne minimere effektivitetstapet ved å øke skattene noe allerede i dag. På denne måten unngås effektivitetstapet ved en relativt kraftig skatteskjerpelse i fremtiden.

Teorien om skatteutjevning reiser både økonomiske og politiske spørsmål. Mange land står foran en kraftig vekst i offentlige utgifter bl.a. som følge av aldringen av befolkningen. Utgiftsveksten vil avhenge av hvilket ambisjonsnivå en i fremtiden vil velge med hensyn til bl.a. kompensasjonsratene i velferdsstatens overføringsordninger og i servicenivåene i det offentlige tjenestetilbudet. Eksempelvis kan en velge å legge til grunn at det ønskes å opprettholde eksisterende kompensasjonsrater og servicenivåer, noe som i de fleste land tilsier høyere skatter. Med utgangspunkt i hensynet til skatteutjevning bør i så fall skattene økes en del allerede i dag. Det vil gi en periode med (store) budsjettoverskudd og oppbygging av finansiell formue/nedbetaling av gjeld som gjør det mulig å møte den framtidige utgiftsøkningen med minst mulig effektivitetstap over tid.

Det kan settes spørsmålsteget ved om en slik form for langsiktig skatteutjevning er politisk gjennomførbar. En slik strategi krever bl.a. en diskusjon om fordelingen av byrder mellom generasjoner. Sterke offentlige finanser vil sette framtidige generasjoner bedre i stand til å håndtere utfordringene for offentlige finanser som følge av en økende andel eldre og økende helseutgifter. Siden også dagens generasjoner vil motta offentlige tjenester en tid framover, kan en argumentere for at deler av kostnadene bør bæres i dag. Samtidig er det rimelig å legge til grunn at framtidige generasjoner nyter en høyere levestandard som følge av produktivitets- og inntektsvekst, og det taler i motsatt retning.

I praksis synes det i de fleste land å være begrenset hvor langt en kan komme med å øke skatteinivå og sparing i dag for å finansiere en vedvarende vekst i utgiftene som andel av BNP. Dette innebærer at det kan være en målkonflikt mellom ønsket om en videreføring av dagens velferdsordninger og hensynet til å holde et jevnt mulig skatteinivå over tid. For Norges del er det særlig framtidig fallende inntekter fra oljevirkosomheten og økende aldersrelaterede utgifter til pensjoner,

helse og omsorg som er relevante i vurderingene av jevn utvikling i skatter og offentlige tjenester, jf. kapittel 7 om langsiktige utfordringer for offentlige finanser. Handlingsregelen gir en strategi for langsiktig forvaltning av oljeinntektene, men gir ikke noe svar på den langsiktige avveiningen mellom skatte- og utgiftsnivå. Som illustrert i kapittel 7, vil en videreføring av dagens velferdsordninger gi behov for betydelig inndekning i offentlige budsjetter på lang sikt, til tross for dagens store overskudd.

Tendensen til for store budsjettunderskudd

Tiden etter den globale finanskrisen har i mange OECD-land vært preget av store budsjettunderskudd, svak vekst, høy arbeidsledighet og høye gjeldsnivåer. Men også i tiårene før den globale finanskrisen var det en økende bekymring for store og vedvarende budsjettunderskudd og en trendmessig oppbygging av statsgjeld. En slik utvikling kan ikke forklares med hensynet til skatteutjevning, og representerer en svekkelse av bærekraften i finanspolitikken. Før eller siden må skattene økes og/eller offentlige utgifter reduseres for å oppfylle den intertemporale budsjettbetingelsen.

Nyere forskning på mulige kilder til en underskuddstendens («deficit bias») i finanspolitikken har særlig sett på de politiske mekanismene bak budsjettprosessene i ulike land. En gren av faglitteraturen på området har sett på hva slags strategiske motiv en regjering kan ha for underskuddsbudsjettering. For eksempel kan sittende regjering velge å bygge opp «for stor» gjeld for å begrense etterfølgende regjeringers handlingsrom. Tabellini og Alesina (1990) viser at hvis hver av to politiske grupper mener at den andre gruppens budsjettprioriteringer er lite hensiktsmessig eller ikke har noe for seg, vil begge ha insentiver til å bygge opp gjeld når de er i posisjon og dermed begrense motstandernes økonomiske handlingsrom når de kommer i posisjon.

Romer (2012) peker på at det vanskelige å trekke entydige konklusjoner om at budsjettunderskudd følger av en gruppe politikeres bevisste beslutninger om å bygge opp gjeld for å legge bånd på neste gruppe politikeres handlingsrom. For eksempel har ikke Storbritannia vært preget av vedvarende og økende budsjettunderskudd, selv om regjeringer fra partier med markant forskjellige ideologier har vekslet på å ha makten. Derimot har det vært en tendens til store budsjettunderskudd i land med koalisjons- og minoritetsregjeringer. Det kan tyde på at finanspolitikken er

utsatt hvis landet lider under svak politisk styring eller dersom det er nødvendig å øke utgiftene for å samle partene i kompromisser. Manasse (2006) og Tornell og Lane (1999) viser videre at tendenser til systematisk underskudd gjerne er knyttet til mangel på budsjett disiplin i gode tider.

Et annet forhold som kan lede til at underskuddene systematisk blir for store, er når uenighet om fordelingen av byrdene ved budsjettinnstramminger leder til at nødvendige innstramminger utsettes (Alesina og Drazen, 1991). Mangel på nødvendig innstramming kan føre til oppbygging av ubalanser og eventuelt en makroøkonomisk krise. Gitt det omfattende effektivitetstapet for økonomi og samfunn som ofte følger av slike kriser, er det liten tvil om at det finnes relevante politikktiltak som ville gitt en betydelig samfunnsøkonomisk gevinst. Likevel observeres at tiltak ofte utsettes. Det kan f.eks. være uenighet om hvorvidt budsjettunderskuddet skal reduseres ved økte skatter eller reduksjon i offentlige utgifter, jf. problemene med å oppnå enighet om de amerikanske budsjettene mellom demokratene og republikanerne de siste årene.

Kortsiktighet hos beslutningstakerne kan trekke i samme retning. Alesina og Perotti (1995) legger vekt på at velgere og politikere kan være gjenstand for en finanspolitisk illusjon i form av ikke fullt ut å ta inn over seg statens intertemporale budsjettrestriksjon, og foretrekker underskudd framfor overskudd. Valgsystemet kan premiere kortsiktig adferd som gjør at dagens politikere (og velgere) ønsker å dytte byrden ved finanspolitiske justeringer over på framtidige generasjoner. En liknende mekanisme er fellesgodeproblemet («common pool problem»), jf. Debrun og Kumar (2007). Utfordringen blir da at forskjellige interessegruppene ikke internaliserer den samlede budsjetteffekten av sine konkurrerende krav. Fellesgodeproblemet kan føre til press til å bruke for mye i gode år, og på den måten svekke handlingsrommet for eventuelle finanspolitiske konjunkturtiltak i dårlige tider. Valgsystemet kan på den annen side også bidra til å begrense gjelden selv om dagens velgere skulle være kortsiktige og ikke bry seg om framtidige generasjoner. Unge velgere vil bidra til å begrense oppbygging av gjeld fordi høyere gjeld vil begrense det offentlige tilbudet av tjenester og pensjoner når de selv blir gamle, jf. Song et. al. (2012).

Relevansen av den typen forklaringer på systematisk store budsjettunderskudd som er omtalt overfor, kan variere mellom land og tidsperioder. Et gjennomgående trekk synes å være at relevansen øker med graden av politisk ustabilitet

(uttrykt for eksempel ved hyppige regjeringsskifter). En neste konklusjon er at denne type tendenser til systematiske underskudd kan motvirkes av utviklingen av institusjonelle ordninger som tvinger fram økt oppmerksom om finanspolitikken langsiktige rammer og implikasjoner.

Kostnader ved budsjettunderskudd

Hvis skatte- og avgiftssatsene er lavere enn det som kreves for å oppfylle den langsiktige budsjettbetingelsen, må de på et tidspunkt økes. Det kan innebære at nåverdien av kostnadene ved skatteinnkrevingen blir unødvendig høy. Moderate avvik fra det som følger av skatteutjevning, vil neppe gi store kostnader. Ved store avvik kan imidlertid den framtidige skatteøkningen bli stor. I moderne velferdsstater med et høyt initialt skattnivå og til dels internasjonalt mobile skattebaser, kan de tilhørende effektivitetstapene bli betydelige.

Reinhart og Rogoff (2009) viser til mange eksempler på at land har ført en finanspolitikk som ikke er bærekraftig. En slik politikk må før eller senere forlates. I tillegg til at et høyt gjeldsnivå kan føre til samfunnsøkonomiske tap og en mindre effektiv finanspolitikk (se omtale i avsnitt 5.2.2), kan det også føre til lavere økonomisk vekst. Flere ulike mekanismer kan medføre at høy offentlig gjeld gir lavere økonomisk vekst. Det pekes ofte på at det generelle rentenivået kan øke, og at dette demper veksten. En annen mulighet er at det etter hvert må strammes kraftig inn i finanspolitikken for å betjene lånekostnadene, noe som også vil redusere veksten. Det har imidlertid vist seg vanskelig å identifisere terskelverdier for når disse mekanismene gjør seg gjeldende, og sannsynligvis har landspesifikke forhold stor innvirkning på hvor det kritiske nivået for gjelden ligger. Blant annet vil det ha stor betydning om gjelden er tatt opp i innenlandsk eller utenlandsk valuta, jf. diskusjon under.

Reinhart og Rogoffs (2010) diskusjon av hvorvidt det finnes et kritisk nivå på offentlig gjeld som vil hemme økonomisk vekst, ga støtet til mye forskning på sammenhengen mellom gjeld og vekst. Kumar og Woo (2010) og Cecchetti m.fl. (2011) finner støtte for at høye gjeldsnivåer har større negative konsekvenser for veksten. Den siste av disse studiene finner at statsgjeld kan ha negative konsekvenser for veksten over et nivå mellom 80-100 pst. av BNP. I en studie med 12 land i euroområdet viser Baum m.fl. (2013) at ved et gjeldsnivå på 95 pst. vil mer gjeld skade den økonomiske aktiviteten. Studiene avdekker betydelig heterogenitet mellom forskjellige land.

Chuddik m.fl. (2013) finner ikke et universelt nivå på gjelden der negative effekter for den økonomiske veksten setter inn. Det er imidlertid en signifikant sammenheng mellom økende gjeldsnivåer og svakere vekst. Kraftig økende gjeld kan således være vel så viktig som gjeldsnivået.

En krise i økonomien kan føre til at det (landspesifikke) kritiske nivået passerer. For eksempel kan staten pådra seg store kostnader i forbindelse med en finanskriser og tiltak for å håndtere banker som får problemer. Markedet kan da reagere med økte risikopremier som sender landets lånekostnader i været. De siste årene er dette tydeligst demonstrert i Hellas, Irland, Spania og på Island, men Reinhart og Rogoff (2009) viser til en lang rekke andre eksempler – både nylig og lengre tilbake i tid. OECD (2014a) peker på at økte risikopremier for staten raskt sprer seg til finanssektoren i form av betydelige tap på deres beholdning av statspapirer. Det gir bankene behov for økt egenkapital, noe som i neste omgang ytterligere kan forverre statsfinansene dersom bankene må tilføres ny egenkapital over offentlige budsjetter. En alvorlig forverring av statsfinansene framtvinger typisk kraftige budsjettkutt med påfølgende økonomisk tilbakeslag og betydelig volatilitet i kapital- og valutamarkedet. Kostnadene ved et slikt tilbakeslag, i form av arbeidsledighet, tapte inntekter og varig redusert produksjonskapasitet kan bli store.

Det kan være forskjell på om staten låner penger av innledninger eller utlendinger. Hvis gjelden holdes av utlendinger, har de statsfinansielle ubalansene ofte et motstykke i ubalanser i utenriksøkonomien, i form av betydelige underskudd på driftsbalansen og en for sterk realvalutakurs. Land som på denne måten har levd «over evne», må dermed gjerne gjennom en periode med realdepresiering. For land med egen valuta kan dette komme i stand ved at den nominelle kursen svekkes. Selv om dette kan gå raskt, vil det gjerne ta mange år før tilstrekkelig med ressurser er flyttet over fra skjermede til konkurranseutsatte næringer. Siden svakere valuta også gir høyere importpriser og redusert kjøpekraft for husholdningene kan ledigheten øke en del i tilpasningsperioden. For land som er med i en valutaunion, og som derfor ikke har egen valuta, må hele tilpasningen skje ved at reallønningene vokser mindre enn i andre land og eventuelt faller. De realøkonomiske kostnadene i form av ledighet og ubrukte ressurser kan da bli større og omstillingsperioden lengre, jf. de Grauwe (2011) og O'Rourke og Taylor (2013).

Innenlandsk gjeld har gjerne fått mindre oppmerksomhet, bl.a. fordi innenlandske kreditorer

også er skattesubjekter, samt at staten har mulighet til å skape inflasjon for å redusere gjeldsbelastningen. At staten Japan kan ha gjeld på 240 pst. av BNP, kan bl.a. ses i sammenheng med at meste parten holdes av innlendinger. Reinhart og Rogoff (2011), som er en studie med over 60 land i perioden 1914 til 2010, viser at innenlandsk gjeld i gjennomsnitt har utgjort om lag to tredeler av samlet gjeld. Studien kobler omfanget av innenlandsk gjeld til hvorfor så mange land restrukturerer eller misligholder utenlandsgjelden på forholdsvis lave nivåer. Det pekes på at selv om mislighold av innenlandsk gjeld skjer sjeldnere enn for utenlandsk gjeld, skjer det såpass ofte at det ikke kan legges til grunn at stater alltid innfrir gjeldens nominelle pålydende. Alt i alt konkluderes det med at stater gjentatte ganger har misligholdt utenlandsgjelden, samt inflatert eller regelrett misligholdt innenlandsgjelden.

Diskusjonen over peker på at det i prinsippet er tre mulige måter å redusere en for stor statsgjeld – å la være å betjene den, å inflatere seg ut av den eller å stramme inn i budsjettet (ved å øke skattene og/eller redusere utgiftene) slik at gjelden gradvis reduseres. Med utgangspunkt i at de to første metodene egentlig bryter med den intertemporale budsjettbetingelsen, synes det rimelig å anta at disse metodene kan gi betraktelig større kostnader enn den siste metoden. Disse ekstrakostnadene kan tenkes å være knyttet til svekket tillit til det politiske systemet og en generell usikkerhet som gir høye lånekostnader over tid og svekket investeringsvilje. Dette skyldes at finansielle markeder vil kreve høyere rente (konkurspremie) som en kompensasjon for risikoen for inflasjon og betalingsunntatelse. Den økte inflasjonen vil også representere en reell skatteøkning («seignorage»). Historisk har likevel gjeldsnedskrivning og inflasjon vært vel så vanlig som krevende innstramminger i budsjettpolitikken. I moderne økonomier og med uavhengige sentralbanker som har som oppgave å holde inflasjonen lav og stabil og sørge for finansiell stabilitet, er imidlertid de to første løsningene mindre aktuelle. Ofte er innstramminger blitt drevet fram av at staten ikke lenger får finansiert sitt lånebehov i markedet.

5.2.2 Finanspolitikken som kortsiktig stabiliseringsverktøy

På kort sikt kan myndighetene påvirke aktiviteten i økonomien gjennom endringer i samlet etterspørsel. Finanspolitikken bidrar til å øke samlet etterspørsel dersom utgiftene i budsjettet vokser raskere enn gjennomsnittet for andre etterspørsels-

komponenter, eller dersom inntektene vokser langsommere. I det siste tilfellet øker etterspørselen fordi husholdninger eller bedrifter betaler mindre i skatt, og dermed beholder en større del av inntektene sine – noe som igjen kan finansiere økt privat konsum eller investeringer. Virkningen av forsøk på aktiv etterspørselsregulering har imidlertid vært omstridt, og ulike modeller for økonomiens virkemåte har ulike implikasjoner for styrken på slike virkninger (Chinn, 2013).

Virkningen av finanspolitikk som stabiliseringsverktøy er omdiskutert

Innenfor tradisjonelle keynesianske etterspørselsmodeller vil en finanspolitisk stimulans ha en multiplikatoreffekt på samlet etterspørsel og produksjon. Ifølge denne teorien er multiplikatoren typisk større enn én, den øker med marginal konsumtilbøyelighet, faller med økende importtilbøyelighet og den er større ved en økning i offentlige utgifter enn ved en tilsvarende reduksjon i skattene. Multiplikatoreffekten forutsetter ledig kapasitet i økonomien. I motsatt fall vil en finanspolitisk stimulans primært slå ut i økte priser.

Barro (1974) la vekt på at endringer i etterspørselen som har en motpost i endring i statens budsjettunderskudd, vil bli kompensert av tilpasninger i privat sektors etterspørsel. I sin sterkeste form vil såkalt ricardiansk ekvivalens innebære at finanspolitikken mister sin effekt som etterspørselsregulerende verktøy i motkonjunkturpolitikken. Endring i budsjettunderskuddet kompenseres fullt ut av en motgående endring i husholdningenes sparing, slik at samlet etterspørsel forblir uendret.

Det er lite empirisk dekning for ricardiansk ekvivalens i sin sterkeste form. Ricciuti (2003) og Röhn (2010) finner en viss støtte til ricardiansk ekvivalens, men i en vesentlig mildere form enn det opprinnelige teoremet skulle tyde på. Mer generelt gir konsumfunksjoner tallfestet på norske data liten støtte for noe vesentlig innslag av ricardiansk ekvivalens. Dette åpner for keynesianske inntektsmultiplikatoreffekter på konsumet.

Empiriske effekter av store skatteletter har imidlertid vist seg rimelig godt forenelig med ricardiansk ekvivalens og fremadskuende husholdninger. Hsieh (2003) har vist at husholdninger i Alaska, som årlig får en stor pengeoverføring fra Alaskas oljefond, ikke øker sitt forbruk når overføringen kommer. Hsiehs tolkning av dette resultatet er at husholdningene er rimelig fremadskuende og tilpasser sparingen til de overføringene de vet vil komme.

Empiriske undersøkelser tyder på at størrelsen på multiplikatoren av finanspolitiske endringer avhenger av mange forhold, herunder egenskaper ved økonomien, tidshorisont, om politikkendringene er midlertidige eller varige, om stimulansen kommer i gode eller dårlige tider, om husholdningene opplever likviditetsbegrensninger, reaksjonen i pengepolitikken, troverdigheten til regjeringen og mange andre faktorer (Auerbach og Kotlikoff, 1987, Galí, López-Salido og Vallés, 2007, Auerbach og Gorodnichenko, 2011, Blanchard og Leigh, 2013, og Ramey, 2011). Empiriske estimater synes også å avhenge av hvilken periode som studeres. Perotti (2005) finner at multiplikatoren i Australia, Canada og Storbritannia er blitt svakere etter 1980, trolig som følge av færre kredittrestriksjoner og mer aktiv pengepolitikk.

Risikopremie i form av økte lånekostnader for staten kan medføre at gjeldsoppbygging over visse nivåer reduserer den finanspolitiske multiplikatoren, jf. Reinhart og Rogoff (op.cit) og Miller m.fl. (1990). Som nevnt i avsnitt 5.2.1, har både Hellas, Irland, Spania og Island opplevd kraftige oppgang i lånekostnadene etter finanskrisen. Nickel og Tudyka (2014) viser i en studie av 17 europeiske land at effekten på økonomien av en finanspolitisk stimulans ikke er lineær, men at en positiv effekt ved moderate gjeldsnivåer kan bli snudd til en negativ effekt ved gjeldsnivåer over 65-70 pst. Röhn (2010) viser at privat sektors motgående tilpasning til endringer i finanspolitikken blir større ved et gjeldsnivå på om lag 75 pst. Store risikopremier kan føre til negative finanspolitiske multiplikatorer (Alesina og Perotti, 1997). Troverdige tiltak som gjenoppretter tilliten til myndighetenes økonomiske politikk, kan virke positivt på forbruk og investeringer, i tillegg til å redusere lånerenten. Uansett vil myndighetene i slike situasjoner ikke ha særlig annet valg enn å stramme til selv om økonomien står midt oppi et alvorlig konjunkturtilbakeslag.

Erfaringer fra flere land viser at det er vanskelig å bruke finanspolitikken til å finstyre økonomien gjennom diskresjonære endringer i samlet etterspørsel. Det tar lang tid å planlegge, beslutte og sette i verk endringer i finanspolitikken. Det er ikke sikkert at offentlige midler som skal brukes raskt, brukes fornuftig. Kravet til grundige utredninger før bruk av offentlige midler bør være høyt, og i Norge er det eksplisitte krav om dette bl.a. i Utredningsinstruksen. Etter at en sak er ferdig utredet, kan også beslutningsprosessen ta noe tid. Den politiske behandlingen av et budsjett og selve gjennomføringen av et vedtak kan også trekke ut i tid. Forsinkelsen vil kunne være kor-

tere for endringer i skatter og overføringer (både til husholdninger og kommuner) enn for endringer i offentlige investeringer og andre kjøp av varer av tjenester. Erfaringene har imidlertid ofte vært at forsøk på diskresjonær motsyklisk politikk, har endt opp som medsyklisk fordi motkonjunkturtiltakene først har begynt å virke etter at konjunktorene har snudd.

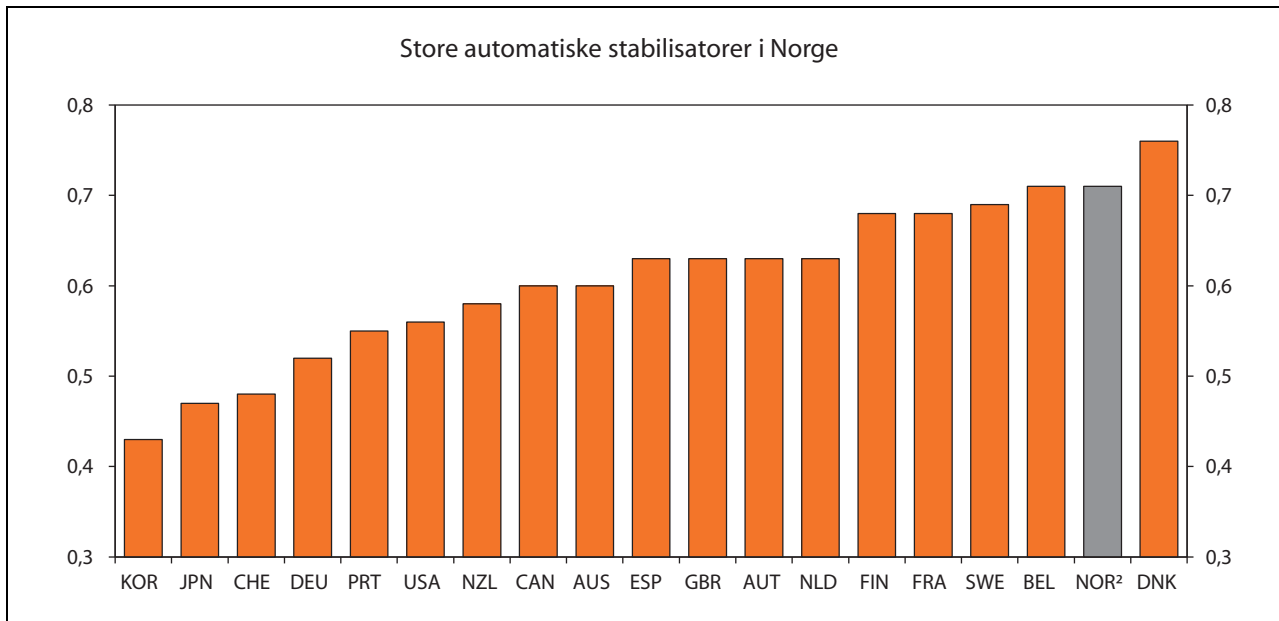
Automatiske stabilisatorer

Enkelte inntekts- og utgiftsposter på offentlige budsjetter varierer systematisk i takt med aktiviteten i økonomien. I en høykonjunktur vil for eksempel økte skatte- og avgiftsinntekter knyttet til sterk vekst i produksjon og sysselsetting isolert sett bidra til å øke overskuddet på statsbudsjettet som andel av BNP. Økningen i overskuddet innebærer at det trekkes inn kjøpekraft fra husholdninger og bedrifter. På tilsvarende måte vil en lavkonjunktur gi lavere skatteinntekter og høyere utgifter til arbeidsledighetstrygd. Dermed svekkes budsjettbalansen uten at det er gjort noe budsjettvedtak. Budsjettsvekkelsen bidrar isolert sett til å opprettholde kjøpekraften til husholdninger og bedrifter, og dermed til å holde aktiviteten oppe. Dette refereres vanligvis til som automatiske stabilisatorer, altså mekanismer som bidrar til å dempe svingninger i økonomien ved å regulere den samlede etterspørselen.

Ved siden av skatter og avgifter er også ledighetstrygden en automatisk stabilisator. Den sikrer at personer som mister jobben ikke får en tilsvarende inntektsreduksjon som den lønnen som faller bort. Samtidig betyr ledighetstrygden at statsbudsjettet svekkes jo mer ledigheten stiger.

Skatte- og avgiftsinntektene tilsvarende i underkant av halvparten av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Det innebærer at en stor del av et konjunkturtelt inntektsbortfall i Fastlands-Norge vil bli motsvart av lavere inntekter i offentlige budsjetter og tilsvarende mindre fall i kjøpekraften for privat sektor. Dette illustrerer at de automatiske stabilisatorene i betydelig grad bidrar til å dempe konjunktursvingningene i norsk økonomi.

De automatiske stabilisatorene i budsjettet anslås å være sterkere i Norge enn i mange andre land. Det skyldes at Norge har godt utbygde velferdsordninger og et forholdsvist høyt skattenivå, jf. figur 5.1. I de nordiske landene vil et fall BNP-veksten på 1 prosentenhet svekke den offentlige budsjettbalansen tilsvarende 0,7 pst. av BNP. Øvrige OECD-land ligger litt lavere, men det er få land hvor budsjettsvekkelsen er mindre enn 0,5 pst. av BNP.



Figur 5.1 Automatiske stabilisatorer i ulike land¹

¹ Koeffisienten oppsummerer den automatiske endringen i budsjettbalansen for offentlig sektor som følge av ett prosentpoengs endring i BNP-gapet.

² Fastlands-Norge.

Kilde: OECD.

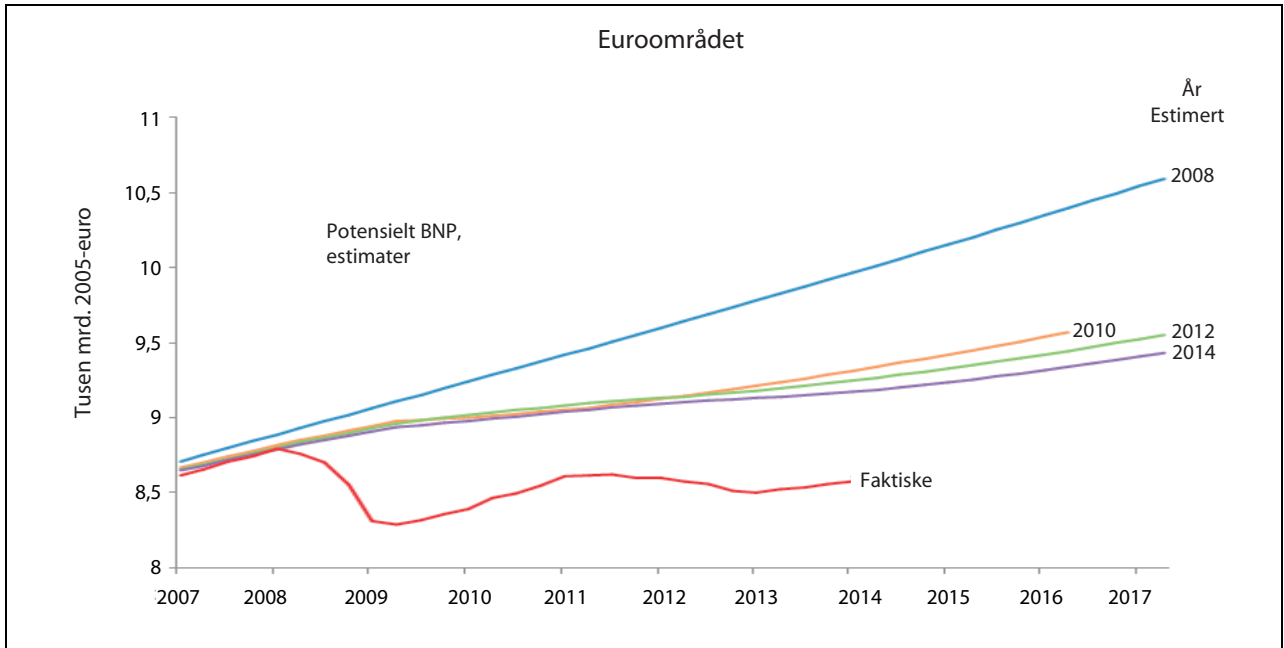
Å la de automatiske stabilisatorene få virke fritt, kan derfor være krevende nok for offentlige finanser når økonomien rammes av alvorlige tilbakeslag. Figur 5.2 illustrerer hvor stor avstanden er blitt mellom potensiell produksjon og faktisk produksjon for eurolandene i etterkant av finanskrisen i 2008. Fra og med 2009 har forskjellen mellom faktisk og potensielt BNP økt til over 10 pst. av potensielt BNP, slik dette ble anslått i 2008. Det innebærer at de automatiske stabilisatorer i eurolandene isolert sett ville ha bidratt til å svekke budsjettbalansen med mer enn 5 pst. av BNP, dersom de fullt ut hadde fått lov å virke med utgangspunkt i de økonomiske anslagene som forelå før krisen. Samtidig er anslaget for potensielt BNP nedjustert. Finanspolitikken må dermed strammes inn for at det underliggende underskuddet skal komme tilbake til nivået fra 2008.

Noen lærdommer fra den globale finanskrisen

De siste 25 årene har stadig flere land innført inflasjonsmål for pengepolitikken. Dette har bidratt til at finanspolitikken hadde en mindre rolle i stabiliseringspolitikken i perioden forut for finanskrisen i 2008-2009. Pengepolitikken ble førstelinjeforsvaret mot konjunktursvingninger. De automatiske stabilisatorene skulle få virke, men ut over dette var det en økende skepsis til aktiv bruk

av finanspolitikken som stabiliseringsverktøy, jf. Blanchard m.fl. (2010). Dels reflekterte dette tvil om størrelsen på – og i noen tilfeller endog fortegnet på – aktivitetsevirkningene av finanspolitiske tiltak. I tillegg var det liten grunn til å bruke flere politikkinstrumenter dersom pengepolitikken kunne holde stabilt aktivitetsnivå. Denne endringen i arbeidsdeling kan også ha sammenheng med at utviklingen i finansmarkedene gjorde pengepolitikken mer effektiv. Videre var hovedprioriteringen i finanspolitikken i industrilandene å stabilisere, og aller helst redusere, de høye gjeldsnivåene. Det ble også lagt vekt på at tidsforsinkelsene ved finanspolitiske tiltak kan være såpass store at effektene på økonomien kan komme for sent, og i verste fall bli prosykliske. Skepsisen til bruk av finanspolitikk til å stabilisere økonomien må også ses i lys av at det politisk er enklere å øke underskuddet i en nedgangsperiode enn å redusere underskuddet når økonomien igjen går bedre – derav tendenser til vedvarende økning i gjelden.

Tiden etter den globale finanskrisen har i mange OECD-land vært preget av store budsjettunderskudd, svak vekst, høy arbeidsledighet og gjeldsnivåer som ikke er bærekraftige. Med styringsrenter nær null har tradisjonell pengepolitikk bare i begrenset grad kunnet spille en rolle i stabiliseringspolitikken. Blanchard m.fl. (op.cit.)



Figur 5.2 Faktisk og potensiell vekst i euroområdet

Kilde: Summers (2014) som oppgir Bureau of Economic Analysis, IMF World Economic Outlook Databases og Bloomberg som kilder for figuren.

peker på at hvis det hadde vært mulig, burde styringsrenten i USA i etterkant av finanskrisen vært redusert med ytterligere 3-5 prosentenheter ut fra enkle beregninger basert på Taylor-regelen.¹ I stedet måtte sentralbankene ty til såkalte ukonvensjonelle virkemidler, særlig kjøp av verdipapirer. Utsiktene til et svært alvorlig økonomisk tilbakeslag gjorde at mange av de viktige OECD-landene også satte i verk ekspansive finanspolitiske tiltak da krisen var et faktum.

Nyere forskning viser at finanspolitikken kan ha god effekt i slike situasjoner som finanskrisen skapte. Tradisjonelle finanspolitiske multiplikatorer er sterke når pengepolitikken er begrenset av at renten er nær null (Coenen med flere, 2012, og Blanchard og Leigh, 2013), finanssektoren er svak (Corsetti, Meier og Müller, 2012) og når det er mye ledig kapasitet i økonomien (Auerbach og Gorodnichenko, 2012).

Når det gjelder forsinkelsene i finanspolitikken, viste disse seg å være kortere i forbindelse med den globale finanskrisen enn de gjerne har vært tidligere. Dette kan ha sammenheng med

selve størrelsen på sjokket, det begrensede handlingsrommet i pengepolitikken, samt en utvetydig oppfordring fra bl.a. G-20 og IMF om å iverksette finanspolitiske tiltak raskt. Særlig kunne skatteletter implementeres raskt, mens økte overføringer til husholdningene tok noe lengre tid, og infrastrukturprosjekter tok lengst tid å implementere. Videre var det allerede tidlig klart at det økonomiske tilbakeslaget kom til å bli langvarig, noe som tilsa at det ville være tid til å sette i verk finanspolitiske tiltak til tross for tidsforsinkelsene. IMF (2013) viser også at de automatiske stabilisatorene spilte en betydelig rolle i tiden etter finanskrisen startet. Det kan også se ut til at land med mindre omfattende automatiske stabilisatorer gjennomførte større diskresjonære tiltak.

Finanskrisen og dens ettervirkninger har gitt lærdommer for økonomisk politikk på flere områder. Blant de viktigste lærdommene gjelder reguleringer av finansmarkedene, herunder strengere soliditetskrav for banker (Basel III) og såkalt makroregulering. Det siste omfatter bl.a. motsykliske kapitalkrav for banker (slik at bankene må øke sin egenkapital i gode tider) og krav til bankenes boliglånspraksis. Kravene til boliglånspraksis kan bl.a. innebære begrensninger på hvor mye låntakere kan låne som andel av boligens verdi («loan to value») og egen inntekt («loan to income»), og krav om at låntakeren skal kunne

¹ Taylor (1993) lanserte en enkel pengepolitisk regel der intuisjonen er at styringsrenten bør settes opp dersom inflasjonen i dag er høyere enn ønsket (tallfestet ved inflasjonsmålet i de land hvor det er definert) og reduseres dersom den er lavere enn ønsket. I tillegg bør sentralbanken se på presset i økonomien, uttrykt for eksempel ved en indikator for produksjonsgapet.

tåle en viss renteoppgang. I Norge har Finanstilsynet gitt retningslinjer som bl.a. sier at bankene normalt ikke bør gi lån utover 85 pst. av boligens verdi, og at låntakeren bør kunne tåle en renteoppgang på minst 5 prosentenheter. I flere land, deriblant Norge, kan en også observere at sentralbankene sterkere og mer eksplisitt enn tidligere vektlegger hensyn til finansiell stabilitet i pengepolitikken.

Blanchard m.fl. (op.cit.) og OECD (2014a) peker på at det også på finanspolitikken område kan trekkes viktige lærdommer:

- Aller viktigst er at krisen tydelig har demonstrert at det er nødvendig med vesentlig større budsjettoverskudd i gode tider for å bygge opp tilstrekkelig handlingsrom til også å kunne bruke finanspolitikken når tilbakeslaget kommer. Dette har dels sammenheng med størrelsen på de automatiske stabilisatorene og dels sammenheng med behovet for ekstraordinære finanspolitiske tiltak når tilbakeslaget blir så kraftig at pengepolitikken møter begrensninger fordi styringsrentene er nær null.
- Finanspolitiske rammeverk med troverdige mål om å redusere gjelden og finanspolitiske regler (med unntaksklausuler ved kraftige tilbakeslag) kan være til hjelp for å demme opp for tendensen til for store budsjettunderskudd. Særlig vil budsjettbalanse- og utgiftsregler kunne være nyttige. Øremerking av inntekter til spesielle formål bør unngås for å hindre automatiske kutt når inntektene faller.
- Budsjettssystemet må være helhetlig og transparent. Underskudds- og gjeldsdata må gi et helhetlig bilde ved at alle offentlige forpliktelser og garantier framgår. Ulike former for garantier og «off balance sheet»-operasjoner reduserer oversikten, svekker budsjettet som styringsverktøy, og kan skape insentiver til å utsette nødvendig finanspolitiske konsolideringer.
- Siden diskresjonære finanspolitiske tiltak kan innebære store tidsforsinkelser, bør de automatiske stabilisatorene styrkes. Dette er mest aktuelt for land hvor disse mekanismene er svake, slik som i USA og andre anglo-saksiske land. Slike ordninger, som jo utgjør størstedelen av de offentlige utgiftene, bør likevel primært vurderes ut fra hensyn til velferd, effektivitet og inntektsfordeling, og ikke ut fra rene stabiliseringspolitiske hensyn. Blanchard m.fl. (op.cit.) peker på at også betingede automatiske stabilisatorer bør vurderes, i form av midlertidige reduserte skatter eller økte overføringer når den økonomiske nedgangen passerer

visse grenser som er trukket opp på forhånd, slik som for eksempel ledighet over et visst nivå.

- Framover er behovet for finansiell konsolidering i mange land betydelig i lys av store aldersrelaterte utgiftsøkninger til pensjoner, helse og omsorg. Dette innebærer at gjelden bør bygges ned etter hvert som den økonomiske veksten kommer opp på mer normale nivåer, snarere enn at utgiftsøkninger finansieres med økte skatter.

OECD (op.cit.) understreker dessuten at finanskrisen illustrerer hvor viktig det er å legge vekt på risiko i den økonomiske planleggingen, slik at den økonomiske politikken er robust også overfor særlig negative forløp. I forkant av krisen ble skjørheten i det finansielle systemet, og hvordan dette kunne slå ut i realøkonomien, undervurdert. Det er særlig viktig å belyse utfall som kan være lite sannsynlige, men som innebærer svært store kostnader om de skulle inntreffe. Beregningene av konsekvensene for den strukturelle, oljekorrigerte budsjettbalansen av kraftig fall i oljeprisen og nullvekst i økonomien over en lengre periode i kapittel 6 om erfaringene med handlingsregelen så langt, er et forsøk på å gjøre dette for Norge. Tilsvarende er det i kapittel 10 gitt en grundig drøfting av hvordan ulike tilleggsreglene til handlingsregelen vil kunne fungere ved alternative økonomiske forløp framover.

5.2.3 Særskilte utfordringer for land som er rike på naturressurser

Land som har store inntekter fra ikke-fornybare naturressurser som olje og gass, står overfor en rekke utfordringer i den økonomiske politikken. Flere av disse må eksplisitt adresseres i det finanspolitiske rammeverket. For det første er inntektene midlertidige, noe som kan medføre betydelig realøkonomisk ustabilitet dersom bruken av dem legges på et for høyt nivå. For det andre vil uttapping av en ikke-fornybar ressurs ha konsekvenser for fordelingen mellom generasjoner hvis ikke en tilstrekkelig andel av inntektene settes til side for senere bruk. For det tredje er inntektene gjenstand for store og uforutsigbare prissvingninger. Med dette bakteppet blir den finanspolitiske utfordringen dels å spare deler av inntektene av hensyn til framtidige generasjoner (spareutfordringen) og dels å hindre at svingningene i ressursinntektene skaper unødig realøkonomisk ustabilitet (stabiliseringsutfordringen).

Bruken av inntektene må skilles fra opptjeningen

Som det ble lagt vekt på da handlingsregelen ble innført, er en nødvendig betingelse for at petroleumsformuen skal gi en varig økning i konsumbanen at bruken av inntektene skilles fra opptjeningen, jf. kapittel 3. En fondskonstruksjon kan bidra til dette.

En viktig grunn til å etablere et fond er at kontantstrømmen fra ikke-fornybare ressurser er forskjellig fra statens øvrige inntekter:

- Ikke-fornybare ressurser gir normalt opphav til en grunnrente, dvs. en kontantstrøm utover betalingen for den bruken av arbeidskraft og realkapital som er nødvendig for å få ressursen fram til en kjøper. Nåverdien av denne grunnrenten kan betraktes som en formue, og permanentinntekten fra formuen kan beregnes som verdien av beholdningen multiplisert med den relevante rentesatsen. Den delen av kontantstrømmen som går utover avkastningen, kan dermed ikke regnes som inntekt, fordi den har et motstykke i redusert ressursformue. Produksjon av olje og gass kan således delvis ses på opptjening av inntekt, delvis som en realisering av petroleumsformuen. Som en forenkling er det likevel vanlig å omtale hele kontantstrømmen fra utvinning av petroleum som en inntekt, herunder også i nasjonalregnskapsammenheng.
- Mens innenlandske skatteinntekter reduserer kjøpekraften, og dermed etterspørselen i privat sektor, er ikke det tilfellet for petroleumsinntekter. Petroleumsinntektene er opptjent i utlandet og kan bare brukes til å betale for import. I den grad husholdningene også ønsker mer av slike varer og tjenester som vanskelig kan importeres, vil en økning i bruken av petroleumsinntekter føre til høyere pris og lønnsvekst for å få flyttet ressurser fra konkurranseutsatte til skjermede næringer.
- Inntekter fra petroleumssektoren viser større variasjon over tid enn øvrige inntekter, som følge av store prisfluktuasjoner. Land med petroleumsinntekter av et visst omfang må ha mekanismer som sørger for at budsjettet er tilstrekkelig robust både til å håndtere slike svingninger og til å takle en varig nedgang i oljeprisen. Det finansielle rammeverket bør i størst mulig grad skjerme resten av økonomien fra svingningene i råvareprisene. Poenget er å unngå en bruk av ressursinntektene som svinger i takt med råvareprisene. I motsatt fall vil bruken av ressursinntektene virke medsyklisk og forsterke en råvarebasert kon-

junkturoppgang i økonomien, og dermed også gi mindre handlerom dersom prisene på råvaren skulle falle igjen.

Et ressursfond alene er ingen garanti for at et land lykkes å håndtere inntekter fra ikke-fornybare naturressurser, jf. Davis m.fl. (2001a, 2001b). Det avgjørende er den politiske viljen til å gjennomføre en forsvarlig finanspolitikk. Mekanismene for hvordan midler settes inn på og tas ut av fondet er viktig for å legge til rette for gode beslutninger. Det dreier seg i første rekke om et godt finansielt rammeverk og en helhetlig budsjettprosess hvor også bruken av ressursinntekter inngår. En tilstrekkelig andel av ressursinntektene må settes av i fondet, og fondet må investeres i finansielle aktiva i utlandet. Alternativet, å investere i hjemlandet, kan bidra til å forsterke de problemene som ønskes forhindret, nemlig en overoppheting av økonomien og unødige strukturelle omstillingsproblemer, jf. nærmere omtale nedenfor. Davis m.fl. konkluderer derfor med at tilførselen til fondet bør representere reell sparing, dvs. at myndighetene ikke samtidig tar opp lån. Det vil skape klarhet om hvor mye av ressursinntekten som faktisk brukes.

Internasjonale erfaringer fra land med naturressursinntekter

Historien har mange eksempler på land med store naturressurser som ikke har lyktes med å bruke ressursinntektene til varig glede for det brede lag av befolkningen. Tvert i mot er det mange ressursrike land som har kommet dårligere ut enn land uten ressursinntekter. En omfattende litteratur har forsøkt å finne forklaringer på denne tilsynelatende paradoksale sammenhengen, som ofte omtales som ressursenes forbannelse («the resource curse»)². Selv om svaret er sammensatt, er det typisk fire fallgruver som går igjen:

- *Bruken av ressursinntekter øker for raskt.* Mangel på disiplin i budsjettpolitikken kan lede til en for rask økning i bruken av inntektene opp til et nivå som ikke kan opprettholdes over tid. Det oppstår da et typisk «boom and bust»-forløp i økonomien, med kostbare strukturendringer i økonomien som resultat. Nederlands erfaringer med et slikt forløp ga på slutten av 1970-tallet opphav til begrepet

² Se for eksempel Collier (2007, 2011), Davis m.fl. (2001a, 2001b), Gelb m.fl. (1988), Gylfason (2002), Hannesson (2001, 2002), Humphreys m.fl. (2007), Karl (1997), Katz m.fl. (2004), Mehlum m.fl. (2006), Robinson m.fl. (2006), Ross (2012) og Sachs og Warner (2001).

«hollandsk syke». Denne «sykdommen» betegner en utvikling der størrelsen på konkurranseutsatt sektorer faller mer enn det som er forenlig med langsiktig balanse i driftsregnskapet overfor utlandet, slik at det etter hvert blir behov for å bygge sektoren opp igjen. En vanlig erfaring er at det er lettere å bygge konkurranseutsatt sektor ned enn opp, mens det er mer krevende å skalere ned skjermte sektor, herunder velferdsordninger, enn å skalere dem opp.³ I den grad produktivitetendringer særlig finner sted i konkurranseutsatt sektor, kan nedbygging av denne sektoren også redusere den langsiktige vekstevnen.

- *Fondsmidlene plasseres feil.* Mange land, særlig utviklingsland, har problemer med å få lån i internasjonale kapitalmarkeder, og velger derfor å investere fondsmidlene i egen økonomi. I tillegg til infrastruktur, helse og utdanning blir midlene i mange land også investert i næringsutviklingsprosjekter, gjerne begrunnet med et ønske om å gjøre økonomien mer diversifisert når ressursinntektene en gang faller. Å finansiere prosjekter i egen økonomi med midler fra ressursfondet vil ha de samme økonomiske effektene som økt bruk av ressursinntekter over statsbudsjettet. I realiteten har man da to statsbudsjett, ett som finansieres av skatteinntekter (og evt. bistandsmidler) og ett som finansieres av fondsmidler. Presset i økonomien øker, den kostnadsmessige konkurransevnen svekkes og skjermte sektor bygges opp på bekostning av konkurranseutsatt sektor. Davis m.fl. (2001a) peker på at hvis fondet finansierer offentlig forbruk, vil det lede til redusert offentlig sparing. Hvis fondet finansierer investeringer, vil det være ineffektivitet sammenliknet med å finansiere de samme investeringene over statsbudsjettet. Mange land har dessuten dårlige erfaringer med hva slags prosjekter som settes i gang, f.eks. sterkt subsidiert næringsutvikling eller andre tiltak med liten verdi og høye kostnader, innimellom omtalt som «white elephants». Gelb m.fl. (op.cit.) oppsummerer Verdensbankens omfattende gjennomgang med å si at hovedutfor-

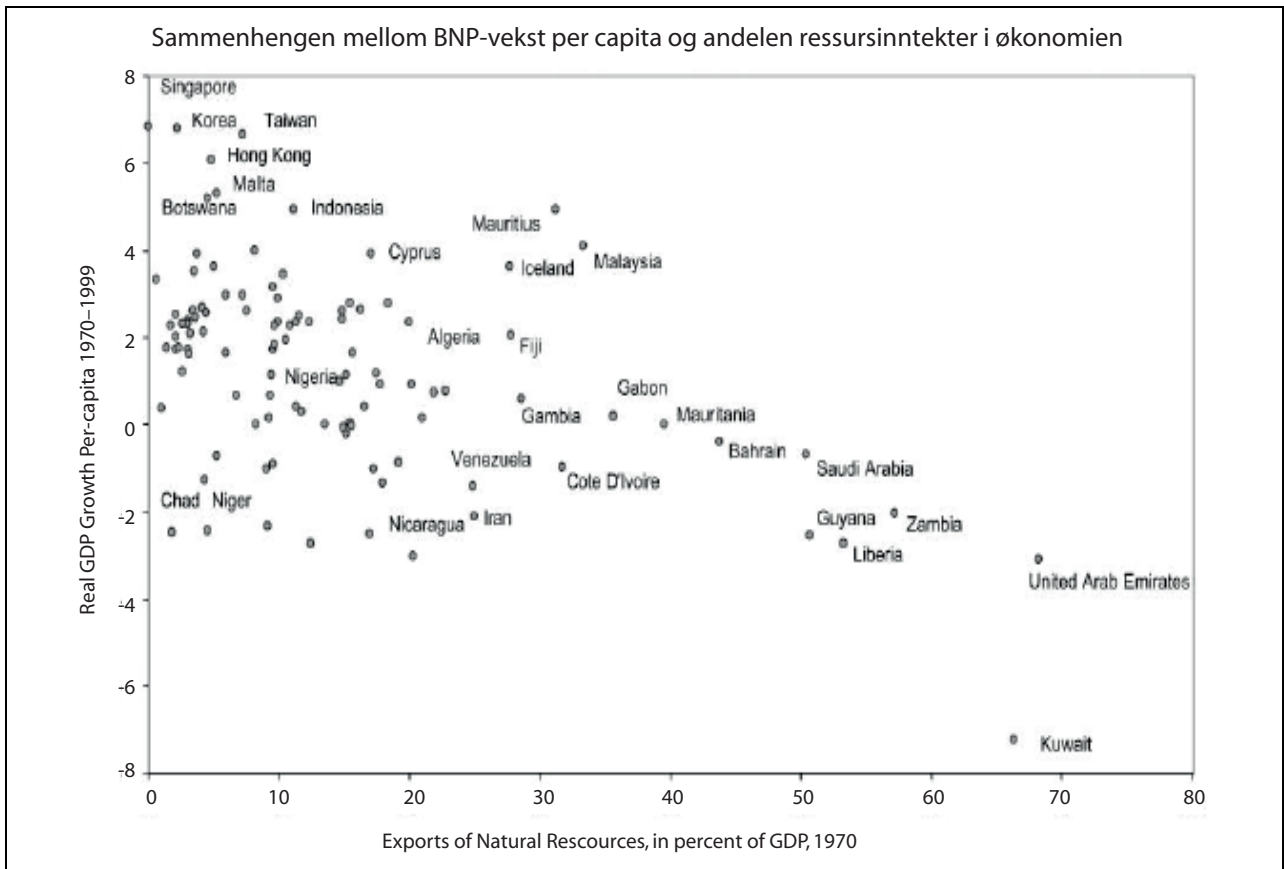
dringer er å gjøre fondsinvesteringer i utlandet politisk akseptabelt.

- *Mangel på gjennomføringskraft i strukturpolitikken.* Figur 5.3 illustrerer at land rike på naturressurser har en forholdsvis svak økonomisk vekst sammenliknet med land som ikke er så rike på slike ressurser. Ressursinntektene kan bl.a. ta oppmerksomhet bort fra behovet for å gjennomføre vekstfremmende strukturreformer. Den negative sammenhengen blir mindre åpenbar når det tas hensyn til BNP-nivå og hvor utviklet et land er (jf. Alexeev og Conrad, 2009), samt kvaliteten på samfunnets institusjoner (se under).
- *Forvitring av samfunnsinstitusjoner.* Det har vært en klar tendens til at samfunnsinstitusjoner og offentlig administrasjon er blitt svekket jo større ressursinntektene er i et land. Dette gjelder særlig i utviklingsland. Mekanismene er mange. Aktørene i økonomien kan for eksempel bruke sin tid, innsats og talent på å sikre seg en del av ressursinntektene («rent-seeking») i stedet for å delta i produktivitetsskapende arbeid. En annen forklaring er at de som sitter med makten, ikke er tjent med å bygge gode samfunnsinstitusjoner siden det da blir vanskeligere for dem å utøve den samme graden av kontroll over ressursinntektene. Politiske støttespillere kan bli premiert med for eksempel jobber i det offentlige eller andre særskilte fordeler («patronage»). Korrupsjon er også mer utbredt i land med store ressursinntekter. Williams (2011) viser i en studie av over 100 land i perioden 1960-2005 at det er en tendens til at land med store inntekter fra naturressurser er mindre transparente enn andre.

Alt i alt trekker de fire fallgruvne i retning av at det er særlig viktig med gode finanspolitiske rammeverk i land som er rike på naturressurser. Dette understrekes av at ressursinntekter ser ut til å gi velstand i noen land og fattigdom i andre. Mehlum m.fl. (2006), Robinson m.fl. (2006) og Boschini m.fl. (2007) viser at oljeinntekter bidrar til vekst når institusjonene er sterke, men svekker veksten når institusjonene er svake. I tråd med dette har nyere studier gått mer i dybden med empiriske analyser av råvarerike land med gode institusjoner for å identifisere hvilke mekanismer som gir økt økonomisk vekst.

Eksempler på slike studier er Bjørnland og Thorsrud (2015), Allcott og Keniston (2014) og Smith (2015) som alle indikerer at ringvirkningene fra petroleumsvirksomheten har gitt bety-

³ En årsak til at det kan være vanskelig å bygge konkurranseutsatt sektor opp igjen når den først er bygget ned, er nominelle lønnsrigiditeter, som gjør det tidkrevende å få til en tilpasning av den kostnadsmessige konkurransevnen. Før øvrig vil en noe mindre konkurranseutsatt sektor i utgangspunktet ikke noe problem gitt det er nok ressursinntekter til å betale for importen. Så lenge denne finansieringen kan vedvare, vil nivået på skjermte sektor kunne videreføres.



Figur 5.3 Sammenhengen mellom BNP-vekst per capita og andelen ressursinntekter i økonomien

Kilde: Sachs og Warner (2001).

delige bidrag til vekst og sysselsetting i økonomien. For Norges del har ringvirkningene til næringslivet vært særlig store fordi produksjon av olje og gass på norsk kontinentalsokkel er teknologisk avansert. Dette har bidratt til viktig kompetanse- og teknologiutvikling både på sokkelen og blant underleverandører. Disse effektene kommer i tillegg til virkningene fra økt bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet som mye av forskningen om hollandsk syke tradisjonelt har vært opptatt av.

Strategier for bruk av inntekter fra ikke-fornybare ressurser

Diskusjonen om finanspolitiske rammeverk for land med ressursinntekter vil gjerne søke å finne en god avveining mellom hvor mye som skal brukes nå og i framtiden, der det tas hensyn til dagens økonomiske situasjon og behovet for langsiktig bærekraft i offentlige finanser. Langsiktig bærekraft oppfattes typisk som at dagens politikk kan videreføres uten kraftige framtidige innstramninger. Ressursinntektene forkludrer gjerne tradi-

sjonelle finanspolitiske indikatorer, og gjør dem mindre relevante. Mange land med olje- og gassinntekter bruker derfor en oljekorrigert budsjettbalanse, hvor olje- og gassinntektene holdes utenom statens inntekter og utgifter, som indikator for innretningen av finanspolitikken.

Siden det er store forskjeller mellom land, vil det ikke finnes én optimal regel for hvor mye ressursinntekter som årlig kan brukes. Ulike finanspolitiske regler er derfor blitt tatt i bruk. Det finanspolitiske rammeverket for Australia og Chile, som begge er land med store ressursinntekter, er nærmere omtalt i avsnitt 5.4. Nedenfor omtales generelt enkelte momenter av særlig relevans for land med olje- og gassinntekter.

Et ytterpunkt er en balanseregel der oljeinntektene brukes løpende, samtidig som budsjettbalansen opprettholdes. En slik «hånd til munn» regel beskytter ikke budsjettet mot svingende oljepriser og setter heller ikke inntekter til side til framtidige generasjoner. Til tross for opplagte svakheter ved et slikt opplegg, er de fleste oljeproduserende landene i dag avhengig av ganske høye oljepriser for å få balanse i sine budsjett-

ter. Ifølge Reuters (2014) vil en oljepris på under 90 dollar per fat gi budsjettunderskudd i alle OPEC-land, utenom Kuwait og Qatar, gitt at petroleumsproduksjonen var som i 2013.

Et naturlig teoretisk utgangspunkt er at bruken av oljeinntekter bør knyttes til permanentinntekten fra samlet petroleumsformue, dvs. summen av petroleumsformuen i bakken og ressursfondet. Valdes og Engel (2000) peker imidlertid på at slike regler i sin enkleste form verken tar hensyn til usikkerheten i oljeinntektene, framtidig økning i aldersrelaterte utgifter til pensjoner, helse og omsorg, kostnader ved raske endringer i næringsstrukturen eller kostnader ved opp- og nedskalering av det offentlige velferdstilbudet.

Hvis den finanspolitiske retningslinjen i Norge skulle vært knyttet til permanentinntekten fra formuen både i bakken og i fondet (beregnet uten justering for usikkerhet eller vekst i framtidige utgifter), og ikke til realavkastningen av fondet som i dag, ville bruken av oljeinntekter blitt mer enn fordoblet sammenliknet med dagens opplegg. Statens andel av permanentinntekten fra den gjenværende petroleumsformuen i bakken ble i Nasjonalbudsjettet 2015 anslått til 160 mrd. 2015-kroner, mens forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til budsjettåret til 2015 ble anslått til 222 mrd. 2015-kroner. Samlet permanentinntekt i 2015 kan dermed anslås til 382 mrd. kroner. Til sammenlikning legger budsjettet for 2015 opp til en bruk av oljeinntekter på 164 mrd. 2015-kroner – forskjellen er 218 mrd. kroner. Det må bemerkes at anslaget på den samlede permanentinntekten vil svinge betydelig med endrede oljeprisanslag.

I en mer utvidet modellanalyse kan en ivareta flere av komplikasjonene nevnt over, herunder en økende tidsprofil for offentlige utgifter, utnyttelse av finansmarkedene til å diversifisere bort (deler av) oljeprisrisikoen og innarbeiding av et motiv for forsiktighetsmotivert sparing. Bremer m.fl. (2014) utleder et modellrammeverk med flere av disse elementene og presenterer illustrative beregninger for Norge. Det kan imidlertid reises spørsmål om den operasjonelle verdien av regler utledet av så vidt kompliserte økonomiske modeller som relaterer bruken til den samlede ressursformuen. Et viktig praktisk hinder for å utnytte finansielle markeder til å redusere oljeprisrisikoen er at slike markeder ikke er godt utviklet. Det er derfor stor usikkerhet om hvor mye det ville koste å følge en strategi der man forsikrer seg mot framtidige svingninger i oljeprisen («hedging»).

I modeller som tar utgangspunkt i den samlede petroleumsformuen, men som også inkluderer hensyntagen til oljeprisusikkerhet og økte framtidige utgifter, vil den initiale bruken ligge lavere enn forventet permanentinntekt. I sin tur innebærer det en stigende bruk over tid (målt i faste kroner). Dette er kvalitativt sett samme profil for oljepengetruken som en oppnår med handlingsregelens strategi hvor bruken over tid skal utgjøre 4 pst. av et petroleumsfond som målt i faste kroner stiger i forventet verdi så lenge petroleumsutvinningen fortsetter.

Et sentralt element i utformingen av en finanspolitisk regel for et land rikt på naturressurser er at den må ivareta den store usikkerheten i anslagene på priser, kostnader og produksjon. Til tross for at flere studier i ettertid kan forklare utviklingen i oljeprisen med tilbud og etterspørselsimpulser, jf. Hamilton (2009), Kilian (2009), Lippi og Nobili (2012) og Aastveit, Bjørnland og Thorsrud (2014), er oljeprisen vanskelig å predikere i sanntid.

Vurderingen av den framtidige oljeprisutviklingen vil kunne påvirke utformingen av finanspolitikken i dag. Chile har for eksempel etablert et ekspertpanel som gir vurderinger av prisfluktasjoner for kobber, samt anslår prisen på lengre sikt, jf. Frankel (2011). I Øst-Timor ivaretas den iboende usikkerheten bl.a. gjennom et forsiktighetsprinsipp i anslagene, der for eksempel produksjonsanslaget er konsistent med at det er 90 pst. sikkert at den faktiske produksjonen blir høyere enn anslaget. Oljeprisanslaget tar utgangspunkt i en «lav» referansebane fra Energy Information Administration.

Den store usikkerheten trekker i retning av å spare i gode tider, særlig hvis landet er avhengig av ressursinntektene. Den nødvendige størrelsen på en slik buffer kan skisseres ved hjelp av stokastiske simuleringer eller sensitivitetsanalyser. For Nigeria er det anslått at landet ville trenge en kapitalbuffer tilsvarende 60 pst. av de årlige oljeinntektene for med rimelig grad av sikkerhet å kunne legge til grunn et jevnt forløp på offentlige utgifter over en 3-årsperiode, jf. Baunsgaard m.fl. (2012).

5.3 Finanspolitiske rammeverk

Drøftingen i avsnitt 5.2 viser behovet for virkemidler som kan motvirke tendensen vedvarende underskudd og kortsiktighet i offentlige budsjetter. Ett slikt virkemiddel er et sterkt finanspolitisk rammeverk. Finanspolitiske rammeverk kan forstås som de regler, reguleringer og prosedyrer

som bestemmer hvordan budsjettpolitikken planlegges, vedtas, utføres og overvåkes. Rammeverkene har som mål å bidra til forsvarlige og opprettholdbare budsjetter, redusere innslaget av medsyklisk finanspolitikk, øke effektiviteten i bruken av budsjettmidlene og å sikre en helhetlig budsjettprosess.

Et sterkt finanspolitisk rammeverk er ekstra viktig for land med inntekter fra ikke-fornybare naturressurser. Et ressursfond er nødvendig for å skille bruken av inntektene fra opptjeningen av dem. Bruken av ressursinntekten bør ikke ligge høyere enn at den kan opprettholdes på lang sikt, samtidig som at eventuelle endringer i bruken bør gjøres gradvis for å unngå unødig store omstillingskostnader mellom næringer og i det offentlige tjenestetilbudet. Det må tas hensyn til at inntektene er usikre og til økning i aldersrelaterte utgifter til pensjoner, helse og omsorg for de land hvor dette er aktuelt. For utviklingsland er det særlig viktig å unngå at midlene brukes slik at de bare gavner noen få, og ikke de mange. For land som Norge, med mer solide samfunnsinstitusjoner, kan et godt finanspolitisk rammeverk bidra til en klar sammenheng mellom samlet statlig sparing og oppsamling av midler i fondet. Særlig viktig er det at bruken av ressursinntekter inngår innenfor en helhetlig budsjettprosess, slik at ikke ressursfondet blir et slags statsbudsjett nummer to.

5.3.1 Finanspolitiske regler

De siste tre tiårene har mange land styrket sine finanspolitiske rammeverk med sikte på en mer forsvarlig utvikling i offentlige finanser, bl.a. ved regler for størrelsen på budsjettunderskudd og brutto gjeld. I kjølvannet av den internasjonale finanskrisen har slike regler bl.a. blitt brukt for å styrke tilliten til at nødvendige innstramminger i finanspolitikken ville bli gjennomført. I tillegg til tallfestede regler etableres det gjerne prosedyrer som øker transparens og forutsigbarhet i budsjettprosessen. Mange land har også opprettet uavhengige finanspolitiske råd som kan etterprøve at myndighetene følger de retningslinjene som er lagt. Prosedyreregler og finanspolitiske råd omtales nærmere i avsnitt 5.3.2.

Schaechter m.fl. (2012) deler finanspolitiske regler inn i fire hovedgrupper med utgangspunkt i hvilken budsjettstørrelse de retter seg mot:

- *Gjeldsregler* setter tak for offentlig gjeld som andel av BNP. En slik regel er effektiv når det gjelder å sørge for at gjelden konvergerer mot mål som er satt, og den er forholdsvis enkel å kommunisere. På den annen side vil det ta tid

før gjeldsnivået påvirkes av løpende budsjetttiltak. En gjeldsregel gir derfor ikke en klar operasjonell retningslinje på kort sikt. Hvis gjeldsnivået er under taket, vil en gjeldsregel ikke gi noen retningslinje for politikktutforming. En bindende gjeldsregel, definert som gjeld som andel av BNP, kan føre til prosyklisk finanspolitikk ved økonomiske svingninger.

- *Budsjettbalanseregler* gir en klarere operasjonell retningslinje for de årlige budsjettbeslutningene. Budsjettbalansen er direkte under beslutningstakernes kontroll, og den påvirker utviklingen i gjeldsgraden. En balanseregulering kan stille krav til faktisk eller strukturell (aktivitetskorrigeret) budsjettbalanse, eventuelt til balansen «over konjunktursykelen». Et mål for utviklingen i den strukturelle budsjettbalansen innebærer at automatiske stabilisatorer tillates å virke. Siden virkningen på budsjettet av konjunkturrendringer ikke kan observeres direkte, men må anslås, er regler for strukturell balanse vanskeligere å overvåke, siden anslagene for aktivitetskorreksjonene endres etter hvert som man får mer informasjon om den økonomiske utviklingen.
- *Utgiftsregler* setter grenser for utgiftsveksten, gjerne uttrykt som vekstrater og med en tidshorisont som typisk varierer fra tre til fem år. Disse reglene er ikke direkte koblet til målet om bærekraftig gjeld, siden de ikke legger begrensninger på inntektssiden. Sammen med budsjettbalanse- og gjeldsregler kan de imidlertid være et godt verktøy for å styrke bærekraften i offentlige finanser. Utgiftsregler kan være godt egnet til å begrense utgiftsveksten i situasjoner med midlertidig høy inntektsvekst, der den samlede budsjettbalansen gir lite relevante føringer på politikktutforming. Utgiftsregler begrenser i liten grad virkningen av de automatiske stabilisatorene, siden disse i hovedsak ligger i skattesystemet. Arbeidsledighetsstrygd og andre utgifter som er særlig følsomme for endringer i konjunktursituasjonen, kan evt. holdes utenfor regelen. Utgiftsregler er forholdsvis enkle å kommunisere og overvåke. De kan være spesielt nyttige for land som har behov for redusere utgiftene. En fare med strenge regler for utgiftene er at de blir omgått ved å lage fradrag og unntak i skattesystemet. Slike skatteutgifter undergraver skattebasene og gjør skattesystemet unødige komplisert.
- *Inntektsregler* setter tak eller gulv for inntekter, og er innrettet mot å styrke statens inntektside eller hindre en for stor skattebyrde. Siden

inntektssiden gjerne har store sykliske komponenter, kan det være utfordrende å sette gulv eller tak på inntektene. Det kan føre til en prosyklisk finanspolitikk. I Norge er en inntektsregel blitt gjennomført ved å knytte målet til omfanget av diskresjonære skatte- og avgiftsendringer sammenliknet med et referansesystem, jf. Stoltenberg II-regjeringens mål om å holde skatte- og avgiftsnivået på samme nivå som i 2004. Inntektsregler kan legge begrensninger på bruken av midlertidige høye inntekter, og som utgiftsregler kan de brukes til å påvirke størrelsen på offentlig sektor.

I praksis har finanspolitiske regler ofte sprunget ut av et behov for å sikre langsiktig bærekraft i offentlige finanser. Valget av regel har derfor gjerne vært basert på konsekvensene for offentlig gjeld. Men som beskrevet over, er gjeldsaspektet kun ett av flere hensyn i valget av regel. Andre mål som makroøkonomisk stabilitet og motsyklisk finanspolitikk er også viktige hensyn. En standardisert metode for å vurdere effektiviteten til finanspolitiske regler er derfor ikke tilgjengelig. Det finnes ikke en «one-size-fits-all» regel (Caceres m.fl., 2013).

Kopits og Symansky (1998) legger vekt på at finanspolitiske regler bør være forholdsvis enkle. Med utgangspunkt i erfaringer fra regulering av finansmarkedene argumenterer Haldane (2012) for at enkle regler kan være bedre enn kompliserte når omgivelsene er komplekse. Schaechter m.fl. (op.cit.) viser til at det likevel i praksis har vært en utvikling mot mer komplekse finanspolitiske regler i et forsøk på å ivareta flere mål (kortsiktige og langsiktige). Kumar m.fl. (2009) peker på at et finanspolitisk rammeverk som gir for lite fleksibilitet til å justere for sjokk, kan gi insentiver til kreativ bokføring.

Om lag halvparten av landene med finanspolitiske regler har nasjonale regler. Industrilandene var først ute, etterfulgt av framvoksende økonomier. Utviklingsland har bare i begrenset grad innført nasjonale regler. I noen tilfeller kom innføringen av regler som en reaksjon på store finansielle og statsfinansielle sjokk. Om lag halvparten av landene omfattes også av overnasjonale regler. Dette gjelder primært EU-landene, men også enkelte land i andre valutaunioner. I EU er det en grense på det offentlige budsjettunderskuddet på 3 pst. av BNP og en grense på den offentlige bruttogjelden på 60 pst. av BNP, slik dette framkommer i Maastricht-avtalen fra 1992 og Stabilitets- og vekstpakten fra 1997. Erfaringen viser at gjennomføringen og overholdelsen av overnasjonale regler

i beste fall har vært variabel. Dette er en viktig motivasjon bak fornyelsen av det finanspolitiske rammeverket i EU i 2011 og 2012 som bl.a. innebærer at det stilles krav om nasjonale regler for den strukturelle budsjettbalansen, jf. avsnitt 5.4.2.

Det har vært en klar økning i bruken av finanspolitiske regler i de siste to tiårene. Av 81 land i studien til Schaechter m.fl. (op.cit.) var det bare fem land som hadde finanspolitiske regler i 1990, mot 76 land ved utgangen av mars 2012. De mest brukte reglene legger begrensninger på gjelden og budsjettunderskuddet, ofte i kombinasjon. Dette må bl.a. ses i sammenheng med de overnasjonale reglene til EU. Blant nasjonale finanspolitiske regler er utgiftsregler ganske utbredt, særlig i OECD-land. De er ofte kombinert med regler for budsjettbalansen og gjeldsnivå. Inntektsregler er lite brukt. Utviklingsland har gjerne nasjonale regler rettet mot gjeldsnivået. Det kan ha sammenheng med at en slik regel er enklest å implementere gitt den institusjonelle kapasiteten.

Noen særtrekk ved finanspolitiske regler

Nasjonale finanspolitiske regler er gjerne lovfestet, men kan også være forankret gjennom politiske forpliktelser eller koalisjonsavtaler. Overnasjonale regler er gjerne etablert ved internasjonale avtaler, se tabell 5.1. Finanspolitiske regler, er i større grad lovfestet i framvoksende økonomier og utviklingsøkonomier, mens forankringen i utviklede økonomier er mer variert.

Nytten av å lovfeste finanspolitiske regler vil variere mellom land. Selv om en solid lovfestet forankring kan gi større stabilitet, vil det ikke nødvendigvis øke effektiviteten og gjennomslagskraften til rammeverket. Den politiske viljen til faktisk å følge de reglene som er gitt, er til syvende og sist avgjørende. Handlingsregelen for finanspolitikken i Norge er ikke lovfestet, men har bred politisk støtte, jf. omtalen i avsnitt 6.2.

Mens de fleste overnasjonale reglene dekker budsjettbalanse og gjeld for offentlig forvaltning sett under ett, er dette tilfelle for mindre enn halvparten av de nasjonale reglene. Det er mer vanlig at nasjonale regler gjelder for statsforvaltningen, noe som kan reflektere kommunal autonomi og koordineringsforhold.

Det er ganske vanlig å holde enkelte utgifter utenom finanspolitiske regler. Dette kan for eksempel gjelde konjunkturfølsomme utgifter, slik som ledighetstrygd. Noen få land har holdt kapitalkostnader utenfor og begrunnet dette med at investeringene forventes å bidra til økonomisk vekst, jf. den såkalte «golden rule» som sier at

Tabell 5.1 Lovfestet grunnlag for finanspolitiske regler

	Type regel			
	Utgift	Inntekt	Balanse	Gjeld
Politisk forpliktelse	4	2	3	4
Koalisjonsavtale	4	1	3	4
Lovfestet	12	2	21	14
Internasjonal avtale			41	47
Grunnlovsfestet	0	1	2	1
Total	20	6	70	70

Kilde: Schaechter m.fl. (2012).

myndighetene kan låne for å finansiere investeringer i realkapital, i tillegg til slike lån som er nødvendig for å la de automatiske stabilisatorene få virke over en konjunktursykel. Å følge en slik regel kan imidlertid være problematisk av tre grunner; for det første svekkes kontrollen med gjeldsutviklingen, for det andre bidrar ikke nødvendigvis alle investeringer til å øke økonomiens vekstevne, og for det tredje er det mange andre typer utgifter (for eksempel helse og utdanning) som kan øke den langsiktige vekstevnen minst like mye som investeringer. Storbritannia innførte en slik «golden rule» i 1998, men fjernet den igjen i 2009 for å få bedre kontroll over gjeldsutviklingen. Det vises til nærmere drøfting i kapittel 11.

Finanspolitiske regler kan ha unntaksklausuler om midlertidige avvik fra regelen, særlig i tilfeller med kraftig nedgang i den økonomiske aktiviteten. Utfordringen er å finne en balanse der en ivaretar behovet for fleksibilitet, men samtidig unngår for mye rom for tolkning og omgåelser. Et eksempel som beskriver denne utfordringen, er den tyske balanseregelen som inntil 2009 tillot avvik ved «forstyrrelser av den makroøkonomiske likevekten».

Mange land lot de finanspolitiske reglene «hvile» under finanskrisen. Det kraftige økonomiske tilbakeslaget dyttet i mange tilfeller økonomiene langt utenfor de tallfestede grensene i de finanspolitiske reglene. Diskresjonære tiltak for å motvirke konjunkturedgangen bidro ytterligere i samme retning. I fravær av eksplisitte unntaksklausuler betydde det enten å sette reglene til side eller å justere dem. Justeringer kom gjerne sammen med en konsolideringsplan for å bringe offentlige finanser tilbake til en bærekraftig bane.

En effektiv bruk av finanspolitiske regler avhenger av mange forhold, bl.a. tilgang til gode

data, kapasitet til å lage troverdige framskrivninger, interne og eksterne revisjonssystemer og evnen til jevnlig å rapportere om offentlige finanser til gitte tider. En sterk kobling mellom de finanspolitiske reglene og budsjettet er avgjørende for at de skal virke godt. En forutsetning for dette er å ha en budsjettprosess der den samlede budsjetttrammen bestemmes før de enkelte budsjettpostene, jf. nærmere omtale nedenfor.

5.3.2 Prosedyreregler og finanspolitiske råd

Budsjettet er det sentrale styringsverktøyet i finanspolitikken. Gjennom budsjettforslaget viser en regjering hvordan den vil prioritere for å nå sine mål. Budsjettet skal gi en helhetlig oversikt over hvordan statens midler skaffes til veie og hvordan de brukes bl.a. på ulike offentlige tjenester. For å skape tillit og for å kunne fungere som grunnlagsmateriale for nasjonalforsamlingens beslutninger og en velinformert offentlig debatt, må budsjettdokumentene også være tydelige, transparente og troverdige.

Både OECD og IMF har utarbeidet prinsipper for god budsjettstyring. Prinsippene skal bidra til at offentlige ressurser blir planlagt, forvaltet og brukt effektivt og til beste for innbyggerne, jf. OECD (2015) og IMF (2014). Noen hovedpunkter er:

- Et godt budsjettssystem må legge til rette for at det ikke bygges opp for stor gjeld, at en kan bygge opp reserver i gode tider som kan brukes i dårlige tider, at de automatiske stabilisatorene kan få virke og for en langsiktig forsvarlig bruk av inntekter fra naturressurser.
- Budsjettet må være helhetlig. Alle former for garantier og framtidige forpliktelser må synliggjøres, herunder også forpliktelser knyttet til

offentlig-privat samarbeid (OPS). Øremerking av inntekter bør holdes på et minimum. Budsjettet bør også rapportere skatteutgifter, dvs. kostnadene ved ulike former for unntak fra de generelle skattereglene. Investeringsbeslutninger bør vurderes ut fra samme prinsipper, uavhengig om de finansieres over budsjettet eller via OPS. I tillegg til å gi tall for statsforvaltningen, skal budsjettokumentene også gjøre rede for offentlig sektors finanser, og dette skal gjøres slik at internasjonale sammenlikninger blir mulig.

- Budsjettanslagene skal være basert på anslag for den makroøkonomiske utviklingen. Det skal gjøres rede for sentrale usikkerhetsfaktorer, og budsjettokumentene bør illustrere konsekvensene for budsjettet dersom negativ usikkerhet materialiseres.
- Det bør med regelmessige mellomrom presenteres langsiktige framskrivninger som går minst 30 år framover for å illustrere konsekvensene for framtidige utgifter og inntekter av dagens velferdsordninger og inngåtte forpliktelser.
- Myndighetenes mål for den økonomiske politikken skal angis tydelig, og fortrinnsvis slik at måloppfyllelsen kan etterprøves. Dette bør gjøres med en flerårig horisont slik at det blir en klar forbindelse mellom det enkelte års budsjett og regjeringens mellomlangsiktede strategi. Tallfestede finanspolitiske regler kan styrke troverdigheten i den økonomiske politikken og redusere faren for store underskudd og økende statsgjeld. Mellomlangsiktede utgiftsregler kan være et nyttig utgangspunkt for disiplin i de årlige budsjettene. Budsjettprosessen bør organiseres slik at budsjetttrammene settes først, og at det deretter gjøres mer detaljerte vedtak på de ulike budsjettområdene innenfor de overordnede rammene («top-down»).
- Finanspolitiske råd eller andre former for uavhengige finanspolitiske institusjoner kan ytterligere styrke troverdigheten i finanspolitikken. Regjeringens anslag for utviklingen i økonomien og i budsjettet bør være gjenstand for ekstern evaluering.
- Budsjettprosessen bør legges opp slik at den bidrar til offentlig debatt. Budsjettokumentene må være lett tilgjengelige, gjerne i form av kortutgaver og ved at dokumentene foreligger på internett. For bedre å kunne vurdere bruken av offentlig midler på ulike områder, bør budsjettokumentene ikke bare gi informasjon om hvor mye ressurser som settes inn, men også hva en får igjen for ressursbruken.

Nærmere om finanspolitiske råd og liknende uavhengige finanspolitiske institusjoner

Finanspolitikken vedtas av de folkevalgte etter forslag fra regjeringen. Et finanspolitisk råd eller liknende uavhengige finanspolitiske institusjoner kan fremme finanspolitisk åpenhet og etterrettelighet, og øke kvaliteten på den finanspolitiske debatten i offentligheten. De kan også rette oppmerksomhet mot eventuelle tendenser til for store løpende underskudd i offentlige budsjetter, styrke den finanspolitiske disiplinen og bidra til å redusere sannsynligheten for budsjettomgåelser, jf. omtale nedenfor. Det bør være en klar kobling til budsjettprosessen. De spesifikke oppgavene til finanspolitiske råd varierer i omfang og kompleksitet, og inkluderer bl.a. vurderinger av makroøkonomiske framskrivninger, overvåking av om finanspolitiske regler etterleves, samt vurdering av langsiktig bærekraft og håndtering av risiko.

I OECD-området har antallet finanspolitiske råd og liknende institusjoner blitt tredoblet det siste tiåret, med over et dusin etablert siden finanskrisen og med flere i planleggingsfasen. Sverige etablerte et finanspolitisk råd i 2007. Det svenske rådet skal overvåke om finanspolitikken er i tråd med regelen om budsjettbalanse, vurdere om finanspolitikken er bærekraftig, samt evaluere transparens og kvaliteten på framskrivningene. I 2010 etablerte Storbritannia Office of Budget Responsibility (OBR). OBR skal bl.a. utarbeide uavhengige makroøkonomiske anslag som regjeringen må legge til grunn i budsjettprosessen. De eldste uavhengige finanspolitiske institusjonene finner vi i Belgia (1936), Nederland (1945), Danmark (1962), Østerrike (1970) og USA (1974). Ifølge Debrun and Kumar (2008), Debrun m.fl. (2009), Khemati (2007) og Eichenberger og Schelker (2007) er erfaringene gode i land som har hatt slike institusjoner over lang tid.

OECD har laget egne retningslinjer for uavhengige finanspolitiske institusjoner, jf. OECD (2014b). Det legges vekt på at en slik enhet skal ligge under parlamentet, og ikke under regjeringen. Generelt bør denne typen organer ikke være involvert i politikktutforming, men begrense seg til å evaluere om finanspolitikken er langsiktig opprettholdbar og i samsvar med de mål som er trukket opp.⁴ Hvorvidt det er hensiktsmessig å opprette denne typen institusjoner, kan bl.a. avhenge av landstørrelse, institusjonelle forhold og innslaget av skjønn i finanspolitikken. Utvalget har ikke gjort en grundig vurdering av hensiktsmessigheten av å opprette et finanspolitisk råd i Norge,

siden en vurdering av dette spørsmålet ikke er en del av utvalgets mandat.

Nærmere om omgåelser av finanspolitiske regler

Finanspolitiske regler og budsjettprosedyrer er et hjelpemiddel, ikke en garanti for en forsvarlig økonomisk politikk. Mange land har erfart at bindende finanspolitiske regler blir forsøkt tøyd ved ulike former for budsjettomgåelser. Både regnskapskonvensjoner og finanspolitiske regler gir vanligvis noe rom for skjønn, som det i slike situasjoner kan være fristende å utnytte. I praksis er det ofte en gråsoner. For eksempel vil en overdreven tro på virkninger av egen politikk kunne lede til for optimistiske anslag for budsjettets inntekter og utgifter, slik at handlingsrommet systematisk overvurderes. Bruk av engangsinntekter fra skatteamenestier, endringer av betalingssterminer, salg av eiendom eller ekstraordinære utbytter fra offentlige selskaper gir inndekning i budsjettåret, men kan gi lavere inntekter i senere år. En mer opplagt omgåelse er å tilføre offentlige selskaper kapital over kapitalbudsjettet («under streken»), for deretter å hente pengene helt eller delvis tilbake i form av utbytter over driftsbudsjettet («over streken»)⁵. Videre kan aktivitet som naturlig hører hjemme på offentlige budsjetter, organiseres slik at utgiftene ikke fanges opp i de størrelsene som budsjettet styres etter. I Norge kan det være særlig fristende å prøve å omgå de finanspolitiske retningslinjene ved tiltak der kostnadene belaster statens netto kontantstrøm fra oljevirkksomheten eller avkastningen i pensjonsfondet, og ikke det oljekorrigerte underskuddet på budsjettet.

Hvis omfanget av slike budsjettomgåelser blir stort, vil balansen i statsbudsjettet og størrelsen på statsgjelden gi et misvisende bilde av statens finansielle stilling. Både OECD, IMF og EU-kommisjonen har dokumentert omfattende forsøk på omgåelser i en rekke EU-land, jf. Koen og van den Noord (2005), som også stiller spørsmål ved om bruk av finanspolitiske regler kan øke faren for at land henfaller til budsjettomgåelser. I oppstillinger

av budsjett og regnskap er det et visst rom for skjønn, som det kan være fristende å utnytte hvis finanspolitiske regler «biter» og går på tvers av politiske avveier. På bakgrunn av internasjonale erfaringer anbefaler OECD og IMF at landene etablerer en åpen, helhetlig og oversiktlig budsjettprosess, og at man unngår denne typen budsjettomgåelser for å oppfylle finanspolitiske regler.

Koen og van den Noord (op.cit.) og Irwin (2012) peker på at budsjettomgåelser typisk kan plasseres i følgende kategorier:

- *Salg av offentlige eiendeler* kan styrke budsjettet i dag dersom salgsinntekten føres som en vanlig inntekt over streken, men gir ingen varig finansiering av offentlige utgifter. Et eksempel er inntektsføring av salg eller oppvurdering av sentralbankens gullbeholdning. EUs tilsynsorgan, ESA, har grepet inn overfor mange av EU-landene ved forsøk på slike former for omgåelser. Normalt vil inntekter fra salg av bl.a. statselskaper behandles som en omplassering av statens finansformue, og føres under streken. Endringer i sammensetningen av statens finansformue (transaksjoner under streken) kan også svekke statsfinansene. Det kan for eksempel skje dersom formuen flyttes over til utlån med stor usikkerhet (såkornfond uten avsetning for framtidige tap) eller ved at det gis kapitalinnskudd i statsforetak som deretter tapes på politiske prestisjeprosjekter eller tas ut igjen som utbytteinntekter «over streken». Kapitalinnskudd i selskaper som notorisk går med underskudd, er et annet eksempel på en omgåelse hvis kapitalinnskuddet føres som en omplassering av formue «under streken».
- *Å flytte forvaltningsoppgaver ut til statselskaper eller andre enheter utenfor budsjettet («off balance sheet»-aktiviteter)* kan innebære at staten tar på seg forpliktelser uten at dette regnes som en utgift eller en gjeldspost i statsbudsjettet. Særlig kan dette gi misvisende budsjetter dersom et slikt statselskap tar opp betydelig gjeld, som direkte eller indirekte er garantert av staten. I Hellas ble for eksempel mange statseide enheter holdt utenfor budsjettet for å skjule den virkelige størrelsen på gjelden. I Norge regnes bomselskapene med i offentlig forvaltning i nasjonalregnskapet. Dette er i samsvar med hovedregelen ESA praktiserer for selskaper som driver typisk forvaltningsvirksomhet.
- *Utsette nødvendige utgifter.* Dette kan dreie seg om å utsette utbetalinger som var planlagt mot slutten av året til starten av neste år, eller

⁴ I Norge omfatter Riksrevisjonens såkalte budsjettrevisjon noen av de elementene som OECD mener bør dekkes av uavhengige finanspolitiske institusjoner. Det samme gjelder Statistisk sentralbyrås uavhengige vurderinger av de økonomiske utsiktene, samt de noe mindre regelmessige vurderingene av langsiktig bærekraft i offentlige finanser.

⁵ Å tilføre midler til et formål «under streken» betyr at det defineres som en lånetransaksjon. Kapitalinnskudd i offentlige forretningsvirksomhet eller lån til statsbankene er eksempler. Å tilføre midler «over streken» betyr at det defineres som en utgift i statsbudsjettet som påvirker statsbudsjettets overskudd.

utsette vedlikehold av veier selv om det innebærer større vedlikeholdskostnader senere.

- *Unngå eller lånefinansiere investeringer* for å unngå utbetalinger i dag, men som samtidig svekker inntektene eller øker utgiftene i framtiden. Internasjonalt er det flere eksempler på OPS-prosjekter der private selskaper er gitt gode vilkår for å bygge veier, noe som vil gi staten færre forpliktelser i konstruksjonsfasen, men som medfører høyere utgifter og/eller lavere avgiftsinntekter senere.
- *Garantier eller andre former for forpliktelser* som kan gi framtidig økte utgifter, men som ikke utgiftsføres i dag. Garantier må framgå av offentlige regnskaper, og det må settes av midler til å dekke mulige tap.
- *Ekstraordinære utbytter*. Ekstraordinære utbytter fra sentralbanken som følge av endret verdsetting av valutaresservene eller endret verdi på landets valuta kan gi økte inntekter på kort sikt. I de norske beregningene av strukturelt, oljekorrigert underskudd legges det til grunn en trend (normalnivå) for overføringer fra Norges Bank. Også ESAs retningslinjer innebærer at det skal korrigeres for slike inntekter, siden de ikke er av varig karakter og derfor ikke bør inngå ved vurdering av den underliggende budsjettbalansen. Ekstraordinære utbytter fra statsselskaper er i en gråsone. Normalt blir det ikke korrigert for dette, selv om dette helt klart er engangsinntekter som ikke påvirker den underliggende budsjettbalansen.

Omgåelse av finanspolitiske retningslinjer vil i vesentlig grad redusere nytten av dem. For eksempel vil ikke den norske handlingsregelen kunne oppfylle sine formål dersom det etableres ordninger der ordinære statlige utgifter finansieres på annen måte enn ved bevilgninger som inngår i det oljekorrigerte underskuddet. Det gjelder også utgifter til samfunnsøkonomisk lønnsomme tiltak innenfor bl.a. utdanning, forskning, helse og infrastruktur. Et helhetlig perspektiv på budsjettet, der alle inntekts- og utgiftsposter ses innenfor en samlet og forsvarlig ramme, legger også til rette for at de valgene som gjøres i budsjettet, gjenspeiler reelle politiske prioriteringer mellom ulike formål i dag og i framtiden.

Finanspolitiske retningslinjer bør formuleres slik at de gir nødvendig rom for å manøvrere ved uforutsette hendelser. Siden det er vanskelig å gi en endelig liste over hva slags hendelser som kan inntreffe, må slike unntaksbestemmelser ofte være generelle. I den grad de kan forankres i

overordnede hensyn, blir det lettere å etterprøve om retningslinjene følges. Retningslinjer uten unntaksbestemmelser kan bli en kostbar tvangstrøye.

5.4 Finanspolitiske rammeverk i utvalgte land og i EU

Figur 5.4 viser at de tre råvareeksportørene – Chile, Australia og Norge – de ti siste årene har vært utsatt for volatile råvarepriser. De samme tre landene har hatt forholdsvis høy økonomisk vekst, drevet bl.a. av betydelige bytteforholdsgevinster. Chile og Australia har samtidig hatt forholdsvis høy inflasjon. Arbeidsledigheten i Australia har vært avtakende siden begynnelsen av 1990-tallet, men har økt litt etter finanskrisen. Arbeidsledigheten i Chile har vært høyere, men nivåene i begge landene er i 2014 en god del lavere enn i Sverige og EU. Utviklingen i offentlige finanser har vært ganske lik de siste ti årene for landene utenom Norge, men nivået på nettogjelden er høyere i EU. Med utgangspunkt i indikatorene i figuren, skiller Norge seg særlig fra de andre landene med gjennomgående lav ledighet, store budsjettoverskudd og høy offentlig finansiell formuesoppbygging.

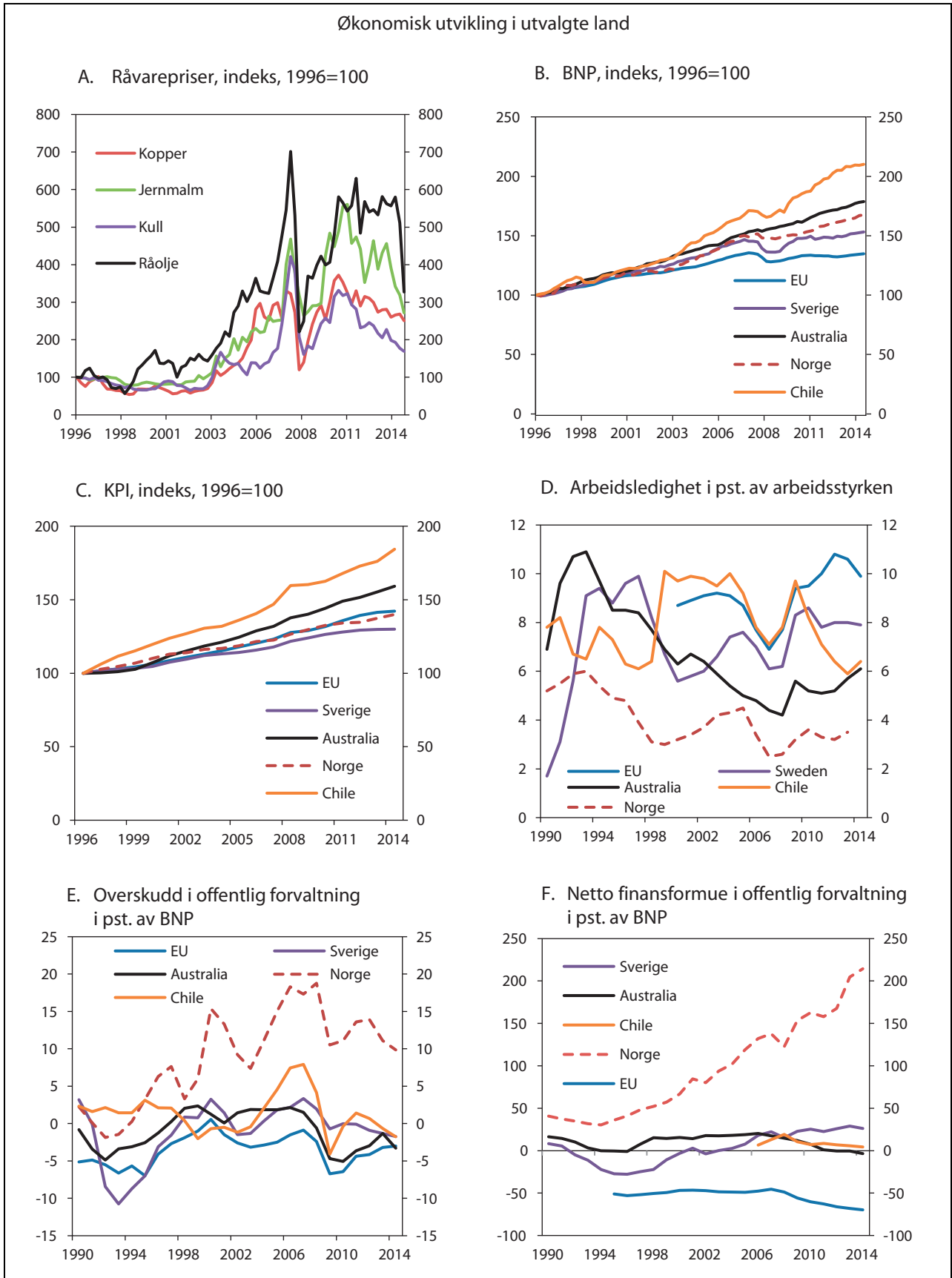
5.4.1 Sverige

Det svenske finanspolitiske rammeverket består av prinsipper regjeringen har etablert for å gjøre finanspolitikken bærekraftig og transparent. Noen av elementene i rammeverket er lovfestet, mens andre er praksis som er utviklet i tiden etter krisen i svensk økonomi tidlig på 1990-tallet. Nedenfor omtales noen særtrekk ved det svenske rammeverket, slik dette framstilles i *Skrivelse 2010/11:79 Ramverk för finanspolitiken* til Riksdagen.

Det overordnede finanspolitiske målet i Sverige er å skape mest mulig velferd. Dette skal oppnås ved å legge til rette for en høy og bærekraftig økonomisk vekst (gjennom strukturpolitikken), en stabil utnyttelse av ressursene (gjennom stabiliseringspolitikken), en helhetlig og systematisk budsjettprosess og rettferdig fordeling.

Det finanspolitiske rammeverket inneholder et overskuddsmål for offentlig sektor, et utgiftstak i statsforvaltningen og for alderspensjonssystemet, en helhetlig budsjettprosess og et krav om balanse i budsjettene for kommunene.

Regjeringen må oppfylle et lovfestet krav om å foreslå et måltall for overskuddet i offentlig sektor



Figur 5.4 Økonomisk utvikling i utvalgte land og i EU

Kilde: Macrobond.

(nettofinansinvesteringer). Riksdagen har bestemt at overskuddet over en konjunktursykel skal tilsvare 1 pst. av BNP. Dette overskuddsmålet er videreført i inneværende regjeringsperiode og så lenge det er nødvendig for å sikre en bærekraftig utvikling i offentlige finanser. Avvik fra overskuddsmålet må gjenopprettes ved budsjettjusteringer, men det gjøres ikke mekanisk. En vurdering av når og hvordan, baseres på en samlet vurdering der det tas hensyn til stabilisering, fordelings effekter og strukturpolitiske mål.

Budsjettloven krever at regjeringens budsjettforslag foreslår et utgiftstak som dernest fastsettes av Riksdagen. Utgiftstaket skal legge til rette for at overskuddsmålet kan nås. Sammen vil disse to målene gi føringer for skattenivået slik at det unngås en utvikling med gradvise økninger i skattenivået som følge av utilstrekkelige begrensninger på utgiftssiden. Det legges vekt på at utgiftstaket ikke skal omgås ved hjelp av «kreativ bokføring». Det legges også vekt at utgiftene regnskapsmessig anvises til det året de er planlagt brukt (bokført i stedet for påløpt). Et hvert avvik fra disse prinsippene må motiveres nærmere. Retningslinjene sier dessuten at budsjetttrammen bør innebære en viss avstand til utgiftstaket som en buffer hvis den økonomiske utviklingen skulle avvike fra de opprinnelige anslagene.

I rammeverket pekes det på at en velorganisert og stram budsjettprosess er en sentral faktor for å nå de budsjettmessige målene. Innenfor utgiftstaket blir forskjellige utgifter veid mot hverandre, og utgiftsøkninger vurderes i forhold til kapasiteten i økonomien. Hovedprinsippet er at økninger på et område skal motsvares av tilsvarende reduksjoner på andre områder. Det legges vekt på at statsbudsjettet skal være transparent og helhetlig. Det innebærer at budsjettforslaget skal inneholde alle inntekter og utgifter, så vel som øvrige utbetalinger, som påvirker statens lånebehov.

Kommuner og fylkeskommuner må oppfylle et krav om balanse i budsjettene, dvs. at de normalt skal budsjettere med samlede inntekter som er høyere enn samlede utgifter.

Det legges vekt på at finanspolitikkenes viktigste bidrag til en stabil økonomisk utvikling er å ivareta tilliten til en langsiktig og forsvarlig forvaltning av offentlige finanser. Manglende bærekraft i offentlige finanser vil gjøre det vanskeligere for Riksbanken å sikre prisstabilitet. Det pekes på at erfaringer tilsier at perioder med vanskjøttede offentlige finanser gjerne etterfølges av perioder med høy inflasjon. Hvis husholdninger, bedrifter og finansmarkedene mister tilliten til forvaltning

av offentlige finanser, kan det føre til at finanspolitiske tiltak for å påvirke aktivitetsnivået i økonomien blir mindre effektive.

Normalt sett skal pengepolitikken være første-linjeforsvaret i stabiliseringspolitikken i Sverige. Finanspolitikken bidrag begrenses da til virkninger gjennom automatiske stabilisatorer. I situasjoner med unormalt store sjokk kan det være behov for at finanspolitikken støtter opp under pengepolitikken. Det legges til grunn at finanspolitiske tiltak i slike situasjoner kan bidra til å begrense økningen i arbeidsledigheten og redusere konsekvensene for særlig utsatte grupper. Det pekes samtidig på at denne typen motkonjunkturpolitikk må ses i sammenheng med faren for at offentlige finanser kan komme på en bane som ikke er bærekraftig.

5.4.2 EU

De overnasjonale finanspolitiske reglene i EU har som mål å begrense enkeltlands mulighet til å føre en finanspolitikk som ikke er i tråd med behovene i valutaunionen. Reglene omfatter begrensningen på underskuddet på 3 pst. av BNP og gjeldstaket på 60 pst. av BNP slik dette framkommer i Maastricht-avtalen fra 1992 og «Stability and Growth Pact» (SGP) fra 1997. SGP inkluderer også bestemmelser om at medlemslandene skal etterstrebe landspesifikke mellomlangsigte mål, uttrykt i strukturelle termer. Videre har de 25 medlemmene i Europarådet inngått en avtale («Fiscal Compact» fra 2012) med nye elementer som nasjonale finanspolitiske regler må ta hensyn til:

- *Regel for nasjonal strukturell budsjettbalanse:* Det skal vedtas nasjonale regler i lovs form som begrenser det årlige strukturelle underskuddet til 0,5 pst. av BNP (1 pst. av BNP for land med gjeldsnivå under 60 pst. og gode utsikter for langsiktige bærekraft i offentlige finanser).
- *Sterkere håndhevelse av nasjonale regler:* For å sikre håndhevelse skal medlemslandene etablere korrigeringsmekanismer på nasjonalt nivå som automatisk iverksettes ved avvik fra regelen. Den europeiske domstolen skal bekrefte innarbeidingen av strukturelle balanseregler i nasjonal lovgivning.
- *Ny gjeldsregel på overnasjonalt nivå:* Denne består av en forpliktelse om gradvis å redusere forholdet mellom offentlig gjeld og BNP til 60 pst. Den årlige reduksjonstakten skal ikke være mindre enn 1/20 av avstanden mellom det observerte nivået og målet, og konsolide-

ringen skal starte tre år etter at landet har avsluttet «excessive deficit procedure», det vil si når underskuddet er under 3 pst. av BNP.

- *Ny referansebane for offentlige utgifter på overnasjonalt nivå:* Den årlige veksten i primære utgifter, der rentekostnader (netto) og utbetalinger til arbeidsledige er unntatt, skal ikke være høyere enn veksten i langsiktig nominell BNP. Denne referansebanen skal gjelde for land som ikke er i underskuddsproseduren, jf. neste punkt.
- *Lettere å pålegge land underskuddsproseduren:* I tillegg til situasjoner der underskuddsregelen ikke overholdes (underskudd større enn 3 pst. av BNP), kan medlemsland også bli pålagt underskuddsprosedure av en kvalifisert majoritet i ECOFIN hvis gjeldsregelen ikke overholdes (gjeld mindre enn 60 pst. av BNP).
- *Budsjettprosedyrer og uavhengige finanspolitiske råd:* For å sikre en effektiv implementering av disse finanspolitiske reglene gir den såkalte «six pack» en rekke brede anbefalinger. Disse inkluderer å gjøre mellomlangsiktige budsjettmessige rammeverk mer bindende, planlegge budsjettene med en «top down»-tilnærming, rapportere oftere og mer helhetlig om utviklingen i offentlige finanser, herunder om risikobildet, samt gi uavhengige finanspolitiske råd en større rolle i tallfesting av sentrale budsjettmessige antakelser og i å vurdere overholdelsen av reglene.

5.4.3 Australia

Australia beskriver i sine budsjettdokumenter en finanspolitisk strategi som innebærer i gjennomsnitt å ha budsjettoverskudd på mellomlang sikt.⁶ Det pekes på at et slikt mål gir fleksibilitet til å kunne respondere på skiftende konjunkturer, samtidig som målet om bærekraft ivaretas på lengre sikt. Strategien har også som mål å holde skattene som andel av BNP under nivået fra 2008-09 (i gjennomsnitt over konjunktursykelen), slik at overskuddsmålet nås gjennom begrensninger på utgiftssiden framfor en økning i skattnivået over tid.

På samme måte som i de svenske budsjettdokumentene, legger Australia vekt på at selv om pengepolitikken normalt utgjør førstelinjeforsvaret i stabiliseringspolitikken, kan finanspolitikken ha en komplementerende rolle. For det første er det ønskelig å la de automatiske stabilisatorene

virke. For det andre kan ekstra kraftige sjokk, som finanskrisen, rettferdiggjøre diskresjonære finanspolitiske tiltak. Muligheten til å kunne føre ekspansiv finanspolitikk forutsetter imidlertid at gjeldsnivået i utgangspunktet er moderat. Det legges til grunn at finanspolitiske tiltak kan gi vedvarende fordeler hvis man unngår langvarig arbeidsledighet og hvis tiltakene virker vekstfremmende ved å rette seg mot økonomiens produksjonsside.

I etterkant av finanskrisen har Australia lagt vekt på å finne en konsolideringsbane for gjelden som er forenlig med kortsiktige stabiliseringshensyn. Både en for rask og en for treg konsolidering vil være uheldig – den første for vekst og sysselsetting, og den andre for gjeldsutviklingen. Australias forholdsvis gunstige gjeldssituasjon, kombinert med en fleksibel valutakurs, gir frihet i rentepolitikken og legger til rette for en enklere vei ut av lavkonjunkturen enn for mange andre land.

Målet om gjennomsnittlige budsjettoverskudd på mellomlang sikt (over konjunktursykelen) kan oppfattes som strengere enn det mer vanlige målet på langsiktig bærekraft der offentlig gjeld skal stabiliseres som en andel av BNP. Vedvarende overskudd betyr at nettoformuesposisjonen bedres over tid. Det legges vekt på at det er gode grunner for at Australia sikter høyere enn kun å stabilisere gjeldsnivået. Det argumenteres for at det ikke bare er statens evne til å overholde sine forpliktelser som har betydning, men også evnen til å kunne overholde sine forpliktelser uten at det får uheldige konsekvenser for økonomisk vekst og generasjonsmessig rettferdighet i en situasjon med en aldrende befolkning.

I sine mellomlangsiktige analyser understreker Australia at avhengigheten av utenlandsk kapital gjør økonomien sårbar for eksterne sjokk. En forsvarlig økonomisk politikk vil derfor innebære at staten søker å motvirke i det minste deler av gapet mellom sparing og investeringer i privat sektor ved å budsjettere med overskudd over tid.

Sterke offentlige finanser vil også sette framtidige generasjoner bedre i stand til å håndtere utfordringene for offentlige finanser som følge av en økende andel eldre og økende helseutgifter. Det pekes på at siden dagens generasjoner vil være mottakere av framtidige offentlige tjenester, er det rett og rimelig at deler av kostnadene bæres i dag. Samtidig er det rimelig å legge til grunn at framtidige generasjoner nyter en høyere levestandard som følge av investeringer gjort av generasjonene før dem.

Overskuddsmålet bør også ses i sammenheng med at Australias gunstige bytteforhold de siste årene er forventet å svekke seg framover. På

⁶ http://www.budget.gov.au/2014-15/content/bp1/html/bp1_bst3-02.htm

samme måte som for Norge er budsjettet eksponert mot svingninger i råvaremarkedet fordi ressurssektoren (særlig mineraler) utgjør en vesentlig del av skattebasen. Dette innebærer samtidig at budsjettet er særlig utsatt for usikkerhet knyttet til utviklingen i Kina og andre framvoksende økonomier, siden det er den sterke veksten i disse landene som har trukket råvareprisene opp. Dette trekker også i retning av å styrke offentlige finanser nå mens det er gode tider med tanke på bytteforholdet, slik at man har mer å stå i mot med i trangere tider.

5.4.4 Chile

Chile er verdens ledende kobbereksportør. Kobber utgjør halvparten av landets eksport, tilsvarende 15 pst. av BNP. Chile har ført en forholdsvis forsiktig finanspolitikk siden slutten av 1980-tallet, noe som har satt økonomien bedre i stand til å håndtere de store svingningene i kobberprisene.

En ny finanspolitisk regel ble innført i 2001. Den har to hovedmål: Først og fremst skal den beskytte budsjettet og økonomien mot sykliske variasjoner i kobberprisene. For det andre skal den bidra til å forbedre statens netto formuesposisjon og gjøre staten bedre i stand til å møte finansielle forpliktelser som å betale minimumspensjon og dekke driftsunderskuddet i sentralbanken.⁷ For å møte disse målene ble det i utgangspunktet satt et mål om et strukturelt overskudd på 1 pst. av BNP.

Trendnivåene for BNP og langsiktige kobberpriser blir anslått av uavhengige eksperter. De to ekspertgruppene gjør hvert år vurderinger av henholdsvis produksjonsgapet og den mellomlangsigte utviklingen i kobberprisene, og gir anslag som brukes til beregningen av det strukturelle budsjettunderskuddet. Hvis det strukturelle underskuddet avviker fra målet, må regjeringen ta nødvendige grep. IMF (2012) peker på at bruken av uavhengige eksperter for å anslå de viktigste parameterne i den finanspolitiske regelen (samt gi råd om investeringsstrategien) har bidratt til å hindre politisk innblanding i den operasjonelle gjennomføringen av regelen, og på den måten styrket rammeverkets transparens og troverdighet.

I 2006 ble «Fiscal Responsibility Law» (FRL) vedtatt, med en formell lovmessig forankring av den finanspolitiske regelen. FRL setter retnings-

linjer for beregninger av den strukturelle balansen, og pålegger at hver ny regjering innen 90 dager må annonsere et mål for den strukturelle balansen for hele regjeringsperioden. Den finanspolitiske regelen ble ytterligere styrket i 2013 gjennom etablering av et «Fiscal Council» for å overvåke anvendelsen av regelen.

FRL har regler for opptjening og forvaltning av offentlige finanser, og etablerer to statlige fond. «Pension Reserve Fund» ble satt opp for å bidra til å dekke pensjonsforpliktelser, og mottar mellom 0,2 og 0,5 pst. av BNP hvert år avhengig av den budsjettmessige situasjonen. Fram til 2016 begrenses uttaket av pensjonsfondet til avkastningen året før. Fra og med 2016 åpnes det for å ta av hovedstolen, men det årlige uttaket kan ikke overgå en tredel av differansen mellom pensjonsutgiftene i det aktuelle året og pensjonsutgiftene i 2008, justert for inflasjon. «Economic and Social Stabilization Fund» er utformet som en buffer. Det mottar eventuelle budsjettoverskudd etter utbetalinger til pensjonsfondet og nedbetaling av gjeld, og det kan brukes til å finansiere budsjettunderskuddet som et alternativ til opplåning.

Midlene i de to fondene er utelukkende investert utenfor Chile. Generelle reguleringer og den strategiske investeringsstrategien blir bestemt av Finansdepartementet i konsultasjon med et uavhengig investeringsråd. Markedsverdien av de to fondene var om lag 23 mrd. dollar ved utgangen av 2013, med om lag 15 mrd. dollar i stabiliseringsfondet og 8 mrd. dollar i pensjonsfondet. Den samlede fondsverdien utgjør om lag 6 pst. av BNP. Til sammenlikning er det norske oljefondet over to ganger større enn BNP.

Målet for den strukturelle budsjettbalansen har ved flere anledninger blitt justert i lys av endrede makroøkonomiske forhold. Etter at et overskuddsmål på 1 pst. av BNP i perioden 2001-2007, ble målet satt til 0,5 pst. av BNP i 2008. I 2009 ble målet satt til null, dvs. strukturell balanse i budsjettet. En unntaksklausul er senere blitt brukt for å åpne for finanspolitiske tiltak for å motvirke negative etter-spørseffekter av finanskrisen. Det siktes nå mot strukturell balanse innen 2018.

5.5 Oppsummering og utvalgets vurderinger

Dette kapitlet har redegjort for lærdommer fra økonomisk litteratur og andre lands erfaringer. De hovedhensyn som ble trukket fram og avveid da handlingsregelen ble etablert, jf. omtalen i avsnitt 3.3.1, er godt i tråd med hva som kan trekkes ut av

⁷ Betragtninger om fordelingen mellom generasjoner, som gjerne er innbakt i finanspolitiske rammeverk for ressursrike land, spilte ikke en viktig rolle i utformingen av Chiles finanspolitiske regel. Dette må ses i sammenheng med at Chile har kobberreserver som er anslått å vare mer enn 50 år, og at de således ikke anses å være midlertidige.

internasjonal litteratur. Det finanspolitiske rammeverket bør bl.a. bidra til å oppnå hensynene til en jevn utvikling i offentlige tjenester, jevn utvikling i skattene, langsiktig opprettholdbarhet i offentlig finanser, en jevn innfasing av oljeinntektene i økonomien og en stabil økonomisk utvikling.

I praktisk politikk må slike hensyn veies mot hverandre. For å sikre at langsiktige hensyn og statsfinansiell bærekraft blir tilstrekkelig ivaretatt, er det en fordel med finanspolitiske regler som gir tydelige rammer for de årlige budsjettvedtakene. Dette gjelder for alle land, men finanspolitiske regler kan være særlig nyttig for land med en stor, midlertidig kontantstrøm fra utvinning av ikke-fornybare naturressurser. Slike land bør anlegge et formuesperspektiv på forvaltningen av ressursene og ta hensyn til at kontantstrømmen i perioder kan være mye større enn permantinntekten fra ressursformuen. I så fall må deler av kontantstrømmen omplasseres i andre formuesobjekter, dersom også framtidige generasjoner skal få glede av uttappingen. En slik formuesomplussing gjør landet verken rikere eller fattigere.

Siden ressursinntektene i perioder kan bli svært store, vil også presset for å bruke mer av dem kunne bli stort. Dette understreker behovet for enkle og klart formulerte regler. Samtidig bør reglene være fleksible nok til å håndtere de utfordringer som måtte oppstå som følge av konjunkturrelle forhold eller uforutsette endringer i de økonomiske rammebetingelsene forøvrig. En finanspolitisk regel er ikke en autopilot, og vil ikke alene garantere for en god og forsvarlig finanspolitikk.

En lærdom som er blitt mer vektlagt i litteraturen etter finanskrisen, er at opplegget for finanspolitikken må være robust for alternative økonomiske forløp, og spesielt for negative utfall. I motsatt fall kan et land bli tvunget til å stramme inn i finanspolitikken midt i et konjunkturtilbakeslag. Mange land har dessuten erfart at pengepolitikk kan være et lite kraftfullt virkemiddel når økonomiske tilbakeslag blir særlig sterke og langvarige. Med styringsrenter nær null har tradisjonell pengepolitikk bare i begrenset grad kunnet spille sin rolle i stabiliseringspolitikken. I slike situasjoner kan finanspolitikken være særlig effektiv, forutsatt at det er handlefrihet når de vanskelige tidene kommer. Det krever at det settes til side nok midler når tidene er gode.

En annen sentral konklusjon, som også ligger til grunn for det norske rammeverket, er at den politiske avveilingen av de ulike hensynene gjøres best innenfor en helhetlig budsjettprosess. Når det først er bestemt hvor mye oljeinntekter som skal brukes i budsjettene for de enkelte år, bør ikke

disse midlene behandles på annen måte enn andre inntekter. Både land med og uten ressursinntekter bør bruke alle offentlige midler mest mulig effektivt, jf. nærmere drøfting i kapittel 11.

For at finanspolitiske regler skal utgjøre et godt og relevant verktøy i arbeidet med et budsjett, må de være enkle og forståelige. Det understrekes både av internasjonale organisasjoner, erfaringer fra andre land og av norske politikere som har levd med handlingsregelen. En regel skal ikke bare være en rettesnor for de politiske beslutningene, men også gjøre budsjettpolitikken lettere å forklare. Skal et rammeverk for håndtering av oljeinntektene over tid være levedyktig, må det ha bred forståelse og oppslutning, både blant politikere, offentlighet og velgere.

Mange land har erfart at bindende finanspolitiske regler blir forsøkt tøyd ved ulike former for budsjettomgåelser. For eksempel vil en overdreven tro på virkninger av egen politikk kunne lede til for optimistiske anslag for budsjettets inntekter og utgifter, slik at handlingsrommet systematisk overvurderes. Ekstraordinære utbytter fra offentlige selskaper gir inndekning i budsjettåret, men kan gi lavere inntekter i senere år. Å tilføre offentlige selskaper kapital «under streken», dvs. i form av en lånetransaksjon og ikke som en utgift i statsbudsjettet, for deretter å hente pengene helt eller delvis tilbake i form av utbytter «over streken», er en opplagt omgåelse. Det samme er å organisere aktivitet som naturlig hører hjemme på offentlige budsjetter, slik at utgiftene ikke fanges opp i de størrelsene som budsjettet styres etter. For Norges del må en være særlig på vakt overfor tiltak der kostnadene belaster statens netto kontantstrøm fra oljevirkosomheten eller avkastningen av pensjonsfondet, og ikke det oljekorrigerte underskuddet på budsjettet. Hvis omfanget av slike budsjettomgåelser blir stort, vil balansen i statsbudsjettet og størrelsen på statsgjelden gi et misvisende bilde av landets finansielle situasjon. EU-kommisjonen har dokumentert omfattende forsøk på omgåelser i en rekke andre EU-land. Så langt har omfanget av slike omgåelser vært forholdsvis beskjedent i Norge. Det bør det fortsette å være. Ellers har en finanspolitisk regel liten hensikt.

De siste årene har et økende antall land opprettet finanspolitiske råd for å bidra til at finanspolitikken skal være troverdig og opprettholdbar. Oppgaver og ansvar for slike råd varierer mellom land. OECD har laget retningslinjer for hvordan finanspolitiske råd bør arbeide. Deres oppgave bør ikke være å gi råd om den økonomiske politikken, men å ettergå anslag og forutsetninger som bud-

sjettet er basert på, se på om politikken utøves i tråd med de retningslinjer som måtte være fastlagt, og vurderer om den bidrar til at offentlige finanser er bærekraftige på lang sikt. Mange land har gode erfaringer med finanspolitiske råd. Utvalget har imidlertid ikke gjort en grundig vurdering av hensiktsmessigheten av å opprette et finanspolitisk råd i Norge, siden en vurdering av dette spørsmålet ikke er en del av utvalgets mandat.

5.6 Referanser

- Aastveit, Knut Are, Hilde C. Bjørnland og Leif Anders Thorsrud (2014): *What drives oil prices? Emerging versus developed economies*, Journal of Applied Econometrics (kommer).
- Alesina, Alberto og Allan Drazen (1991): *Why Are Stabilizations Delayed?* American Economic Review 81 (desember), s. 1170–1188.
- Alesina, Alberto og Roberto Perotti (1995): *The Political Economy of Budget Deficits*, Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 42 (mars), s. 1-31.
- Alesina, Alberto og Roberto Perotti (1997): *Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects*, IMF Staff Papers 44 (juni), s. 210–248.
- Allcott, Hunt og Daniel Keniston (2014): *Dutch Disease or Agglomeration? The Local Economic Effects of Natural Resource Booms in Modern America*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 20508.
- Auerbach, A. and Y. Gorodnichenko (2012): *Measuring the Output Responses to Fiscal Policy*, American Economic Journal: Economic Policy, Vol. 4(2), ss. 1-27.
- Auerbach, Alan J. og Laurence J. Kotlikoff (1987): *Dynamic Fiscal Policy*, Cambridge University Press, New York.
- Auerbach, Alan J. og Yuriy Gorodnichenko (2012): *Measuring the Output Responses to Fiscal Policy*, American Economic Journal: Economic Policy, Vol. 4(2), s. 1-27.
- Barro, Robert J. (1974): *Are Government Bonds Net Wealth?* Journal of Political Economy 82 (november/desember), s. 1095–1117.
- Barro, Robert J. (1979): *On the Determination of the Public Debt*, Journal of Political Economy 87 (oktober), s. 940–971.
- Baum, A., C. Checherita-Westphal and P. Rother (2012): *Debt and Growth: New Evidence for the Euro Area*, ECB Working Paper, No. 1450, Juli, kommer i Journal of International Money and Finance.
- Baunsgaard, Thomas, Mauricio Villafuerte, Marcos Poplawski-Ribeiro og Christine Richmond (2012): *Fiscal Frameworks for Resource Rich Developing Countries*, IMF Staff Discussion Note.
- Bjørnland, Hilde C. og Leif Anders Thorsrud (2015): *Boom or gloom? Examining the Dutch disease in two-speed economies*, kommer i Economic Journal.
- Blanchard, Oliver og Daniel Leigh (2013): *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, IMF Working Paper No. 13/01.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia og Paolo Mauro (2010): *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note 10/03, 12. februar 2010.
- Boschini, Anne D., Jan Petterson og Jesper Roine (2007): *Resource Curse or Not: A Question of Appropriability*, The Scandinavian Journal of Economics, Volume 109, Issue 3, s 593-617.
- Bremer, Ton van den, Frederick van der Ploeg og Samuel Wills (2014): *The Elephant in the Ground: Managing Oil and Sovereign Wealth*, OxCarre Research Paper 129, Oxford Centre for Analysis of Resource Rich Economies, University of Oxford.
- Caceres, Carlos, Serhan Cevik, Ricardo Fenochietto og Borja Gracia (2013): *The Day After Tomorrow: Designing an Optimal Fiscal Strategy for Libya*, IMF Working Paper 13/79.
- Cecchetti, S., M. Mohanty and F. Zampolli (2011): *The Real Effects of Debt*, BIS Working Papers, No. 352, Bank for International Settlements.
- Chinn, Menzie (2011): *Fiscal multipliers*, The New Palgrave Dictionary of Economics.
- Chudik, A., K. Mohaddes, H. Pesaran and M. Raissi (2013): *Debt, Inflation and Growth: Robust Estimation of Long-Run Effects in Dynamic Panel Data Models*, Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper, No. 162.
- Coenen, Günter, Christopher J. Erceg, Charles Fredman, Davide Furceri, Michael Kumhof, René Lalonde, Douglas Laxton, Jesper Lindé, Annabelle Mourougane, Dirk Muir, Susanna Mursula, Carlos de Resende, John Roberts, Werner Roeger, Stephen Snudden, Mathias Trabandt, and Jan in't Veld (2012): *Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models*, American Economic Journal: Macroeconomics, vol. 4(1), s. 22-68.
- Collier, Paul (2007): *The Bottom Billion*, Oxford University Press.
- Collier, Paul (2011): *The Plundered Planet*, Oxford University Press.

- Corsetti, Giancarlo, André Meier og Gernot J. Müller (2012): *What Determines Government Spending Multipliers?* IMF Working Paper No. 12/150.
- Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski, James Daniel og Steven Barnett (2001a): *Oil Funds: Problems Posing as Solutions?* Finance & Development, des. 2001, vol. 38, nr. 4, IMF.
- Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski, James Daniel og Steven Barnett (2001b): *Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications*, IMF Occasional Paper No. 205, IMF 2001.
- Debrun, X., D. Hauner and M. S. Kumar (2009): *Independent Fiscal Agencies*, Journal of Economic Surveys, Vol. 23.
- Debrun, X. og M. S. Kumar (2008): *Fiscal Rules, Fiscal Councils and All That: Commitment Devices, Signalling Tools, or Smoke Screens?* Proceedings of the 9th Banca d'Italia Workshop on Public Finance, Banca d'Italia, Rome.
- Debrun, X. and M.S. Kumar (2007): *The Discipline-enhancing Role of Fiscal Institutions: Theory and Empirical Evidence*, International Monetary Fund, Working Paper, No. 07/171, Washington (D.C.)
- Eichenberger, R. and M. Schelker (2007): *Independent and Competing Agencies: An Effective Way to Control Government*, Public Choice, Vol. 130.
- Galí, J., J. D. López-Salido, and J. Vallés (2007): *Understanding the Effects of Government Spending on Consumption*, Journal of the European Economic Association, Vol. 5(1), ss. 227–70.
- Gelb, Alan (1988): *Oil Windfalls: Blessing or Curse?* World Bank Research Publication.
- Grauwe, Paul de (2011): *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Documents, 4. mai 2011.
- Gylfason, Thorvaldur (2002): *Moder jord – med-spiller eller motspiller?* i Hva gjør oljeinntektene med oss? redigert av Arne Jon Isachsen, J.W. Cappelens forlag, 2002.
- Haldane, Andrew G. (2012): *The dog and the frisbee*, tale holdt ved Federal Reserve Bank of Kansas City's 36th economic policy symposium, The Changing Policy Landscape, Jackson Hole, Wyoming.
- Hamilton, James D. (2009): *Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007-2008*, NBER Working Paper No. 15002.
- Hannesson, Rögnvaldur (2002): *Oljeinntekter – andre lands erfaringer*, i Hva gjør oljeinntektene med oss? redigert av Arne Jon Isachsen, J.W. Cappelens forlag, 2002.
- Hannesson, Rögnvaldur (2001): *Investing for sustainability – the management of mineral wealth*, Kluwer Academic Publishers.
- Hsieh, Chang-Tai (2003): *Do Consumers React to Anticipated Income Changes? Evidence from the Alaska Permanent Fund*, American Economic Review 93 (1), ss. 397-405.
- Humphreys, Macartan, Jeffery D. Sachs og Joseph E. Stiglitz (red) (2007): *Escaping the Resource Curse*, Colombia University Press.
- International Monetary Fund (2014): *Update on the Fiscal Transparency Initiative*, IMF Policy Paper.
- International Monetary Fund (2013): *Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Economies*, IMF Policy Paper.
- International Monetary Fund (2012): *Macroeconomic Policy Frameworks for Resource Rich Developing Countries – Background Paper 1 – Supplement 1*.
- Irwin, Timothy C. (2012): *Accounting Devices and Fiscal Illusions*, IMF Staff Discussion Note.
- Karl, Terry Lynn (1997): *The Paradox of Plenty: Oil booms and Petro States*. University of California Press.
- Katz, Menachem, Ulrich Bartsch, Harinder Malothra og Milan Cuc (red.) (2004): *Lifting the Oil Curse: Improving Petroleum Revenue Management in Sub-Saharan Africa*, IMF januar 2004.
- Khemani, S. (2007): *Does delegation of Fiscal Policy to an Independent Agency Make a Difference? Evidence from Intergovernmental Transfers in India*, Journal of Development Economics, Vol. 82.
- Kilian, Lutz (2009): *Not all oil price shocks are alike: Disentangling demand and supply shocks in the crude oil market*, American Economic Review 99 (3), 1053-69.
- Koen, Vincent og Paul van den Noord (2005): *Fiscal Gimmickry in Europe: One-off Measures and Creative Accounting*, Economics Department Working Paper No. 417, OECD.
- Kopits, Georg og Steven Symanski (1998): *Fiscal Rules*, IMF Occasional Paper No. 162.
- Kumar, M. S. and J. Woo (2010): *Public Debt and Growth*, IMF Working Paper, No. 10/174, International Monetary Fund.
- Kumar, Manmohan med fler (2009): *Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances*, IMF Staff Paper.
- Lippi, Francesco og Andrea Nobili (2012): *Oil and the Macroeconomy: A Quantitative Structural Analysis*, Journal of the European Economic Association 10 (5), 1059-1083.

- Manasse, Paolo (2006): *Procyclical Fiscal Policy; Shocks, Rules, and Institutions: A View From Mars*, IMF Working Paper No. 06/27.
- Mehlum, Halvor, Karl Moene og Ragnar Torvik (2006): *Institutions and the Resource Curse*, The Economic Journal, Issue 508, s. 1-20.
- Miller, Marcus, Robert Skidelsky og Paul Weller (1990): *Fear of Deficit Financing – Is it Rational?* i Public Debt Management: Theory and History, Rudiger Dornbusch og Mario Draghi (red.), Cambridge University Press, Cambridge og New York, s. 293-310.
- Mohn, Klaus (2015): *Ressursrikdom og ricardiansk ekvivalens*, Samfunnsøkonomen nr 1/2015.
- Nickel, C. and A. Tudyka (2014): *Fiscal Stimulus in Times of High Debt: Reconsidering Multipliers and Twin Deficits*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 46(7), ss. 1313-1344.
- OECD (2015): *Recommendation of the Council on Budgetary Governance*, 18. februar 2015.
- OECD (2014a): *New Approaches to Economic Challenges (NAEC) – Synthesis*, notat til OECDs ministerrådsmøte 6.-7. mai 2014.
- OECD (2014b): *Recommendation of the Council on Principles for Independent Fiscal Institutions*, OECD Network of Parliamentary Budget Officials and Independent Fiscal Institutions (PBO).
- O'Rourke, Kevin H. og Alan M. Taylor (2013): *Cross of Euros*, The Journal of Economic Perspectives, volume 27, number 3, summer 2013.
- Perotti, Roberto (2005): *Estimating the effect of fiscal policy in OECD countries*, Proceedings Federal Reserve Bank of San Francisco.
- van der Ploeg, Frederick (2010): *Political economy of prudent budgetary policy*, International Tax and Public Finance, 17, 295-314.
- Portes, Jonathan og Simon Wren-Lewis (2014): *Issues in the design of fiscal policy rules*, University of Oxford DP 704
- Ramey, V. (2011): *Can Government Purchases Stimulate the Economy?* Journal of Economic Literature, Vol. 49(3), ss. 673-685.
- Ramey, Valerie A. og Sarah Zubairy (2014): *Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from U.S. Historical Data*, NBER Working Paper No. 20719.
- Reinhart, Carmen M. og Kenneth Rogoff (2009): *This time is different: eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen M. og Kenneth Rogoff (2010): *Growth in a time of debt*, American Economic Review, 100(2): 573-78
- Reinhart, Carmen M. og Kenneth Rogoff (2011): *The Forgotten History of Domestic Debt*, The Economic Journal, Vol. 121, Issue 552, s. 319-350.
- Reuters (2014): *Oil prices below most OPEC producers' budget needs*, 8. Sep. 2014.
- Robinson, J. A., Torvik, R. and Verdier, T. (2006): *Political foundations of the resource curse*, Journal of Development Economics, 79, 447-468
- Romer, David (2012): *Advanced Macroeconomics*, 4th edition, University of California, Berkeley, McGraw-Hill, kapittel 12.
- Ross, Micheal L. (2012): *The Oil Curse – How Petroleum Wealth Shapes the Development of Nations*, Princeton University Press.
- Röhn, O. (2010): *New Evidence on the Private Saving Offset and Ricardian Equivalence*, OECD Economics Department Working Papers, No. 762, OECD Publishing.
- Sachs J. D. and A. M. Warner (2001): *The curse of natural resources*, European Economic Review 45 (2001), 827-838.
- Schaechter, Andrea, Tidiane Kinda, Nina Budina og Anke Weber (2012): *Fiscal Rules in Response to the Crisis – Toward the «Next-Generation» Rules. A New Dataset*, IMF Working Paper No. 12/187.
- Smith, Brock (2014): *Dutch Disease and the Oil Boom and Bust*, OxCarre Research Paper 133.
- Song, Zhen, Kjetil Storesletten og Fabrizio Zilibotti (2012): *Rotten parents and disciplined children: A politico-economic theory of public expenditure and debt*, Econometrica 80 (6), 2785-2803.
- Summers, Lawrence (2014): *Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis'*, i C. Teulings og R. Baldwin (red.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, A VoxEU.org. eBook, CEPR Press.
- Tabellini, Guido og Alberto Alesina (1990): *Voting on the Budget Deficit*, American Economic Review 80 (mars), s. 37-49.
- Taylor, John B. (1993), *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, s. 195-214.
- Tornell, Aaron og Philip R. Lane (1999), *The Voracity Effect*, American Economic Review, 89(1): s. 22-46.
- Valdes, Rodrigo O. og Engel, Eduardo (2000): *Optimal Fiscal Strategy for Oil Exporting Countries*, IMF Working Paper No. 00/118.
- Williams, Andrew (2011), *Shining a Light on the Resource Curse: An Empirical Analysis of the relationship Between Natural Resources, Transparency, and Economic Growth*, World Development, vol. 39, issue 4, april 2011, s. 490-505.

Kapittel 6

Erfaringer med handlingsregelen så langt

6.1 Innledning

Dette kapitlet drøfter erfaringer med handlingsregelen så langt. Avsnitt 6.2 belyser handlingsregelens politiske rolle og hvordan den har fungert som ankerfeste for finanspolitikken. De øvrige avsnittene vurderer økonomiske sider ved hvordan handlingsregelen så langt har virket. Handlingsregelen la opp til en gradvis opptrapping av oljepengebruken, og avsnitt 6.3 redegjør kort for denne innfasingen og peker samtidig på at norsk økonomi på mange punkter har utviklet seg annerledes enn man så for seg i 2001. Finanspolitikken utformes under usikkerhet om den økonomiske utviklingen, og i avsnitt 6.4 redegjør for usikkerheten i to sentrale størrelser, nemlig 4-prosentbanen og det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet. Handlingsregelen legger vekt på at finanspolitikken skal jevne ut svingninger i norsk økonomi, og i avsnitt 6.5 drøftes hvordan finanspolitikken har vært tilpasset konjunktorene. Avsnitt 6.6 oppsummerer og gir utvalgets vurderinger.

6.2 Handlingsregelens politiske rolle

Kapittel 5 redegjør for en del forhold som kan bidra til at stater får for store underskudd i sine budsjetter og mister kontrollen med gjelden. Tilsvarende redegjøres det for hvordan land med store inntekter fra olje og gass (eller andre ikke-fornybare naturressurser) ofte fører en kortsiktig politikk, slik at for mye av inntektene brukes for raskt. Finanspolitiske regler kan gi et forsvar mot dette. Skal slike regler tjene sin hensikt, må de oppleves som meningsfulle av de som skal ta beslutningene. Det var derfor en styrke for handlingsregelen at et flertall på Stortinget umiddelbart aksepterte den som ny rettesnor for finanspolitikken. I lys av tidligere erfaringer var ikke dette opplagt. Handlingsregelen ble lagt fram i en situasjon hvor oljeprisen hadde steget kraftig, oljefondet økte raskt og bruken av oljeinntekter var på sitt

laveste nivå siden midten av 1970-tallet. Lie (2015) peker på at utsikter til høye oljeinntekter to ganger tidligere – på 1970-tallet og på 1980-tallet – hadde ledet til en altfor ekspansiv finanspolitikk. Uten det nye rammeverket ville det trolig vært lettere å peke på de høye oljeinntektene som en kilde til å finansiere nye satsinger, særlig for partier i opposisjon. Det kunne ført til et politisk press for en langt raskere vekst i bruken av oljeinntekter enn det handlingsregelen la opp til. Selv om det er vanskelig å vite hvordan finanspolitikken hadde blitt uten handlingsregelen, tyder historiske paralleller og erfaringene fra andre land i liknende situasjoner på at det norske finanspolitiske rammeverket har hatt en disiplinerende effekt. Det norske rammeverket er godt i tråd med tenkingen bak OECDs og IMF's prinsipper for gode budsjettssystemer, som er omtalt i kapittel 5.

Mens de øvrige avsnittene i dette kapitlet går nærmere inn på økonomiske sider ved hvordan handlingsregelen så langt har virket, ser dette avsnittet nærmere på regelens politiske rolle. Som en del av arbeidet har utvalget hatt møte med de tidligere finansministrene Karl Eirik Schjøtt-Pedersen (2000–2001) og Per-Kristian Foss (2001–2005) og med Einar Lie, professor i historie ved Universitetet i Oslo. Tema for møtene var henholdsvis handlingsregelen som rettesnor ved budsjett-drøftinger i regjering og Storting, og handlingsreglers politiske og historiske betydning. En oppsummering av hovedpoenger fra de to finansministrene er gjengitt i boks 6.1, mens Lies innlegg er utgangspunktet for vedlegg 1 til rapporten.

I Lies innlegg pekte han på at handlingsregelen ikke representerer noe grunnleggende nytt i norsk økonomisk politikk, i den forstand at det i størsteparten av tiden etter 1814 har eksistert handlingsregler eller politiske normer for budsjettbalansen, stort sett i form av at det ikke skal være underskudd på statsbudsjettet. I noen perioder har dette vært nedfelt som formell regel, slik det var i statens budsjettreglement i perioden 1928–1959. Før staten fikk oljeinntekter på 1970-

tallet, var økte skatter og avgifter en direkte følge av økte offentlige utgifter. Den politiske kostnaden var tydelig og umiddelbar. På denne måten fungerte «overskuddet før lånetransaksjoner» som en krittstrek som bidro til sterke statsfinanser fram til litt ut på 1970-tallet. Da forventningene om store oljeinntekter festnet seg på 1970-tallet, ble det krevende å holde igjen på pengebruken på statsbudsjettet. En så for seg at tempoet i utvinningen kunne brukes for å regulere inntektsstrømmen og at en betydelig del av statens inntekter måtte investeres i utlandet. Det ble imidlertid ikke etablert noen klar norm for nivået på bruken av oljeinntekter på statsbudsjettet.

Fra og med Revidert nasjonalbudsjett 1980 ble anslaget for overskudd før lånetransaksjoner supplert med et anslag der en korrigerer for oljeskatter. Ifølge Lie (2015) fikk dette skillet dårlig feste i den politiske debatten. Statens petroleumsfond, forløperen til dagens Statens pensjonsfond utland, ble opprettet i 1990 for å underbygge langsiktige hensyn i anvendelsen av oljeinntektene. På begynnelsen av 1990-tallet var det oljekorrigerede underskuddet større enn fondets inntekter. Med oljepriiser ned mot 10–15 USD per fat forble fondet derfor tomt fram til første avsetning i 1996. Å etablere eksplisitte retningslinjer for bruken av fondets midler, framsto således ikke som et presserende behov i disse årene.

På slutten av 1990-tallet økte imidlertid presset for å bruke mer oljepenger, og særlig etter oppgangen i oljeprisen gjennom 1999 og 2000. Lie (2012) peker på hvordan det var press på å bruke mer penger enn regjeringene Bondevik I og Stoltenberg I foreslo i sine statsbudsjetter. Argumentasjonen til de som prøvde å holde igjen i bruken av oljepenger, tok utgangspunkt i hensynet til kapasiteten i norsk økonomi; på dette tidspunktet hadde aktivitetsnivået tatt seg opp, og arbeidsledigheten hadde falt.

Handlingsregelen ble lagt fram i mars 2001, og et stort flertall på Stortinget sluttet seg raskt til. I finanskomiteéens innstilling om St.meld. nr. 29 (2000–2001) mente et klart flertall av partiene at «en regel om å bruke petroleumsinntektene tilsvarende den årlige forventede realavkastningen av Statens petroleumsfond vil være et fornuftig utgangspunkt». Lie (2015) framhever at innføringen av handlingsregelen reetablerte en rettesnor for nivået på budsjettbalansen, og ikke bare på endringen fra året før slik det fulgte av den tidligere olje-, rente- og aktivitetskorrigerede indikatoren. Ved å etablere en krittstrek for budsjettbalansen som har bred aksept, har handlingsregelen gjort det lettere for partiene på Stortinget å bli

enige i budsjettforhandlingene. Siden handlingsregelen er basert på at det er realavkastningen av formuen som skal brukes, mens hovedstolen holdes urørt og kommer alle generasjoner til gode, har finanspolitikken også fått en form for moralsk forankring. Denne forankringen er samtidig lett å formidle, siden utgangspunktet er hvordan handlingsregelen fordeler oljeformuen mellom generasjoner. For eksempel brukte daværende statsminister Stoltenberg følgende bilde på pressekonferansen der handlingsregelen ble presentert: «Det er som en god forvaltning av skogen – vi hugger bare tilveksten, vi tar ikke selve skogen.»

Det moralske perspektivet knyttet til forholdet til framtidige generasjoner, har gitt en retorisk ressurs som kan benyttes for å argumentere for bærekraft og forsiktighet. Lie (2015) understreker videre betydningen av at handlingsregelen er lett å kommunisere og forklare, for at den skal fungere som politisk redskap. Regelen ble for øvrig også raskt akseptert av de politiske partienes omland, herunder partene i arbeidslivet. Det gjorde det lettere å støtte seg på den i den løpende utformingen av finanspolitikken.

De to tidligere finansministrene, Karl Eirik Schjøtt-Pedersen og Per Kristian Foss, la i møtet med utvalget vekt på mange av de samme forholdene som Lie har pekt på. De var samstemte i at handlingsregelen og pensjonsfondet har hatt avgjørende betydning for Norges forvaltning av oljeinntektene. Da handlingsregelen kom i 2001, ga den et forholdsvis enkelt og intuitivt svar på hvordan man skulle håndtere den kraftige økningen i Statens pensjonsfond utland (den gang Statens petroleumsfond). De to finansministrene understreket at det er en klar styrke at de relativt kompliserte betraktningene som ligger bak handlingsregelen, kan ivaretas innenfor en forholdsvis enkel regel. Dette gjør det lettere å fram i debatter og i møte med velgere og interessegrupper i ulike sammenhenger hvor en må være kort og poengtert. I den offentlige debatten har faren for renteøkning, valutakursendring og tap av arbeidsplasser betydelig gjennomslagskraft, og rammene for forsvarlig oljepengebruk på kort sikt er da avgjørende. De to tidligere finansministrene pekte samtidig på at handlingsregelen vanskelig kan fungere som rettesnor dersom den ikke gir tilstrekkelig rom for skjønn. En regel kan aldri dekke over alle eventualiteter og kan derfor ikke følges mekanisk. Den vil heller ikke være noen garanti for en fornuftig finanspolitikk, men den kan gjøre det lettere å vinne oppslutning om en slik politikk. For at den skal kunne fungere, må regelen være utformet

Boks 6.1 To tidligere finansministere om handlingsregelen som rettesnor ved budsjettdrøftinger i regjering og Storting

Som en del av arbeidet har utvalget hatt møte med de tidligere finansministrene Karl Eirik Schjøtt-Pedersen (2000–2001) og Per-Kristian Foss (2001–2005) om handlingsregelen som rettesnor ved budsjettdrøftinger i regjering og Storting. Schjøtt-Pedersen og Foss var samstemte i at handlingsregelen og oljefondsmodellen har hatt avgjørende betydning for Norges forvaltning av oljeinntektene. De framhevet at håndteringen av norske oljeressurser, fra arbeidet med delingen av norsk kontinentalsokkel og utvinning til å enes om en forvaltningsmodell basert på prinsippet om å skille opptjening og bruk, tilhører en av de mest ærerike delene av norsk økonomisk politikk. De pekte på at rammeverket høster anerkjennelse blant utenlandske kollegaer.

De to tidligere finansministrene la vekt på at da handlingsregelen ble lagt fram i 2001, ga den et forholdsvis enkelt og intuitivt svar på hvordan man skulle håndtere den kraftige økningen i Statens pensjonsfond utland (den gang Statens petroleumfond). Handlingsregelen la til rette for en stabil utvikling i norsk økonomi både på kort og lang sikt, mens de tidligere finanspolitiske retningslinjene la hovedvekt på kortsiktig stabilitet. De pekte på at handlingsregelen fikk bred politisk oppslutning, og dermed ble en anerkjent referanse i de løpende budsjettforhandlingene, tilsvarende andre lands «nulllinje». Denne enigheten øker de politiske kostnadene ved budsjettopplegg som fører til økt kostnadspress og dermed arbeidsledighet i konkurranseutsatt sektor. I den offentlige debatten har faren for renteøkning, valutakursendring og tap av arbeidsplasser betydelig gjennomslagskraft, og rammene for forsvarlig oljepengebruk på kort sikt er da avgjørende. De la videre vekt

på at en for ekspansiv finanspolitikk kan føre til renteøkninger og økte kostnader for alle husholdninger med boliglån. Denne kanalen er særlig sterk i Norge fordi en stor andel av husholdningene har flytende rente på sine lån.

Schjøtt-Pedersen og Foss mente forståelsen av disse sammenhengene har virket disiplinerende i det løpende arbeidet med budsjettene. Hensynet til framtidige generasjoner og bærekraften i offentlige finanser på lang sikt er viktig i begrunnelsen for innretningen av budsjettene, men spiller nok likevel en mindre rolle i utformingen av finanspolitikken for det enkelte budsjettår.

De understreket at en stor fordel med handlingsregelen er at mer eller mindre kompliserte betraktninger ivaretas innenfor en forholdsvis enkel regel. Det er flere nyanser, men 4-prosentbanen har etablert seg som målestokken for en balansert og forsvarlig budsjettutvikling over tid.

Schjøtt-Pedersen og Foss advarte mot å endre og komplisere en regel som har fungert bra, og som det er investert mye politisk kapital i. Mindre justeringer mente de kunne være aktuelt i den grad situasjonen oppfattes som endret siden 2001. Størrelsen på fondet kan bl.a. tilsi det. Den viktigste egenskapen til regelen er likevel dens praktiske betydning i et politisk landskap. De mente at handlingsregelen er fleksibel nok til at det kan fattes gode beslutninger innenfor dens føringer. De understreket at en finanspolitisk regel ikke er noen garanti for en fornuftig finanspolitikk, men at god regel kan gjøre det lettere å få oppslutning om en slik politikk. Med det som bakteppe, advarte de begge mot å innføre en overdrevet kompleks regel som i praksis kan tape relevans.

slik at Stortinget har anledning til å fatte gode beslutninger. Dette innebærer at regelen må inneholde en viss fleksibilitet.

Både Lie og de to tidligere finansministrene poengterer at regelen er blitt styrket ved at den over tid gradvis er blitt bedre forankret hos politikere og i økonomiske fagmiljøer. Det er investert mye politisk kapital i handlingsregelen siden 2001. De fleste politiske partiene har støttet den

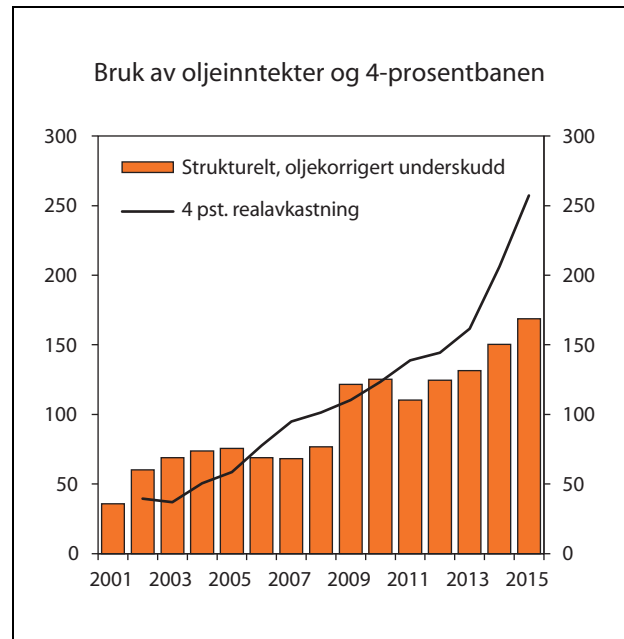
aktivt. Alle de store partiene har nå sittet i regjeringer hvor handlingsregelen har vært en del av regjeringsplattformen. Større endringer av dagens regel kan dermed ha en kostnad ved at endringene ikke bare må begrunnes med økonomisk analyse, men også forankres i en bredere politisk kontekst. Både Lie og de to finansministrene la vekt på at det gjør det mer utfordrende og risikofylt med større endringer i regelen.

Lie og de to tidligere finansministrene tegner et bilde av hvordan handlingsregelen har hjulpet skiftende regjeringer til å holde igjen på oljepengetruken, og dermed begrenset virkningene på norsk fastlandsøkonomi og konkurranseutsatt sektor. Samtidig har oljeinntekter som ikke er blitt brukt, bidratt til at det er bygget opp et betydelig fond, til glede for framtidige generasjoner. Som omtalt i avsnitt 6.5.3 og i kapittel 8, har handlingsregelen og pensjonsfondet likevel ikke kunnet hindre at oljeavhengigheten i norsk økonomi har økt, bl.a. fordi perioden med opptrapping av oljepengetruken falt sammen med en markert oppgang i etterspørselen fra oljenæringen. Handlingsregelen har heller ikke kunnet hindre at betydelige bytteforholdsgevinster etter årtusenskiftet har slått ut i en markert økning i det norske kostnadsnivået i forhold til våre handelspartnere, en problemstilling som drøftes nærmere i kapittel 8, jf. også Mork (2013).

6.3 Innfasingen av oljeinntekter 2002–2015

Handlingsregelen har ligget til grunn for utformingen av budsjettene for årene 2002 til 2015, dvs. for i alt 14 budsjetter. Gjennom disse årene har bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet, blitt trappet opp fra om lag 2 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2002 til 6½ prosent i 2015. Dette har vært en periode med god vekst i norsk økonomi, men også med store konjunkturbevegelser og strukturelle endringer, særlig knyttet til kraftig oppgang i oljepris og oljeaktivitet, samt omfattende arbeidsinnvandring etter EU-utvidelsen i 2004, jf. omtalen i kapittel 8.

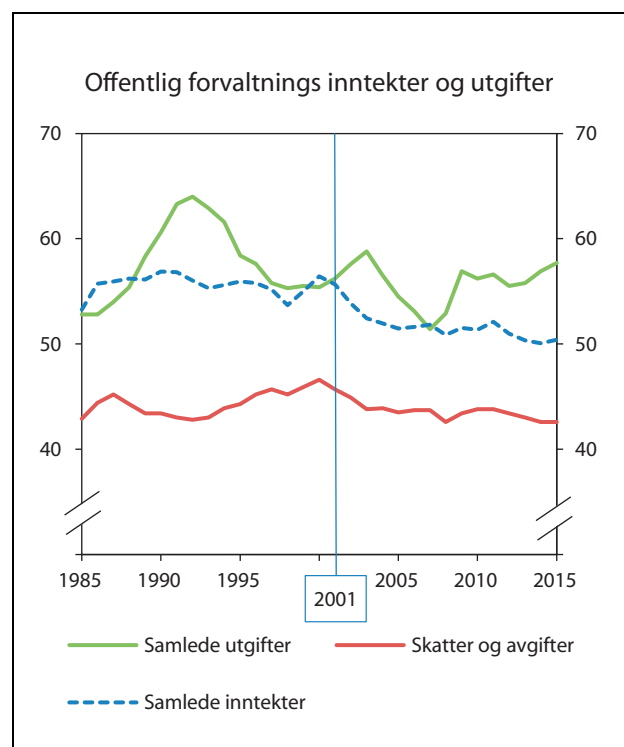
I Revidert nasjonalbudsjett 2015, framlagt i mai 2015, anslås bruken av oljepenger å ha økt fra 36 mrd. 2015-kroner i 2001 til 169 mrd. 2015-kroner i 2015, jf. figur 6.1. I årene fra 2002 til 2015 er det til sammen brukt 1 425 milliarder kroner i oljeinntekter over statsbudsjettet (regnet i 2015-priser og uten å diskontere). Dette er rundt 180 milliarder kroner mindre enn den forventede realavkastningen i fondet i samme periode, målt som 4 pst. av fondskapitalen ved inngangen til hvert budsjettår og omregnet til 2015-priser. Sparingen i fondet har således vært noe større enn det handlingsregelen legger opp til, og det aller meste av den økte sparingen har skjedd de siste årene. Det må ses i sammenheng med den meget sterke vekten i fondskapitalen i årene fra 2013 til 2015.



Figur 6.1 Strukturelt, oljekorrigeret underskudd på statsbudsjettet og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Mrd. 2015-kroner¹

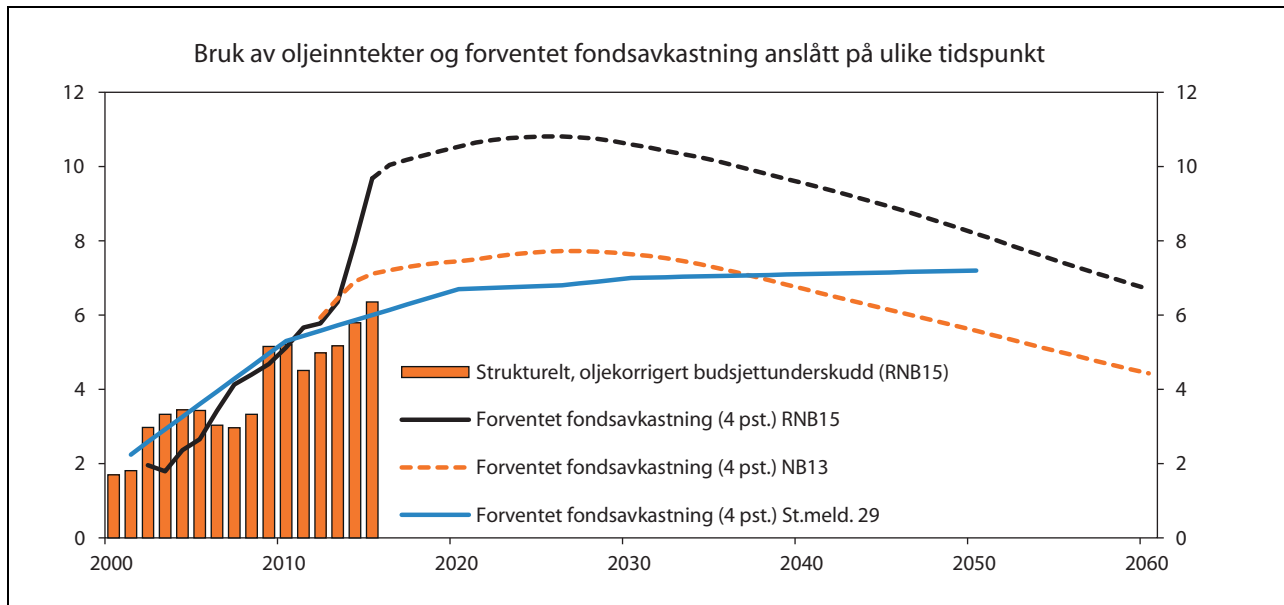
¹ Deflatert med statsbudsjettets utgiftsdeflator.

Kilde: Revidert nasjonalbudsjett 2015.



Figur 6.2 Offentlig forvaltnings påløpte inntekter og utgifter utenom petroleumsvirksomhet. Andel av BNP Fastlands-Norge. Prosent

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.



Figur 6.3 Strukturelt, oljekorrigert underskudd og forventet fondsavkastning for årene 2000–2040 anslått i St.meld. nr. 29 (2000–2001), Nasjonalbudsjettet 2013 (NB13) og Revidert nasjonalbudsjett 2015 (RNB15). Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

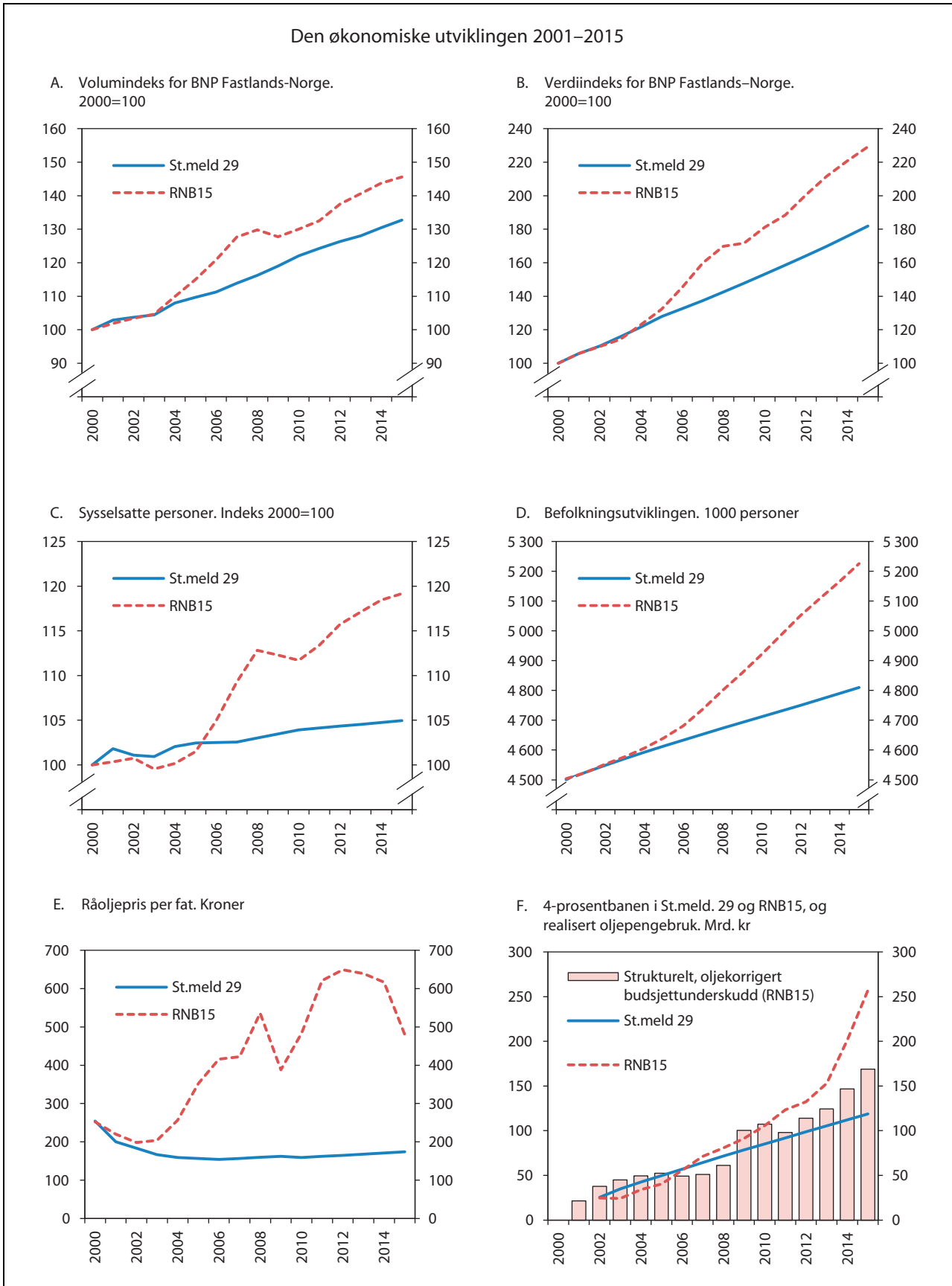
Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, Nasjonalbudsjettet 2013 og St.meld. nr. 29 (2000–2001).

Den gradvise økningen i bruk av oljeinntekter etter 2001 har gitt rom både for å øke offentlige utgifter og for å redusere inntektene, begge deler målt som andel av BNP for Fastlands-Norge, jf. figur 6.2. Oppgangen i utgiftene har særlig gått til økte lønnsutgifter og til økte investeringer i realkapital. Nedgangen i inntektsandelen skyldes i hovedsak skatte- og avgiftslettelser i årene 2002–2005 og 2014–2015, men også at de øvrige inntektene, som aksjeutbytte, gebyrer, netto renteinntekter mv. er redusert som andel av BNP for Fastlands-Norge.

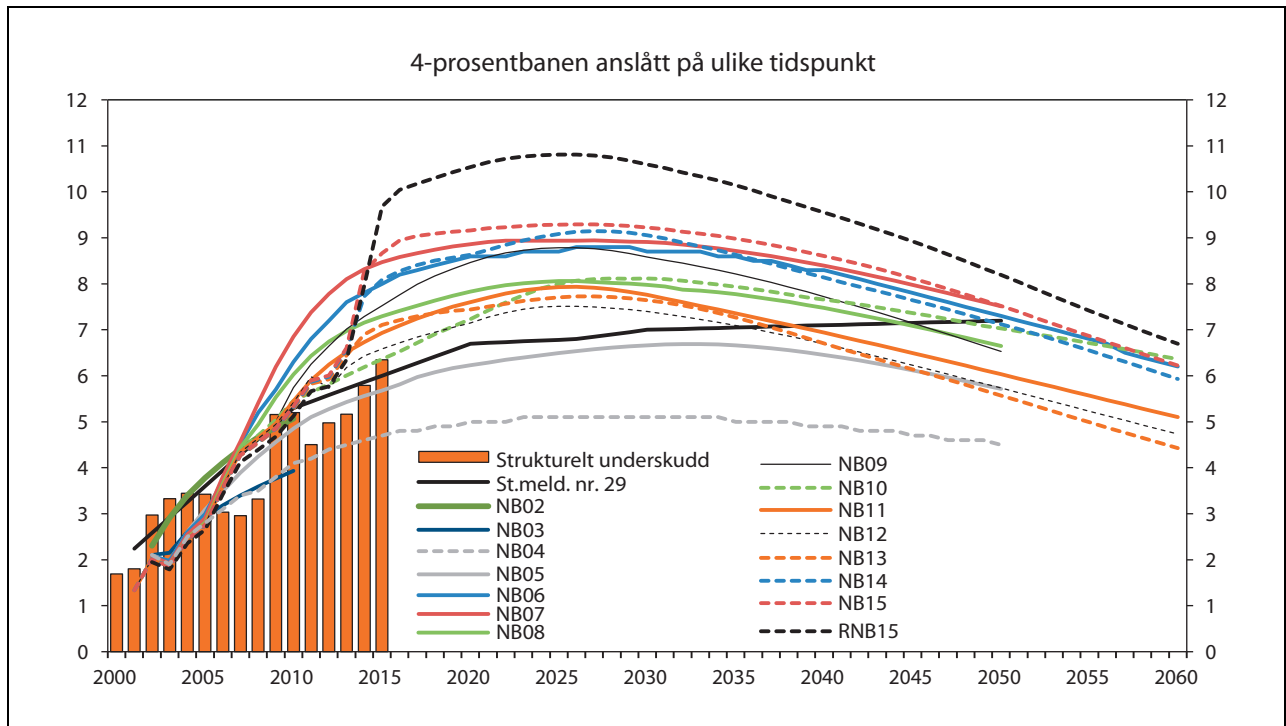
Anslagene i St.meld. nr. 29 (2000–2001) viste en gradvis økning i bruken av oljeinntekter på statsbudsjettet fra 1,9 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge i 2001 til 5,3 pst. i 2010, 6,0 pst. i 2015 og et maksimalnivå på om lag 7 pst. av BNP for Fastlands-Norge rundt 2030, jf. figur 6.3. Framskrivningen innebar en gjennomsnittlig årlig innfasing på 0,3 prosentenheter fram til 2015, med noe høyere innfasing de første årene. Ser vi perioden 2002–2015 under ett, samsvarer økningen i bruken av oljeinntekter godt med de anslagene en hadde da handlingsregelen ble innført i 2001. Så langt har den gjennomsnittlige årlige innfasingen vært på 0,33 prosentenheter, og bruken av oljeinntekter i 2015 anslås til 6,4 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge.

Mye har imidlertid utviklet seg annerledes enn man la til grunn i 2001, jf. figurpanel 6.4. I St.meld. nr. 29 (2000–2001) ble oljeprisen antatt å ligge på rundt 200 kroner per fat olje fram til 2015. I dag vet vi at oljeprisen på det meste har vært tre ganger høyere enn dette. Den høye oljeprisen har gitt store inntekter til Statens pensjonsfond og løftet 4-prosentbanen relativt til hva man så for seg i 2001. Samtidig er fastlandsøkonomien blitt over 35 pst. større enn ventet, målt i løpende priser. En svært høy oljepris og en vesentlig sterkere vekst i etterspørselen fra oljevirkksomheten mot fastlandsøkonomien enn man forutså har forplantet seg inn i økonomien og gitt sterk vekst i produktpriser og sysselsetting¹. Fram til og med 2005 var også veksten i produktiviteten høy. Oppgangen i sysselsettingen er blitt muliggjort gjennom en arbeidsinnvandring etter utvidelsen av EU i 2004 av et omfang få hadde sett for seg. Målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien har kombinasjonen av høyere vekst og større fond ført til at bruken av oljeinntekter som andel av fastlandsøkonomien har utviklet seg om lag som anslått i St.meld. 29 – både teller og nevner ble høyere enn man hadde sett for seg.

¹ Endret avgrensning av fastlandsøkonomien i hovedrevisjonen av nasjonalregnskapet i 2014 bidro også.



Figur 6.4 Den økonomiske utviklingen 2001–2015. Anslag fra St.meld. nr. 29 (2000–2001) og realisert forløp
Kilde: Finansdepartementet.



Figur 6.5 Forventet fondsavkastning. Anslag gitt på ulike tidspunkt. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Finansdepartementet.

6.4 Finanspolitikken utformes under usikkerhet

Finanspolitikken utformes under usikkerhet, både om den økonomiske utviklingen og om budsjettets stilling. Som illustrert ovenfor, gjelder usikkerheten ikke bare for langsiktige anslag, men også for vurderingene av den nære framtid og nåsituasjonen. Anslag kan revideres i løpet av budsjettåret, og i noen grad også flere år i ettertid. Handlingsregelen knytter bruk av petroleumsinntekter, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet, opp mot den forventede realavkastningen av Statens pensjonsfond utland, anslått til 4 pst. av fondets verdi ved inngangen til budsjettåret. Det knytter seg usikkerhet til begge disse størrelsene.

6.4.1 Den framtidige banen for forventet realavkastning er usikker

Gjennom de årene handlingsregelen har virket, har anslagene for utviklingen i fondets framtidige verdi blitt revidert opp og ned en rekke ganger. Disse anslagene påvirkes bl.a. av utviklingen i oljepris og oljeproduksjon, valutakurser og den realiserede avkastningen på fondets investeringer, og disse størrelsene kan svinge mye og raskt.²

Dette har gjort at vurderingen av det framtidige rommet for innfasing av oljeinntekter har endret seg til dels betydelig. Figur 6.5 viser anslag for forventet fondsavkastning gitt på ulike tidspunkt. Mens en til Nasjonalbudsjettet 2004 anslo en topp i finansieringsbidraget på under 5 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge, anslås toppen i Revidert nasjonalbudsjett 2015 å ligge på nesten 11 pst.

Endringene i anslaget for fondets verdi har vært særlig store de siste to årene. Også tidligere har det vært store endringer, bl.a. fra 2001 til 2004 og fra 2009 til 2012 (men med motsatt fortegn av endringene fra 2013 og til i dag) og fra 2005 til 2007 (med samme fortegn). Usikkerheten om fondets framtidige verdi er drøftet i kapittel 9, mens usikkerheten om 4-prosentbanen er illustrert i figur 10.3 i kapittel 10.

6.4.2 Bruk av oljepenger i sanntid og i ettertid

Søylene i figurene 6.1, 6.3 og 6.5 viser oljepengebruken i de enkelte årene slik det nå i ettertid er

² Staff Memo 05/2012 fra Norges Bank illustrerer hvordan henholdsvis en endring i oljeprisen på 25 pst. og en endring i fondsavkastning på én prosentenhed samlet sett slår ut i fondskapitalen over en tiårsperiode.

anslått i Revidert nasjonalbudsjett 2015. Tallene for de enkelte årene så imidlertid gjennomgående annerledes ut i sanntid, dvs. slik de ble anslått i budsjettokumentene for de aktuelle årene. Det er flere grunner til det:

– *Endringer som følge av politiske vedtak*

Budsjettbehandlingen i Stortinget kan lede til endringer i bruken av oljepenger sammenliknet med regjeringens forslag. Videre kan det økonomiske opplegget bli endret gjennom budsjettåret, enten i form av særskilte proposisjoner (som tiltaksproposisjonen i januar 2009 i forbindelse med finanskrisen eller tilleggsproposisjoner etter regjeringsskifter i forbindelse med stortingsvalg), i revidert nasjonalbudsjett som legges fram i mai eller i nysalderingen som legges fram mot slutten av budsjettåret.

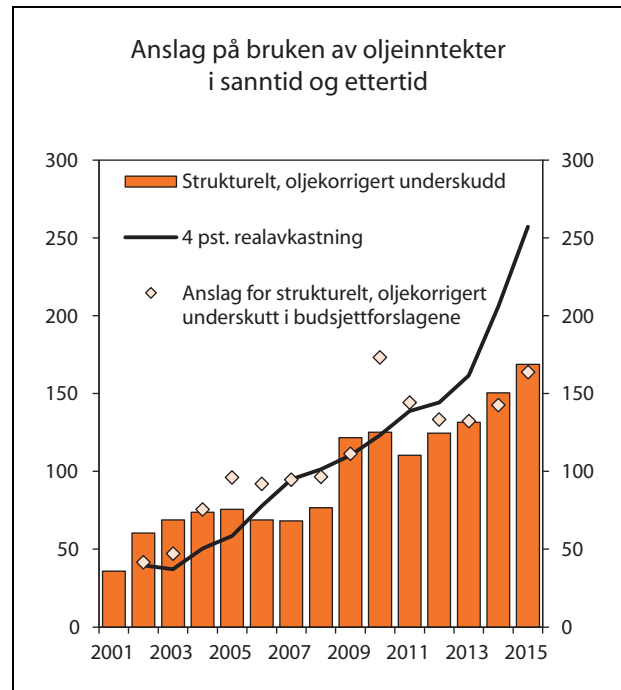
– *Endringer som følge av reviderte anslag for budsjettstørrelser*

Gjennom budsjettåret vil statens inntekter og utgifter kunne utvikle seg annerledes enn lagt til grunn i budsjettet uten at dette har utgangspunkt i nye vedtak. Eksempler er endringer i regelstyrte utgifter under folketrygden og uventede endringer i utbytteinntekter fra statselskapene eller liknende. Endringer i størrelsen på overførte bevilgninger fra et budsjettår til det neste innenfor gjeldende regler knyttet for eksempel til store investeringsprosjekter, er også forhold som vil slå ut i budsjettallene for det enkelte år.

– *Endringer som følge av reviderte anslag for normalnivåene på skatter og avgifter*

Bruken av oljepenger i det enkelte år måles ikke ved det faktiske budsjettunderskuddet, men ved det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet. Vurderingen av hvor stor del av inntektene og utgiftene som er strukturelle, avhenger dels av den faktiske utviklingen i de ulike budsjettpostene og i realøkonomiske størrelser som skattegrunnlag og arbeidsledighet, dels av anslag for den framtidige utviklingen i de samme størrelsene. Dette innebærer at anslag for det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet for et enkelt år kan bli til dels betydelig revidert flere år etter at endelig statsregnskap foreligger. Slike revisjoner er nærmere omtalt i vedlegg 2.

I figur 6.6 viser firkantene hva man trodde om bruken av oljeinntekter i sanntid, dvs. anslaget for det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet i budsjettforslagene som ble lagt fram for Stortinget for årene 2002–2015. Avvikene mellom anslagene i sanntid og anslagene gitt i ettertid kan



Figur 6.6 Strukturelt, oljekorrigeret underskudd anslått i budsjettet for de enkelte årene og anslått i Revidert nasjonalbudsjett 2015. Mrd. 2015-kroner

Kilde: Finansdepartementet

være betydelig, særlig for enkelte av årene. Som et hovedtrekk har man trodd at man ville bruke mer oljeinntekter i sanntid enn slik det ser ut i ettertid. Summert over budsjettårene 2002–2015 er forskjellen større enn det akkumulerte avviket til 4-prosentbanen for de samme årene.

Det eneste året det har vært en kraftig endring i finanspolitikken etter at Stortinget hadde vedtatt budsjettet, var i 2009. I etterkant av den internasjonale finanskrisen ble det i januar 2009 lagt fram en proposisjon med tiltak som sammen med anslagsendringer innebar en økning i bruken av oljepenger på nærmere 1¼ pst. av BNP for Fastlands-Norge. Underskuddet ble ytterligere økt i Revidert nasjonalbudsjett 2009. Når økningen i bruken av oljeinntekter fra 2008 til 2009 framstår som lavere i ettertid enn da forslagene ble lagt fram, skyldes det både at utgiftene ble lavere enn ventet og at anslagene for veksten i de strukturelle skatteinntektene senere er blitt oppjustert, jf. omtale i vedlegg 2.

I den perioden handlingsregelen har vært førende for finanspolitikken, har det ikke blitt lagt fram aktive innstrammings tiltak av vesentlig omfang i noe budsjettår. Når politikken i enkelte år framstår som strammere i ettertid enn i de opprinnelige budsjettforslagene (2004–2007 og 2010–2011), skyldes det at anslagene for de strukturelle

Boks 6.2 Handlingsregelen og det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet

Handlingsregelen er en rettesnor for uttaket fra pensjonsfondet og dermed bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet. Regelen skal legge til rette for en jevn innfasing av oljeinntektene i norsk økonomi og bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. Regelen er samtidig utformet slik at budsjettets utgifter skjermes fra forbigående svingninger i skatteinntektene. Bruken av petroleumsinntekter måles derfor ved det *strukturelle*, oljekorrigerede underskuddet.

Tre hensyn taler for å knytte handlingsregelen til den strukturelle budsjettbalansen:

1. *Stabiliseringshensyn:* Dersom myndighetene ikke tar hensyn til hvordan konjunkturutviklingen påvirker budsjettet, vil det måtte gjennomføres betydelige budsjettinnsparinger i nedgangskonjunkturer når skatteinntektene faller og utgiftene til bl.a. arbeidsledighetstrygd går opp. Tilsvarende ville budsjettpolitikken kunne bli svært ekspansiv i oppgangskonjunkturer. En slik medsyklisk budsjettpolitikk ville bidra til å destabilisere den økonomiske utviklingen. Dersom budsjettet skjermes for slike forbigående svingninger, vil det automatisk virke stabiliserende på økonomien. Inntektsbortfallet for privat sektor blir mindre enn det ellers ville vært i en nedgangskonjunktur, mens det blir omvendt i en oppgangskonjunktur. I velferdsstater som de nordiske er innslaget av slik automatisk stabilisering stort, ved at over halvparten av et inntektsbortfall i privat sektor motvirkes av lavere skatter og høyere ledighetstrygd, jf. figur 5.1 i kapittel 5.
2. *Hensyn til jevn utvikling i skattesatsene og i det offentlige tjenestetilbudet:* Skattlegging

har en kostnad i form av et effektivitetstap som øker med skattesatsene. For å minimere denne kostnaden, bør en unngå at skattesatsene endres mye og ofte. Store endringer i det offentlige tjenestetilbudet er uhenksom for brukere som har innrettet seg ut fra forventninger om tilgang på bestemte tjenester, og rask opp- og nedbygging av tjenestetilbudet øker risikoen for sløsing og ineffektive løsninger. Dette tilsier at myndighetene bør tilstrebe en mest mulig jevn utvikling i tjenestetilbudet. Forbigående endringer i budsjettposter bør derfor slå ut i endret offentlig nettogjeld, slik at en oppnår en jevn utvikling i skatter og velferdstilbud. Dette innebærer at en ikke bare korrigerer for konjunktursvingninger, men generelt prøver å rense ut forbigående endringer og identifisere den underliggende utviklingen i budsjettbalansen.

3. *Hensyn til å kunne vurdere formues- og gjeldsutvikling:* For å kunne vurdere den framtidige utviklingen i offentlig netto formue må myndighetene ha en formening om den underliggende utviklingen i utgifts- og inntektsposter. Et budsjettunderskudd som er varig, krever en annen politikkespons enn et underskudd som anses som forbigående.

Disse tre hensynene er ikke spesifikke for land med store naturressurser. I de fleste industrilandene inngår anslag for den strukturelle budsjettbalansen i de vurderinger som ligger til grunn for utformingen av finanspolitikken.

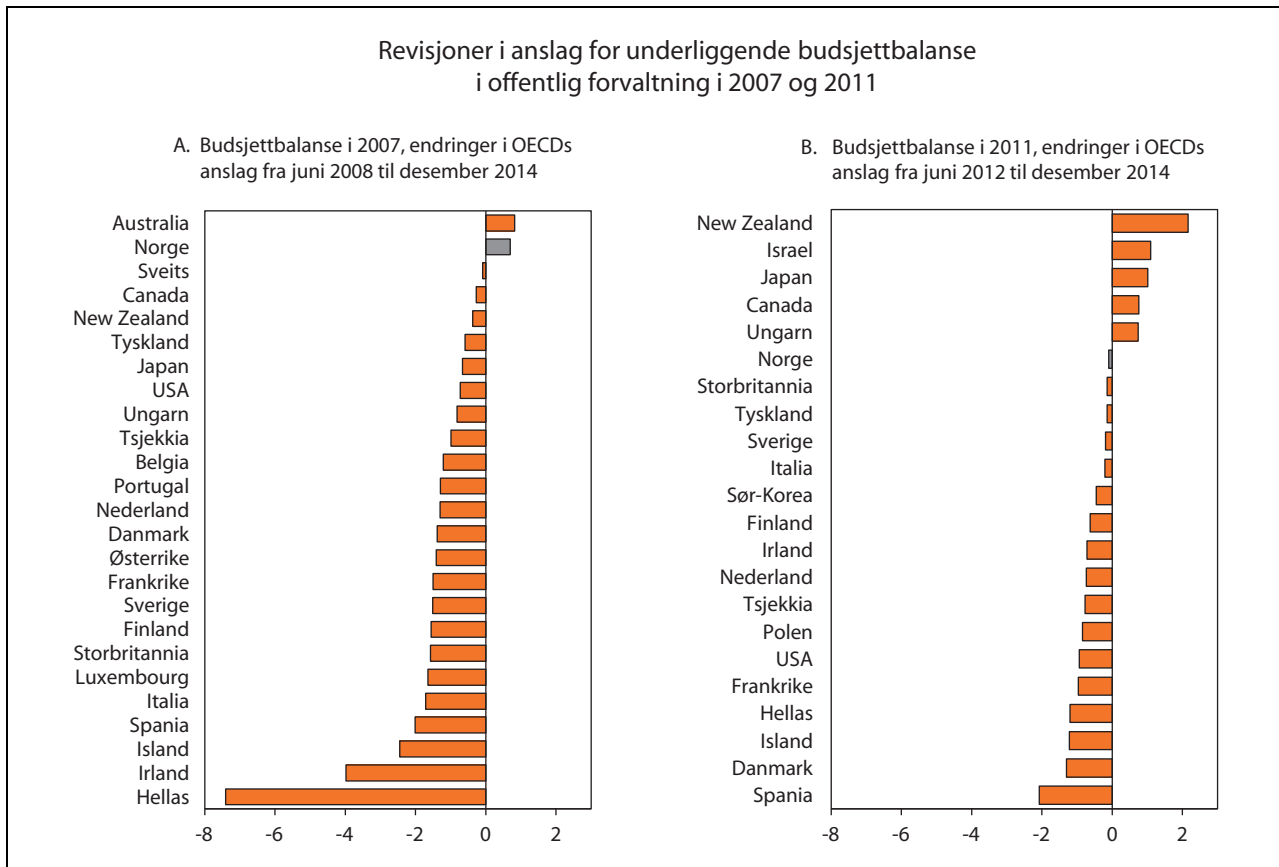
Beregning av strukturelle budsjettbalanser – først og fremst for Norge, men også for andre land – er nærmere drøftet i vedlegg 2.

skatteinntektene har blitt justert opp eller at utgiftene har blitt lavere enn budsjettert og inntekter utenom skatter og avgifter har blitt høyere. Oppjusteringene av strukturelle skatter var særlig store for årene 2010–2011. For disse to årene ble dessuten utgiftene på flere områder noe lavere enn budsjettert.

Oppjusteringen av anslagene for det strukturelle underskuddet i 2002 og 2003 har heller ikke sammenheng med aktive politikktiltak. Gjennom 2002 og 2003 ble det klart at skatteinntektene ble

lavere enn forventet, samtidig som revisjoner av nasjonalregnskapstallene for årene 1991 til 2001 trakk i retning av at noe mer av den observerte skatteinntekten fram til og med 2001 kunne forklares av høykonjunktoren i norsk økonomi. Konsekvensen var at anslaget for bruken av oljeinntekter i disse årene ble justert opp.

Generelt sett viser erfaringer fra både Norge og andre land at anslag for strukturell budsjettbalanse kan bli gjenstand for store revisjoner, jf. figur 6.7. Figuren til venstre viser endringer i



Figur 6.7 Revisjoner av OECDs anslag for underliggende budsjettbalanse i offentlig forvaltning i 2007 og 2011. Prosent av trend-BNP¹

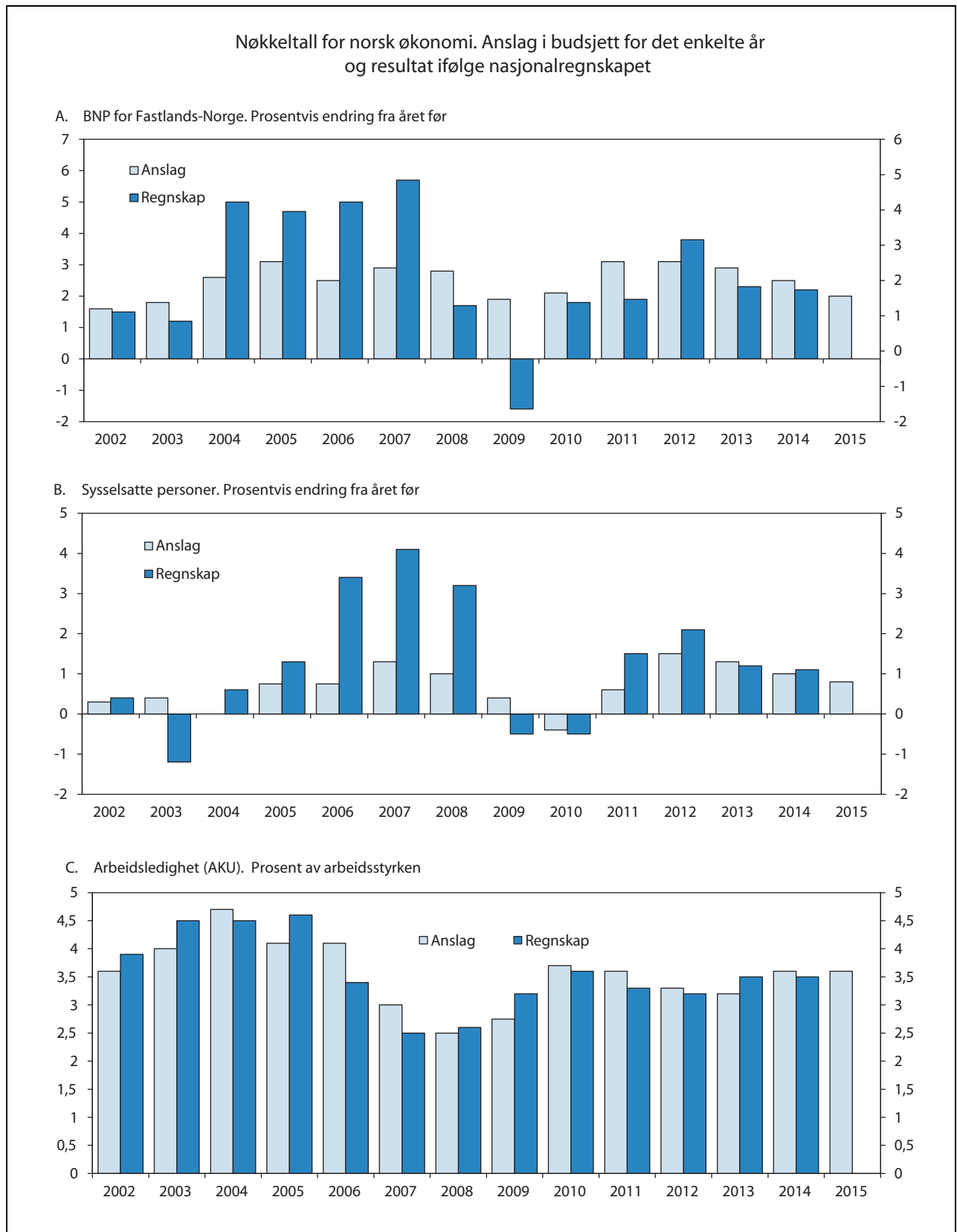
¹ Norge: Endring i nasjonalbudsjettens anslag for strukturelt, oljekorrigert budsjettunderskudd, i prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge.

Kilder: OECD og nasjonalbudsjettene for 2009, 2012 og 2015.

anslag for året 2007 for OECD-landene fra rett før konkursen i Lehman Brothers (anslag fra juni 2008) og fram til nå. Siden anslagene er gitt etter at budsjettåret er over, skyldes revisjonene for de fleste land endret oppfatning av hvor stor del av budsjettunderskuddet som var strukturelt og hvor stor del som kunne forklares med konjunkturelle forhold. I de fleste landene vurderes den strukturelle budsjettbalansen for 2007 å være vesentlig svakere nå enn anslått i 2008. Revisjonene er særlig store for de landene som ble hardest rammet av finanskrisen og den etterfølgende statsgjeldskrisen i eurolandene, men også blant de øvrige landene er endringer på mellom 1 og 2 pst. av BNP langt fra uvanlig. Dette illustrerer at det ikke er et særnorsk forhold at anslag for den strukturelle budsjettbalansen kan bli betydelig endret, dersom økonomien utvikler seg vesentlig annerledes enn forventet. Figuren til høyre viser anslag for året 2011 fra sommeren 2012 og fram til nå. Også anslagene for 2011 er blitt revidert, men revisjonene er gjennomgå-

ende noe mindre og er noe jevnere fordelt på opp- og nedjusteringer.

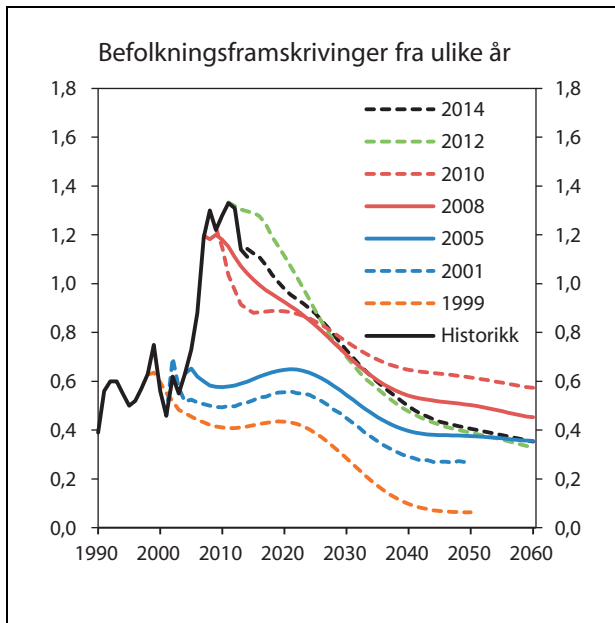
En interessant observasjon med utgangspunkt i figur 6.7 er at mens de aller fleste land har måttet oppjustere anslagene for sine strukturelle budsjettunderskudd etter finanskrisen, har justeringene i Norge stort sett gått i motsatt retning i denne perioden – den strukturelle budsjettbalansen er styrket (selv om dette ikke gjelder 2011, jf. figuren til høyre). Helt fra midten av det forrige tiåret og fram til høsten 2013 har revisjonen av norske budsjettall i hovedsak gått i retning av å bedre budsjettbalansen, ikke minst som følge av at anslag for strukturelle skatter er satt opp i flere omganger. Både størrelsen og retningen på revisjonene av de norske tallene må ses i lys av at norsk økonomi ikke på samme måte som andre land har vært utsatt for et kraftig og langvarig tilbakeslag, men derimot har dratt nytte av høye oljepriser og økt etterspørsel fra petroleumsvirksomheten. Flere andre råvarerike land som Australia, Canada og New Zealand har opplevd liknende forbedringer i



Figur 6.8 Nøkkeltall for norsk økonomi. Anslag i budsjettet for det enkelte år¹ og resultat ifølge Statistisk sentralbyrå

¹ Anslag gitt i nasjonalbudsjettene for 2002–2015, med unntak for budsjettårene 2002, 2006 og 2014 da det var regjeringsskifter høsten før og anslagene er hentet fra de tiltredende regjeringenes tilleggspolisjoner.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.



Figur 6.9 Prosentvis årlig befolkningsvekst i middelalternativet i ulike befolkningsframskrivninger fra Statistisk sentralbyrå

Kilder: Statistisk sentralbyrå.

budsjettbalansen. Ved et kraftig tilbakeslag vil imidlertid anslaget for strukturell balanse kunne bli vesentlig nedjustert også i Norge, jf. nærmere omtale i avsnitt 6.5.3 nedenfor.

En viktig årsak til at det strukturelle budsjettunderskuddet gjennomgående er blitt anslått lavere i ettertid enn i sanntid i de årene handlingsregelen har virket, er at norsk økonomi har vokst raskere enn ventet. Figur 6.8 sammenlikner anslagene for årlig vekst i BNP Fastlands-Norge, sysselsetting og arbeidsledighet i nasjonalbudsjettene for årene 2001–2015 med de siste tilgjengelige regnskapstallene.

I årene 2005–2008 og 2012 økte både BNP Fastlands-Norge og sysselsettingen mer enn forventet. Bedring i bytteforholdet mot utlandet, økende etterspørsel fra oljevirkomheten, en gjennomgående ekspansiv finanspolitikk og et tidvis svært lavt rentenivå er faktorer som har bidratt til den sterke veksten i norsk økonomi. Stor etterspørsel etter arbeidskraft ble dekket gjennom økt innvandring. Den sterke befolkningsveksten var uventet, jf. figur 6.9 som viser utviklingen i Statistisk sentralbyrås befolkningsframskrivninger. Skatteinntektene økte raskere enn ventet, selv om de holdt seg forholdsvis stabile som andel av BNP for Fastlands-Norge. Gradvis ble en større andel av skatteinntektene vurdert å være strukturelle, og ikke konjunkturelle. Dermed ble også vurderingen av tidligere års bruk av oljeinntekter justert

ned. Det vises til nærmere drøfting av årsakene til revisjoner i det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet i vedlegg 2.

6.5 Finanspolitikken og konjunktursvingningene

Handlingsregelen er en langsiktig rettesnor for bruken av midler fra pensjonsfondet. Samtidig sier den at det må legges vekt på å jevne ut svingninger i økonomien, for å bidra til god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet. To mekanismer bidrar til dette. For det første legger regelen opp til at de automatiske stabilisatorene skal virke. For det andre åpner den for at budsjettpolitikken også aktivt kan benyttes til å stabilisere produksjon og sysselsetting. I perioder med høy ledighet kan en bruke mer enn forventet realavkastning av fondskapitalen for å stimulere produksjon og sysselsetting. Motsatt kan det være behov for å holde igjen i finanspolitikken i perioder med lav ledighet og høy aktivitet i økonomien.

Når vi skal vurdere om finanspolitikken siden 2001 har bidratt til å jevne ut svingninger i økonomien, står tre spørsmål sentralt:

- Var finanspolitikken som ble foreslått i de årlige budsjettene, tilpasset konjunktursituasjonen slik en da vurderte den?
- Var finanspolitikken slik det ser ut i ettertid tilpasset konjunktursituasjonen? Da tas det hensyn til at den realiserende budsjettbalansen kan ha blitt en annen enn den foreslåtte, fordi automatiske stabilisatorer har fått virke, og fordi finanspolitikken kan ha blitt justert i løpet av budsjettåret. Det tas også hensyn til at man vet mer om konjunktursituasjonen i ettertid enn i nåtid.
- Har finanspolitikken blitt påvirket av, eller bidratt til å forsterke, det langvarige etterspørselssjokket fra petroleumsvirkomheten?

Disse spørsmålene er tema for de tre neste avsnittene.

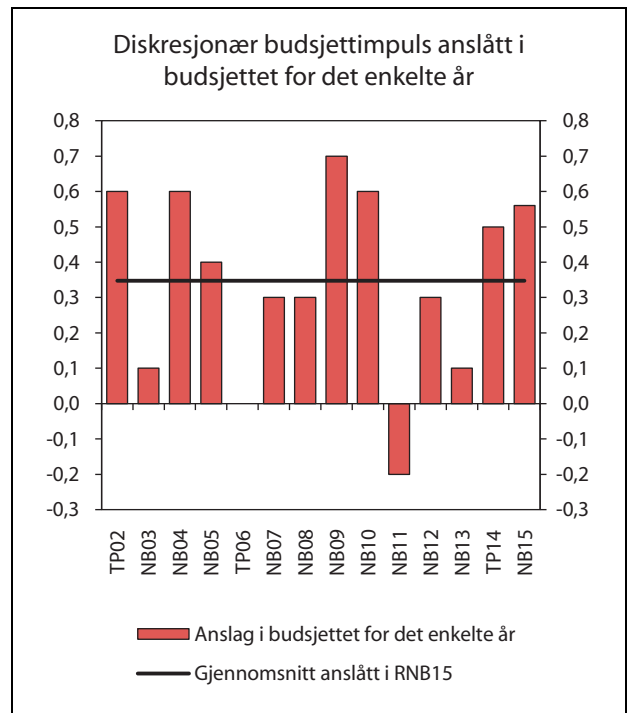
6.5.1 Var finanspolitikken ex ante tilpasset konjunktursituasjonen?

Endringen i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet fra ett år til det neste, målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge, brukes ofte som en indikator på hvor ekspansiv den diskresjonære budsjettpolitikken er lagt opp. Den er et grovt mål på endringer i samlet etterspørsel som skyldes endringer på offentlige budsjetter utenom

de automatiske stabilisatorene. Dette bidraget til samlet etterspørsel omtales gjerne som den finanspolitiske impulsen, og er en viktig indikator i arbeidet med et statsbudsjett. Anslagene i St.meld. nr. 29 (2000–2001) innebar at denne impulsen i gjennomsnitt ville bli på 0,3 prosentenheter fram til 2015, med noe høyere impuls de første årene. Handlingsregelen la dermed opp til en moderat ekspansiv finanspolitikk gjennom perioden sett under ett, men understreket samtidig at budsjettet for det enkelte året måtte tilpasses konjunktursituasjonen.

Figur 6.10 viser den finanspolitiske impulsen slik den ble anslått i nasjonalbudsjettene for de enkelte årene. Den planlagte impulsen i budsjettframleggene varierer fra -0,2 prosentenheter i Nasjonalbudsjettet 2011 til 0,7 prosentenheter i Nasjonalbudsjettet 2009. Bortsett fra i budsjettene for 2006 og 2011 ble det lagt opp til en positiv impuls i alle årene. Variasjonen virker ikke spesielt stor i lys av de svingningene vi faktisk har hatt i økonomien. Dette må ses i sammenheng med at de automatiske stabilisatorene i budsjettet er forholdsvis sterke i Norge, noe som reduserer behovet for diskresjonære tiltak i finanspolitikken, jf. omtalen av finanspolitikken ex post i avsnitt 6.5.2. Videre er det en klar tendens til at styrken i konjunktursvingningene har vært undervurdert i budsjettframleggene gjennom perioden 2002–2015, jf. figur 6.8. Dette kan ha trukket i retning av en mindre aktiv bruk av diskresjonære tiltak i finanspolitikken. I tillegg viser tidligere erfaringer at finanspolitikkenes evne til å finstyre konjunkturutviklingen har vært begrenset. Finanspolitikkenes rolle siden 2001 må også vurderes på bakgrunn av at pengepolitikken etter 2001 har fått et økt ansvar for å stabilisere konjunkturutviklingen i norsk økonomi. Endelig må en ta hensyn til at de tiltakene som ble gjennomført for å møte finanskrisens virkninger i 2009, ble lagt fram i en egen proposisjon etter at det opprinnelige budsjettet var vedtatt av Stortinget.

Handlingsregelen innebærer at bruken av oljepenger skal trappes opp om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland, samtidig som det skal legges vekt på å jevne ut svingninger i økonomien. I noen situasjoner vil det være nødvendig å veie de to målsettingene mot hverandre. Det kan være enklere å føre en ekspansiv finanspolitikk i en lavkonjunktur dersom bruken av oljepenger anslås å ligge *under* 4-prosentbanen enn dersom bruken ligger høyere enn denne banen. Tilsvarende kan det være enklere å føre en stram finanspolitikk i



Figur 6.10 Endring i strukturelt, oljekorrigert underskudd (budsjettimpuls) anslått i budsjettet for det enkelte år¹ og gjennomsnittlig endring slik den anslås i Revidert nasjonalbudsjett 2015. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

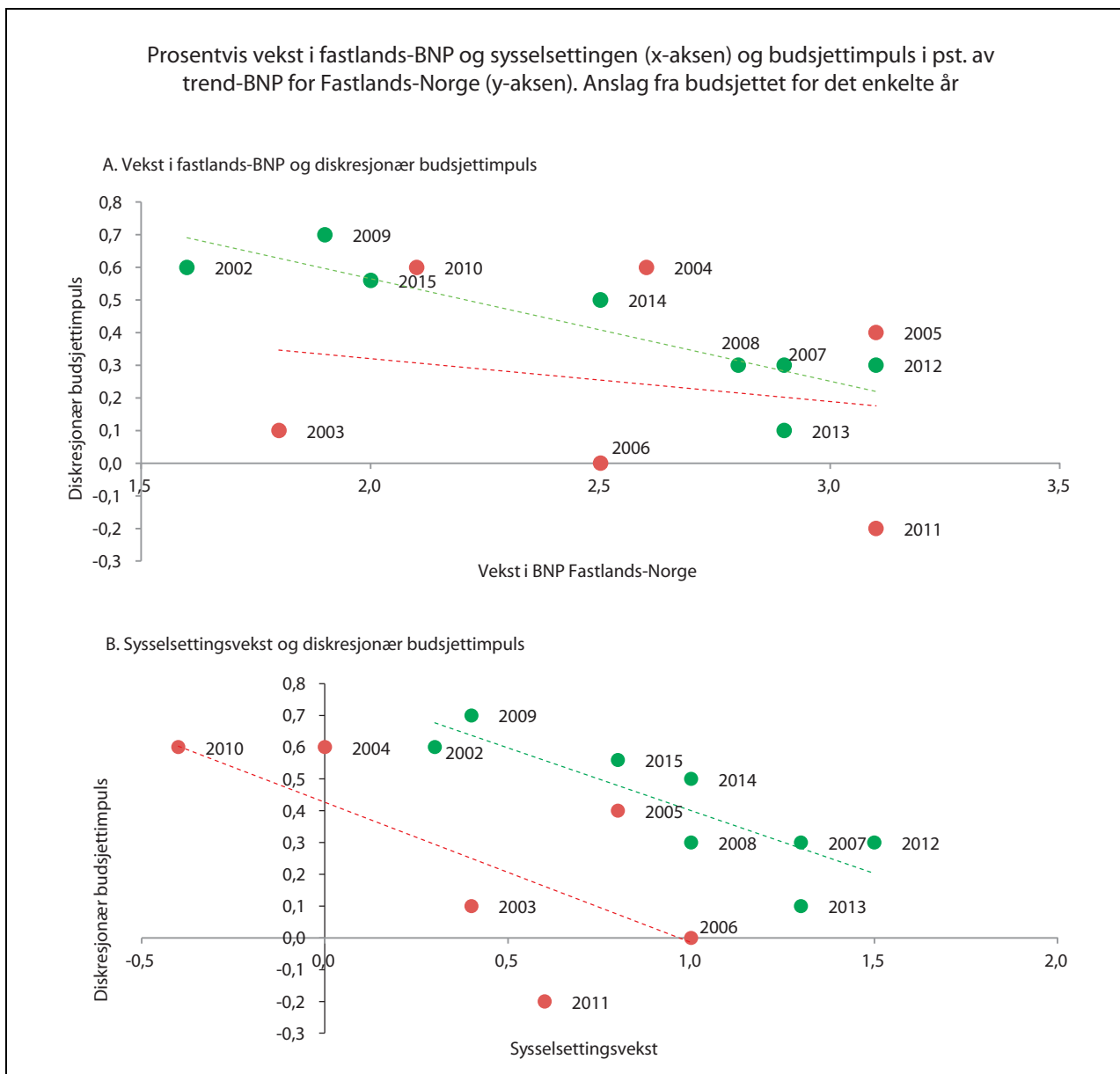
¹ Nasjonalbudsjettene for 2002–2015, med unntak av budsjettårene 2002, 2006 og 2014. Disse årene var det regjeringsskifter høsten før, og anslagene er hentet fra den tiltrædende regjeringens tilleggsproposisjon.

Kilde: Finansdepartementet.

en høykonjunktur, dersom bruken av oljepenger anslås å ligge *over* 4-prosentbanen.

Figur 6.11 viser budsjettimpulsen slik den ble foreslått i budsjettene fra 2002 til 2015, opp mot to indikatorer for konjunkturutviklingen; veksten i BNP for Fastlands-Norge og veksten i sysselsetting, slik disse ble anslått da budsjettet ble lagt fram. År hvor bruken av oljepenger ble anslått å ligge *under* 4-prosentbanen er markert i grønt, mens år hvor bruken av oljepenger ble anslått å ligge *over* 4-prosentbanen er markert i rødt.

De to diagrammene antyder at det er en sterkere negativ samvariasjon mellom impuls og anslått vekst i de årene hvor oljepengebruken ble anslått å ligge *under* 4-prosentbanen. I slike år har budsjettimpulsen gjennomgående vært større i år med svak konjunkturutvikling enn når bruken av oljeinntekter ligger over 4-prosentbanen. Dette er godt i tråd med gjennomgangen av hvordan budsjettpolitikken de enkelte år har vært begrunnet, jf. kapittel 4.



Figur 6.11 Prosentvis vekst i fastlands-BNP og sysselsettingen (x-aksen) og diskresjonær budsjetimpuls¹ i pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge (y-aksen). Anslag fra budsjettet for det enkelte år²

¹ Diskresjonær budsjetimpuls er definert som endringen i det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet, målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge.

² Røde merker angir at bruken av oljeinntekter ligger over 4-prosentbanen, mens grønne merker angir at bruken ligger under eller på banen.

Kilde: Nasjonalbudsjettene for 2002–2015, med unntak av budsjettårene 2002, 2006 og 2014. Disse årene var det regjeringsskifter høsten før, og anslagene er hentet fra den tiltredende regjeringens tilleggsproposisjon.

I de årene hvor oljepengebruken lå *over* 4-prosentbanen er det vanskeligere å se noe mønster som kan støtte en hypotese om at den diskresjonære finanspolitikken var motsyklisk. Det kan skyldes at det i disse årene har blitt lagt større vekt på å vende tilbake til banen, jf. omtalen i kapittel 4. Med andre ord, i slike år ble det lagt mindre vekt på å jevne ut svingninger i økonomien gjennom aktiv bruk av finanspolitikken.

6.5.2 Har finanspolitikken ex post vært tilpasset konjunktursituasjonen?

De fleste år blir både den realisererte økonomiske utviklingen og budsjettbalansen annerledes enn prognosene som legges til grunn i budsjettet. Endringer i budsjettbalansen kan både skyldes aktive politiske vedtak om endringer i finanspolitikken og at inntekter og utgifter utvikler seg

annerledes gjennom budsjettåret enn ventet. Omfattende endringer i finanspolitikken har vært sjeldne, med tiltakspakken mot finanskrisen i 2009 som unntaket. Det er derimot regelen, snarere enn unntaket, at mange inntekts- og utgiftsposter ender opp annerledes enn budsjettet. En grunn til dette er at skatteinntektene avhenger av konjunktursituasjonen. Når den økonomiske utviklingen ikke blir som forventet, blir heller ikke skatteinntektene som budsjettet. I ettertid viser det seg derfor som regel at budsjettimpulsen ble annerledes enn den ble anslått i sanntid.

Finanspolitikken påvirker aktivitetsnivået i økonomien gjennom flere kanaler. På kort sikt er det vanlig å anta at den viktigste virkningen kommer gjennom endringer i samlet etterspørsel. Finanspolitikken øker samlet etterspørsel enten ved at utgiftene på budsjettet vokser raskere enn resten av fastlandsøkonomien, eller ved at inntektene vokser langsommere. I det siste tilfellet øker etterspørselen fordi husholdninger eller bedrifter betaler mindre i skatt, og dermed beholder en større del av inntektene sine – noe som igjen kan finansiere økt privat konsum eller investeringer. Det er ikke noen klar konsensus i økonomifaget om hvor sterk denne kortsiktige etterspørselsvirkningen er, jf. drøftingen av multiplikatoreffekter av finanspolitikken i kapittel 5. Virkningen vil bl.a. avhenge av konsumtilbøyeligheten til husholdningene, av om det er store etterspørselslekasjer til utlandet – altså graden av åpenhet i økonomien – og av graden av ledig kapasitet i økonomien. Etterspørselsvirkningen avhenger også av hvilke inntekts- eller utgiftsposter på budsjettet som endres. Responsen i pengepolitikken og eventuelle endringer i rente eller valutakurs vil også ha stor betydning for hvordan finanspolitiske tiltak virker.

På lengre sikt bestemmes den økonomiske aktiviteten i større grad av tilbudssideforhold, dvs. tilgangen på arbeidskraft og realkapital, og teknologiske framskritt. Disse påvirkes også av finanspolitikken: Skatter og avgifter kan gi vridninger i tilpasningen i ulike markeder som demper økonomiens vekstevne, og stønader og subsidier kan også påvirke aktørenes insentiver.

Når en i ettertid skal evaluere finanspolitikken bidrag til å stabilisere den økonomiske utviklingen på kort sikt, er en primært opptatt av etterspørselsvirkningene. Da må det også tas hensyn til at budsjettimpulsen, det tradisjonelle målet på hvor ekspansiv finanspolitikken er, bare fanger opp den *diskresjonære* delen av finanspolitikken. Finanspolitikken bidrar imidlertid til å stabilisere

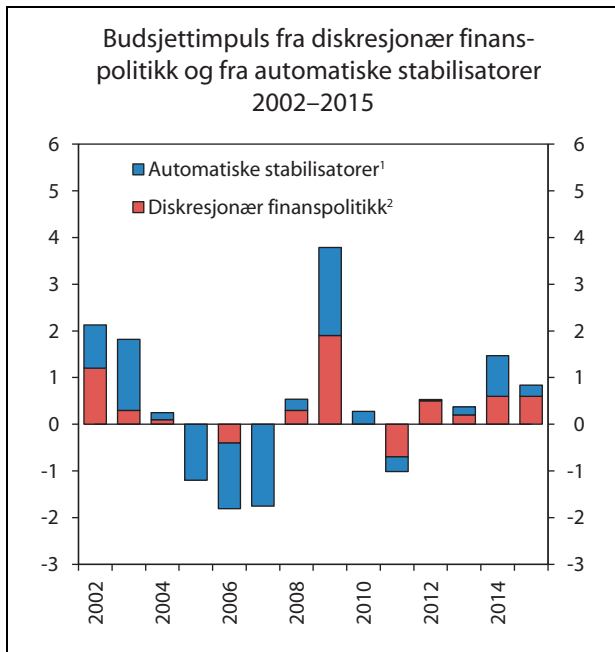
den økonomiske utviklingen både gjennom diskresjonære tiltak og gjennom de *automatiske stabilisatorene*. Et mål på etterspørselsvirkningene av finanspolitikken *ex post* må ha med begge disse elementene, jf. Blanchard (1990). I velferdsstater som de nordiske er innslaget av automatisk stabilisering stort, ved at om lag halvparten av et inntektsbortfall i privat sektor motvirkes av lavere skatter og høyere ledighetstrygd, jf. figur 5.1 i kapittel 5.

Et mål på de automatiske stabilisatorene er endringene i aktivitetskorreksjonene fra ett år til det neste, målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Disse aktivitetskorreksjonene anslår hvor mye skatteinntektene avviker fra normalnivåer på grunn av forbigående, konjunkturrelle svingninger, jf. vedlegg 2.

Figur 6.12 viser det nåværende anslaget for de automatiske stabilisatorene lagt til den tradisjonelle budsjettindikatoren. I de første årene ga finanspolitikken forholdsvis sterke ekspansive etterspørselsimpulser i lavkonjunkturen etter at dot.com-boblen sprakk. Disse ble etter hvert snudd til like sterke kontraktive impulser i årene før finanskrisen. Under finanskrisen ble finanspolitikken raskt svært ekspansiv. Det er imidlertid verdt å merke seg at en i ettertid vurderer betydningen av de automatiske stabilisatorene som omtrent like viktig som den diskresjonære finanspolitikken i 2009. Som beskrevet i kapittel 4, ble finanspolitikken deretter strammet til, mens vi de siste årene har hatt en moderat ekspansiv finanspolitikk.

Gjennom hele perioden vurderes den diskresjonære politikken å ha dratt i samme retning som de automatiske stabilisatorene. Denne vurderingen bygger på anslag for skatteinntektenes strukturelle nivå, og disse anslagene er usikre. En kan imidlertid være forholdsvis sikker på at den diskresjonære politikken ikke har motvirket de automatiske stabilisatorene i særlig grad. Dette understøtter bildet av at også den diskresjonære delen av finanspolitikken har vært tilpasset konjunkturførløpet.

2009 er det eneste året med fall i BNP for Fastlands-Norge. Det er samtidig det året finanspolitikken vurdert ut fra figur 6.12 er mest ekspansiv. I årene 2004–2007 var det omvendt – da var veksten i BNP for Fastlands-Norge særlig sterk, og i tre av disse årene bidro den finanspolitiske impulsen kontraktivt. Dette gir et bilde av finanspolitiske bidrag til å dempe svingningene i økonomien.



Figur 6.12 Budsjettimpuls fra diskresjonær finanspolitikk og fra automatiske stabilisatorer 2002–2015. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

¹ Endring i aktivitetskorreksjoner.

² Endring i strukturert, oljekorrigert budsjettunderskudd.

Kilde: Revidert nasjonalbudsjett 2015.

Figur 6.13 viser hvordan den samlede finanspolitiske impulsen – både diskresjonære endringer og automatiske stabilisatorer – samvarierer med den årlige veksten i henholdsvis BNP for Fastlands-Norge og sysselsetting. En kan observere en tendens til at finanspolitikken har vært mer ekspansiv i år med svake konjunkturer og lav sysselsettingsvekst, og mer kontraktiv i år med sterke konjunkturer og høy sysselsettingsvekst. Denne tendensen tydeliggjøres spesielt av finanspolitikkenes ekspansive dreining i 2009, som både skyldes diskresjonær politikk og kraftige utslag i de automatiske stabilisatorene. I år med lav sysselsettingsvekst har ofte impulsen fra de automatiske stabilisatorene vært kraftig ekspansiv, det gjelder bl.a. 2002 og 2003, i tillegg til 2009, jf. figur 6.12. Tilsvarende har de automatiske stabilisatorene gitt kraftig negative impulser i noen av årene med sterk sysselsettingsvekst, bl.a. 2006 og 2007. Det skyldes at mange av skatteinntektene henger nært sammen med sysselsettingen. Når sysselsettingen øker, øker normalt skatteinntektene, men de økte skatteinntektene betraktes som konjunkturelle. Dermed endres aktivitetskorreksjonene, og de konjunkturelle skatteinntektene blir ikke brukt til å øke utgiftene på budsjettet. De automatiske stabilisatorene trekker

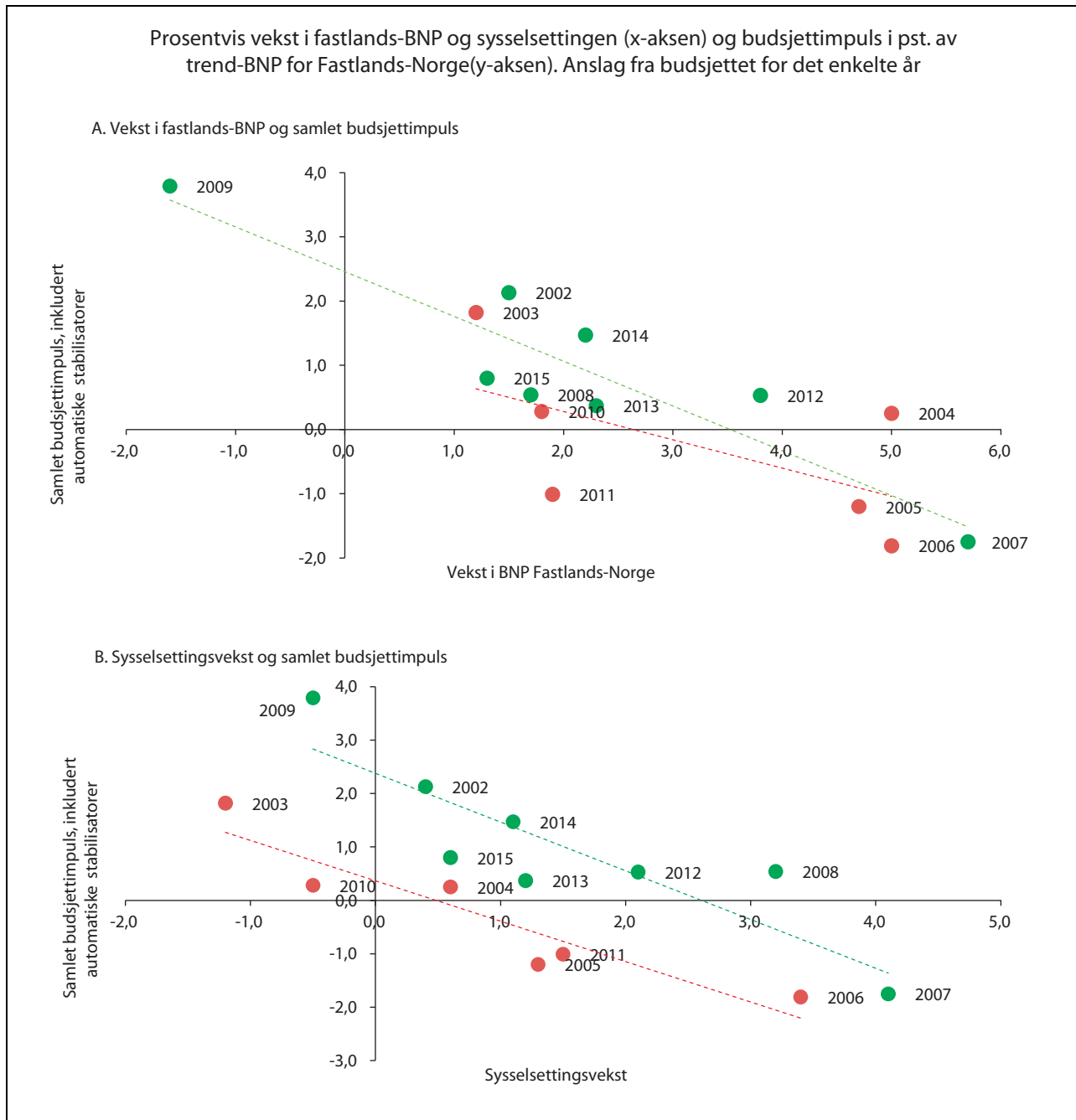
således budsjettimpulsen i kontraktiv retning. Sammenliknet med figur 6.11 ser vi tydelig hvordan konjunktursvingningene er blitt vesentlig større enn anslått ex ante. Det gjør at de automatiske stabilisatorene også har fått større utslag enn ventet.

På samme måte som i figur 6.11, er det også et tydelig mønster i figur 6.13 at i år hvor bruken av oljeinntekter har ligget under 4-prosentbanen (grønne prikker), har budsjettimpulsen gjennomgående vært større enn i år hvor bruken av oljeinntekter har ligget over 4-prosentbanen (røde prikker) – når en tar hensyn til konjunktursituasjonen.

Etterspørselsvirkningene av finanspolitikken avhenger av flere forhold. Ulike budsjettposter har ulik virkning, bl.a. kan virkningen på samlet etterspørselen av endringer i skatter avvike fra virkningene av endringer i ulike former for offentlig konsum være svært ulik. Betydningen av at skattene fungerer som en automatisk stabilisator kan være svært ulik for ulike deler av økonomien. For eksempel vil virkningen for petroleumsrettet leverandørindustri være en annen enn for næringer som produserer varer og tjenester for privat forbruk på fastlandet. Videre er det de siste årene en erfaring fra mange land at virkningen av finanspolitikken avhenger av konjunktursituasjonen, og kan være sterkere i en lavkonjunktur enn i en høykonjunktur. I tillegg vil det være av betydning hva slags type sjokk økonomien blir utsatt for. For eksempel vil virkningene av en oppgang i oljeprisen avhenge av om den skyldes økt tilbud av olje eller økt etterspørsel internasjonalt. En vurdering av finanspolitikken bør derfor gå nærmere inn på hvilke drivere som har preget konjunktur-bildet.

Figurene 6.11 og 6.13 gir et bilde av samvariasjon mellom budsjettimpuls på den ene siden og produksjon og sysselsetting på den annen, men sier ikke noe om hvilke forhold som har påvirket konjunkturerne i denne perioden. Figurene sier heller ikke noe om hvordan utgiftene har utviklet seg i forhold til inntektene. Budsjettimpulsen slik den er definert (strukturelt, oljekorrigert underskudd) kan for eksempel framstå som lav i en høykonjunktur dersom de strukturelle skattene også øker kraftig. Den langvarige oljeboomen norsk økonomi har vært gjennom det siste tiåret kan være et eksempel på det.

En studie som vurderer de forskjellige delene av finanspolitikken opp mot ulike sjokk som har truffet norsk økonomi, er Bjørnland og Thorsrud (2015). De vurderer utviklingen i finanspolitikken ut fra en rekke indikatorer, bl.a. offentlige utgifter, sysselsetting, lønn og verdiskaping i offentlig for-



Figur 6.13 Prosentvis vekst i fastlands-BNP og sysselsettingen (x-aksen) og samlet budsjettimpuls¹ i pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge (y-aksen). Anslag fra Revidert nasjonalbudsjett 2015²

¹ Samlet budsjettimpuls er definert som summen av endringen i det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet og endringer i aktivitetskorreksjoner, begge deler målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge.

² Røde merker angir at bruken av oljeinntekter ligger over 4-prosentbanen, mens grønne merker angir at bruken ligger under eller på banen.

Kilde: Finansdepartementet.

valtning. De oppsummerer sin analyse med at oljeprissjokk utløser sterkere medsykliske utslag i finanspolitikken etter at handlingsregelen ble innført, enn i årene fra 1986–2000. Utslagene etter sjokk knyttet til endringer i etterspørsel fra utlandet er imidlertid mindre medsykliske. Den globale nedgangen i 2008–2009 er et eksempel på det.

6.5.3 Finanspolitikken og den langvarige oljeboomen

I etterkant av finanskrisen har det vært betydelig oppmerksomhet om at økonomiene kan være utsatt for større og mer langvarige sykliske bevegelser enn tradisjonelle konjunktursvingninger.

Borio m.fl. (2013) knytter dette særlig til finansielle utviklingstrekk med ubalanser i gjeld og formuespriser, som bygger seg opp over lang tid, og som gir kraftige tilbakeslag når boblen sprekker. Dette samsvarer godt med Reinhart og Rogoff (2009), som peker på at tilbakeslag etter systemiske finanskriser gjennomgående blir vesentlig dypere og mer langvarige enn andre tilbakeslag.

For Norge kan oljevirkksomheten og arbeidsinnvandring fra EØS-området ha gitt opphav til sykliske bevegelser i etterspørsel og produksjon med varighet tilvarende flere valgperioder. Økt aktivitet i økonomien som følge av høye oljepriser, økende oljeaktivitet og stor arbeidsinnvandring har gitt økte skatteinntekter, men samtidig også økte offentlige utgifter for å levere velferdstjenester til en større befolkning. Hvis og når dette reverseres, er det en fare for at en i ettertid vil vurdere de strukturelle skatteinntektene som lavere enn det som nå legges til grunn. Dermed vil anslaget for den underliggende bruken av oljeinntekter måtte heves. Isolert sett vil det bety at de langsiktige finanspolitiske utfordringene er større enn lagt til grunn i perspektivmeldinger og nasjonalbudsjett.

Det er liten tvil om at oljevirkksomheten har gitt viktige impulser inn i fastlandsøkonomien i de årene handlingsregelen har virket – og for så vidt i hele perioden etter 1970. Dette er en viktig grunn til at den økonomiske veksten er blitt sterkere enn det en så for seg i St.meld. 29 (2000–2001). Framover kan vi ikke forvente samme drahjelp fra oljesektoren, selv om vi må regne med at den i lang tid vil være viktig for norsk økonomi. Denne problemstillingen er nærmere drøftet i kapittel 8 om utfordringer for norsk økonomi på mellomlang sikt. Den reiser imidlertid to spørsmål om utformingen av finanspolitikken siden 2001. For det første: Er anslaget for strukturelle skatteinntekter påvirket av den langvarige oppgangen i oljesektoren i disse årene? Og for det andre: Har finanspolitikken forsterket en langvarig, oljedrevet høykonjunktur?

Er anslaget for strukturelle skatter trukket opp av oljeboomen?

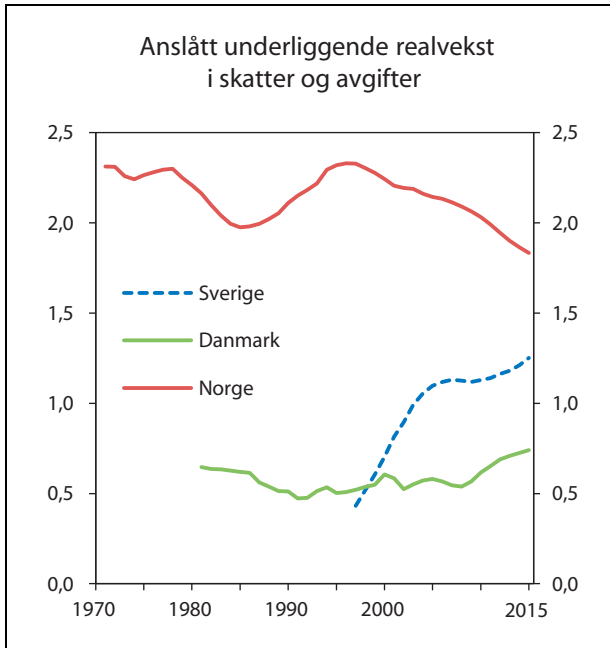
Figur 6.14 viser den underliggende realveksten i samlede skatter og avgifter fra fastlandsøkonomien, slik den ble anslått i Revidert nasjonalbudsjett 2015. De siste 40 årene har den underliggende realveksten i samlede skatter og avgifter fra fastlandsøkonomien holdt seg forholdsvis stabil i området 2–2½ pst. per år. Veksten tok seg litt opp utover på 1990-tallet etter skattereformen

i 1992, bl.a. drevet av økte foretaksskatter. Siden midt på 1990-tallet har imidlertid den underliggende realveksten avtatt, og den anslås nå til under 2 pst. årlig. Anslaget er dermed ikke spesielt høyt i et historisk perspektiv. Veksten er imidlertid klart høyere enn i for eksempel Sverige og Danmark, som er blitt vesentlig sterkere rammet av den svake utviklingen i Europa de siste årene. Dersom norsk økonomi utvikler seg som antatt i framskrivningene i Nasjonalbudsjettet 2015, vil den underliggende skatteveksten avta litt i årene framover. Dette må ses i sammenheng med antatt lavere økonomisk vekst enn i de siste tiårene.

Anslagene for strukturelle skatter er ikke basert kun på historiske tall, men også på framskrivinger av norsk økonomi. I disse framskrivningene er det antatt at etterspørselen fra oljevirkksomheten vil avta i årene framover, selv om nedgangen fra 2016 til 2020 dempes av den planlagte utbyggingen av Johan Sverdrup-feltet. Det er lagt til grunn en langsiktig oljepris på 535 kroner per fat regnet i 2015-priser (tilsvarende knapt 70 dollar per fat med dollarkurs per medio juni), slik at deler av det bedre bytteforholdet overfor utlandet de siste årene reverseres. Også andre forhold i de mellomlangsiktige framskrivningene trekker ned veksten i skattegrunnlagene, og dermed også i skatteinntektene. Privat konsum ventes å følge inntektene, med en forholdsvis høy sparerate. Aldringen av befolkningen og lavere arbeidsinnvandring ventes å dempe veksten i arbeidsstyrken og sysselsettingen. Foretaksskattene ventes å følge utviklingen i BNP for Fastlands-Norge på et lavere nivå enn det vi har observert de siste årene. Samlet gir dette en gradvis avtakende vekst i strukturelle skatter og avgifter i årene framover.

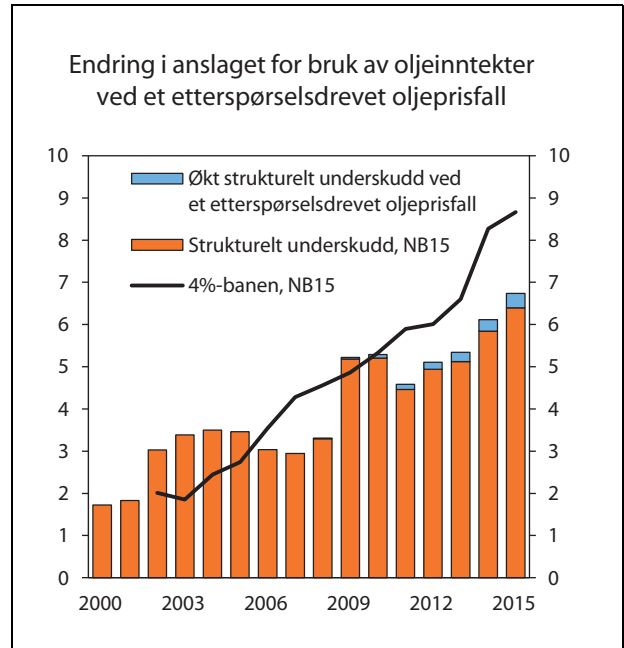
Kraftig fall i oljeprisen

Et oljeprisfall og et fall i etterspørselen fra petroleumsvirkksomheten kan komme bråere og bli større enn lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet 2015. Utviklingen i oljeprisen det siste året gir en påminnelse om dette. Også varig lave priser på andre viktige eksportprodukter eller et brått fall i innlandsk aktivitet, med tilhørende omslag i innvandring, boligpriser og gjeld, kan endre utsiktene for økonomien i lang tid framover. Som omtalt i kapittel 8, vil en måtte forvente at en varig lavere oljepris kan få store negative konsekvenser for den petroleumsrelaterte omsetningen i bedriftene som leverer til oljevirkksomheten. Konsekvensene



Figur 6.14 Anslått underliggende vekst i skatter og avgifter i Norge, Sverige og Danmark. Prosentvis realvekst fra året før

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 6.15 Strukturelt, oljekorrigert underskudd i et alternativ med lav oljepris. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Nasjonalbudsjettet 2015, Holden III-utvalget og egne beregninger.

for økonomien av lave oljepriser er analysert bl.a. i Holden III-utvalgets rapport (som bygger på bl.a. Cappelen, Eika og Prestmo, (2013)) og Bjørnland og Thorsrud (2014).

Cappelen, Eika og Prestmo analyserer et alternativ med et etterspørselsdrevet oljeprisfall fra 94 til 40 dollar per fat. Denne meget kraftige nedgangen i beregningene er forbigående, og prisen antas å stige til 60 dollar fra 2016 og deretter forbli på dette nivået. Prisfallet fører til redusert aktivitet i petroleumsnæringen. I tillegg rammes norsk fastlandsøkonomi av lavere internasjonal etterspørsel. I modellberegningen vokser reallønnen de første fem årene rundt 1 prosentenhet langsommere per år enn i referansebanen, slik at reallønnsnivået i 2020 er 5 pst. lavere enn hvis oljeprisen ikke hadde falt. Nedgangen fortsetter i de påfølgende årene. Kronekursen svekkes vesentlig, noe som også bidrar til å bedre den kostnadsmessige konkurranseevnen.

Også Bjørnland og Thorsrud (2014) finner at et oljeprisfall kan gi sterke negative effekter på norsk økonomi. Et fall i oljeprisen på 25 pst. som har sin bakgrunn i lavere internasjonal etterspørsel, anslås å redusere BNP, sysselsetting, lønn og investeringer i norsk fastlandsøkonomi med om lag 2 pst. innenfor en tidshorisont på to år. Investeringene faller enda mer, opptil 6 prosent.

Figur 6.15 viser hvordan anslagene for det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet i Nasjonalbudsjettet 2015 endres dersom en bruker det etterspørselsdrevne oljeprisfallet fra Cappelen, Eika og Prestmo (2013) som grunnlag for framskrivningen av de strukturelle skatteinntektene mv. Forløpet for norsk økonomi i disse beregningene medfører at trendene for sysselsetting og etterspørsel blir svakere, samtidig som arbeidsledigheten blir liggende på et høyere nivå i lang tid framover. For 2015 bidrar endringene i trendene til å øke det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet med om lag 0,3 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge. Lenger fram i tid blir endringen større, og i 2020 anslås utslaget å tilsvare 0,7 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge.

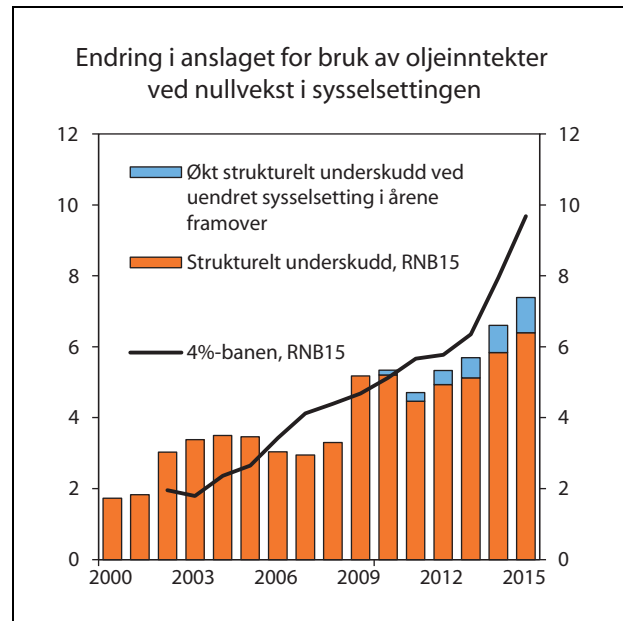
Både Cappelen, Eika og Prestmo (2013) og Bjørnland og Thorsrud (2014) finner at virkningene på norsk økonomi blir vesentlig svakere dersom oljeprisnedgangen skyldes økt tilbud av olje, og ikke lavere etterspørsel etter olje. Et tilbuds sjokk vil isolert sett trekke opp veksten internasjonalt, noe som i neste omgang gir økt etterspørsel tradisjonelle norske eksportvarer. Dette demper konsekvensene av nedgangen i oljenæringen. Således viser slike studier hvor viktig det er å skille mellom disse to impulsene i en vurdering av de makroøkonomiske konsekvensene for Norge.

Nullvekst i sysselsettingen fram til 2020

En annen måte å illustrere usikkerheten om nivået på underliggende skatter på, er ved å vurdere konsekvensene av et forløp med nullvekst i sysselsettingen framover. Et slikt alternativ ble presentert i Nasjonalbudsjettet 2013 og oppdatert i Revidert nasjonalbudsjett 2015. Finansdepartementets referanseforløp for de underliggende skattene bygger på en makroøkonomisk utvikling hvor sysselsettingen (normalårsverk) vokser med rundt 1 pst. per år. Den alternative beregningen tar utgangspunkt i at sysselsettingen ikke vokser fra 2015 og fram til 2025. Dette er på linje med situasjonen på slutten av 1980-tallet og inn på 1990-tallet, da norsk økonomi gikk gjennom det sterkeste konjunkturtilbakeslaget i etterkrigstiden. Ved en slik utvikling blir den underliggende veksten i skatter og avgifter lavere. Nedjusteringen øker utover i banen, og i 2020 tilsvarende den vel 2 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge. Men allerede i 2015 er nedjusteringen på rundt 1 pst. av trend-BNP, tilsvarende over 25 mrd. kroner. Anslagsendringene har også konsekvenser for vurderingen av historien bakover i tid. Trendene i skattegrunnlagene skifter nedover slik at en større del av skatteinntektene de siste årene må tolkes som konjunkturelle, og ikke strukturelle. Det innebærer at anslaget for det strukturelle underskuddet ikke bare øker for inneværende og kommende år, men også for den nære fortiden.

I figur 6.16 er nedgangen i strukturelle skatter i lavalternativet lagt til det strukturelle underskuddet slik dette er anslått i Revidert nasjonalbudsjett 2015. Figuren illustrerer at dersom norsk økonomi utvikler seg annerledes framover enn lagt til grunn i budsjettet, vil det ha betydning for vurderingen av størrelsen på det strukturelle underskuddet ikke bare i år og i årene framover, men også for de siste historiske årene. De blå søylene viser at konsekvensene for anslagene for det strukturelle underskuddet av nullvekst i sysselsettingen en periode framover er betydelige sammenliknet med det anslåtte rommet opp til 4-prosentbanen. Skulle norsk økonomi gå inn i periode med langvarig svak vekst, vil rommet for videre innfasing av oljeinntekter etter hvert framstå som vesentlig mindre enn det vi ser for oss i dag.

Dersom vi opplever et kraftig tilbakeslag som vurderes å være av varig karakter, og det dermed viser seg at det strukturelle underskuddet er undervurdert, har dette to konsekvenser. For det første har vi brukt mer oljepenger enn vi trodde, og over tid risikerer vi å tappe av selve hovedstolen i pensjonsfondet. For det andre kan det innebære



Figur 6.16 Strukturelt, oljekorrigert budsjettunderskudd i et alternativ med nullvekst i sysselsettingen i årene framover. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Revidert nasjonalbudsjett 2015.

at finanspolitikken må strammes inn for å komme tilbake til 4-prosentbanen, selv om risikoen for dette ikke er så stor så lenge bruken av oljeinntekter ligger vesentlig under 4-prosentbanen.

Har finanspolitikken forsterket oljeboomen?

Den ekspansive finanspolitikken i årene etter 2001 henger sammen med oljeboomen på to måter: For det første har statens netto kontantstrøm fra oljevirksomheten økt fordi oljeprisen har vært høy og fordi petroleumsproduksjonen har økt. Det har ført til at kapitalen i Statens pensjonsfond utland har økt og til at 4-prosentbanen har blitt hevet. For det andre har skatteinntektene økt, siden oljeaktiviteten gir økt økonomisk aktivitet og en større økonomi. Siden den økte aktiviteten på sokkelen har vart lenger enn en vanlig konjunktursykel, har andelen av disse inntektene som vurderes som strukturelle, blitt justert opp. Dermed har det også blitt mulig å øke utgiftssiden på budsjettet tilsvarende.

Handlingsregelen, slik den ble presentert i St.meld. 29, la opp til en moderat ekspansiv finanspolitikk etter hvert som oljepengene gradvis ble tatt inn i statsbudsjettet. På begynnelsen av 2000-tallet utgjorde fondet omkring 50 prosent av norsk BNP. En bruk av oljepenger tilsvarende 4 pst. av fondets verdi tilsvarte da rundt 2 pst. av BNP i fastlandsøkonomien. I dag utgjør fondet

mer enn to ganger BNP i fastlandsøkonomien, og 4-prosentregelen, om den hadde blitt anvendt mekanisk, tilsvarer i 2015 en bruk av oljepenger på 9,7 pst. av BNP i fastlandsøkonomien.

Målt som andel av BNP for Fastlands-Norge har bruken av oljeinntekter blitt trappet opp om lag som man så for seg i 2001, jf. avsnitt 6.1. BNP for Fastlands-Norge er imidlertid blitt over 35 pst. høyere enn anslått i 2001, målt i løpende priser. Samtidig er oljepengebruken, målt i kroner, blitt grovt regnet 40 pst. høyere enn man forutså i 2001. Denne ekstraøkningen skyldes dels at Statens pensjonsfond utland har fått større tilførsler, som igjen skyldes høye oljepriser og økt oljeproduksjon, og dels den høye avkastningen i fondet de siste to årene. Siden fastlandsøkonomien har vokst om lag like mye, har etterspørselsimpulsene, målt som andel av BNP for Fastlands-Norge, likevel blitt om lag like sterke som anslått i St.meld. 29 (2000–2001).

Eika og Martinussen (2013) har analysert betydningen av etterspørselen fra oljevirkksomheten og den ekspansive finanspolitikken for utviklingen i norsk økonomi i årene 2003 til 2012. I disse årene vokste BNP for Fastlands-Norge med noe over 30 pst., målt i faste priser. Eika og Martinussen finner at om lag en tiendedel av veksten gjennom disse årene kan tilskrives økt etterspørsel fra oljevirkksomheten, og at økt bruk av oljepenger står for nesten like mye. Sammenliknet med en kontrafaktisk utvikling hvor bruken av oljepenger holdes uendret målt i faste priser på nivået i 2002, har finanspolitikken trukket BNP Fastlands-Norge opp med 2,6 pst., og økt sysselsettingen med vel 50 000 personer i årene fram til 2012.

Bjørnland og Thorsrud (2015) peker på at finanspolitikken er blitt mer påvirket av oljeprisen etter at handlingsregelen ble innført. Når høyere oljepris fører til at statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten øker, avleirer dette seg som større verdier i statens pensjonsfond og gir dermed varig større rom for å bruke oljeinntekter over statsbudsjettet. Dette følger direkte av at handlingsregelen etablerer en sammenheng mellom bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet og den akkumulerte kontantstrømmen fra oljevirkksomheten. I samsvar med dette er det ikke overraskende at offentlig konsum, sysselsetting og lønn stiger, eller skattene reduseres, i perioder med høy eller økende oljepris.

I de årene handlingsregelen har virket, har fondet økt raskere enn ventet, bl.a. som følge av høye oljepriser. Dette har gitt rom for at oljepengebruken i 2015 er blitt høyere enn lagt til grunn i

St.meld. 29. Der ble det antatt at oljepengebruken ville øke fra 34 mrd. 2015-kroner i 2001, til 119 mrd. i 2015. I dag anslås oljepengebruken i 2015 til 169 mrd. 2015-kroner, altså over 40 pst. høyere enn ventet. Med andre ord: De uventet høye oljeinntektene staten fikk etter 2001 førte til en noe sterkere etterspørselsimpuls fra offentlige budsjetter for disse årene, sett under ett. Dette falt sammen med økt aktivitet i oljenæringen, og er dermed en av drivkreftene bak den langvarige konjunkturoppgangen disse årene. Den viktigste grunnen til at finanspolitikken forsterket oljeboomen var imidlertid ikke oljeprisoppgangen. Handlingsregelen ville gitt en ekspansiv finanspolitikk også dersom oljeprisen hadde vært uendret etter 2001. Dette ser vi av figur 6.4E og F som viser at bruken av oljeinntekter var planlagt å øke markert også uten noen økning i oljeprisen.

Hadde bruken av oljeinntekter økt noe langsommere, ville vi i dag hatt større avstand opp til 4-prosentbanen. Det hadde økt det gjenværende rommet for innfasing av oljeinntekter, og dermed gitt grunnlag for litt større budsjettimpulser framover. I årene før finanskrisen ble veksten i fastlandsøkonomien undervurdert i de årlige budsjettdokumentene, jf. figur 6.8. Sett i ettertid, når vi vet hvor sterke etterspørselsimpulsene fra oljevirkksomheten faktisk har vært, kan det argumenteres for at norsk økonomi hadde trengt impulsene fra finanspolitikken bedre når etterspørselen fra oljenæringen gradvis vil gå ned, enn i de årene der oljeaktiviteten ga sterke ringvirkninger til fastlandsøkonomien.

Det er for øvrig ikke bare inntektssiden på offentlige budsjetter som har blitt løftet av den relativt høye økonomiske veksten. Stor arbeidsinnvandring har bidratt til sterk vekst i befolkningen. Sammen med høy lønnsvekst har dette gitt et økt utgiftsbehov bl.a. til helse, skole, samferdsel og offentlige administrasjon. Dersom en ikke hadde kompensert for høyere vekst i befolkning og lønninger, ville tilbudet av velferdstjenester blitt reelt sett dårligere for den enkelte bruker.

6.6 Oppsummering og utvalgets vurderinger

Handlingsregelen og pensjonsfondet har hatt avgjørende betydning for Norges forvaltning av oljeinntektene. Da handlingsregelen ble lagt fram 2001, ga den et forholdsvis enkelt og intuitivt svar på hvordan man skulle håndtere den kraftige økningen i Statens pensjonsfond utland (den gang Statens petroleumsfond). Handlingsregelen har

som siktemål å oppnå en stabil utvikling i norsk økonomi både på kort og lang sikt, og ikke bare kortsiktig stabilitet som i de tidligere finanspolitiske retningslinjene. Vektleggingen av hensynet til framtidige generasjoner ga finanspolitikken en form for moralsk forankring som trolig har gjort det politisk lettere å argumentere for en bærekraftig bruk av oljeinntekter.

Funksjonen som politisk rettesnor forutsetter at regelen er enkel å kommunisere. Skal finanspolitiske regler være nyttige for politiske beslutningstakere, må de være enkle og forståelige – ellers vil de vanskelig kunne spille noen rolle for å begrunne et finanspolitisk opplegg. En regel kan vanskelig utformes slik at den dekker over alle eventualiteter. Fjorten års erfaring viser at handlingsregelen gir rom for fleksibilitet, ved at bruken av oljeinntekter ikke mekanisk har fulgt 4 pst. av fondskapitalen. Dette rommet for skjønnsutøvelse har antagelig vært en styrke ved regelen.

Siden 2001 har verdiskapingen i fastlandsøkonomien blitt betydelig større enn lagt til grunn i St.meld. nr. 29. Høy oljepris og vesentlig sterkere vekst i etterspørselen fra oljevirkksomheten enn antatt har forplantet seg inn i fastlandsøkonomien og gitt sterk vekst i sysselsettingen og høy reallønnsvekst. Oppgangen i sysselsettingen hadde ikke vært mulig uten et omfang på arbeidsinnvandring etter 2004 som få den gangen så for seg. Samtidig har den høye oljeprisen gitt større inntekter til Statens pensjonsfond og løftet 4-prosentbanen for forventet avkastning. Den høyere veksten i fastlandsøkonomien har vært i samme prosentvise størrelsesorden som oppjusteringen av 4-prosentbanen. Målt som andel av BNP for Fastlands-Norge har dermed bruken av oljeinntekter blitt om lag som anslått i St.meld. nr. 29 i 2001.

Gjennom perioden har anslagene for utviklingen i fondets framtidige verdi blitt revidert opp og ned en rekke ganger, avhengig av utviklingen i oljepris og petroleumsproduksjon, valutakurser og den realiserte avkastningen på fondets investeringer. Dette har gjort at vurderingen av det framtidige rommet for innfasing av oljeinntekter har endret seg, til dels betydelig. Mens en i Nasjonalbudsjettet 2004 anslo en topp i finansieringsbidraget på under 5 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge, anslås denne toppen til nesten 11 pst. av trend-BNP i Revidert nasjonalbudsjett 2015. Anslagene for det videre forløpet for 4-prosentbanen har således vist seg å være volatile.

Bruken av oljeinntekter måles ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet. Erfaringer både fra Norge og andre land viser at anslaget for

strukturell budsjettbalanse kan bli betydelig revidert i ettertid når mer informasjon om skatteinntang og konjunkturforløp foreligger. Anslagene kan også revideres dersom en danner seg et annet bilde av den framtidige utviklingen i økonomien. Avvikene mellom anslagene i sanntid og anslagene gitt i ettertid kan være betydelige.

To forhold gjør tallfesting av strukturell budsjettbalanse for Norge særlig vanskelig. For det første har den sterke oppgangen i aktiviteten i oljenæringen de siste 45 årene gitt en vedvarende impuls til vekst i økonomien som få andre land har opplevd. Vi står nå trolig ved et vendepunkt i denne utviklingen, men både styrken og farten i en slik reversering er usikre. For det andre har arbeidsinnvandringen til Norge vært svært stor etter utvidelsen av EU i 2004, drevet av sterk vekst i etterspørselen og gode inntektsmuligheter for innvandrere i Norge. Det er usikkert hvordan arbeidsinnvandringen vil utvikle seg framover. På begge disse områdene kan vi stå overfor langvarige svingninger som det er vanskelig å fange opp i anslag for strukturell budsjettbalanse. Skulle norsk økonomi gå inn i en periode med langvarig svak vekst, vil anslaget på det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet og bruken av oljepenger kunne bli justert opp, også for historiske år. Rommet for framtidig økt bruk av oljeinntekter vil bli tilsvarende mindre.

Har så finanspolitikken forsterket oljeboomen? Handlingsregelen, slik den ble presentert i St.meld. 29, la opp til en moderat ekspansiv finanspolitikk i takt med den forventede veksten i fondet. Perioden med opptrapping av oljepengebruken har falt sammen med markert oppgang i etterspørselen fra oljenæringen, og ekspansiv finanspolitikk ble dermed en viktig drivkraft bak den langvarige konjunkturoppgangen disse årene. Hadde man latt bruken av oljeinntekter øke noe langsommere, ville dette gitt litt svakere vekst i økonomien. Sett i ettertid, med den kunnskapen om norsk økonomi en har i dag, ville en kanskje ønsket å holde igjen på andre etterspørselskomponenter i de årene etterspørselen fra oljenæringen var som sterkest. En måte å holde igjen på, ville vært å føre en strammere finanspolitikk. Det hadde økt det gjenværende rommet for innfasing av oljeinntekter, og dermed gitt grunnlag for litt større budsjettimpulser framover. Norsk økonomi hadde trengt disse impulsene fra finanspolitikken bedre når oljeaktiviteten framover vil falle, enn i de årene der oljeaktiviteten ga sterke ringvirkninger til fastlandsøkonomien.

Det er for øvrig ikke bare inntektssiden på offentlige budsjetter som har blitt løftet av den

relativt høye økonomiske veksten. Stor arbeidsinnvandring har bidratt til sterk vekst i befolkningen. Sammen med høy lønnsvekst har dette gitt et økt utgiftsbehov bl.a. til helse, skole, samferdsel og offentlige administrasjon. Dersom en ikke hadde kompensert for høyere vekst i befolkning og lønninger, ville tilbudet av velferdstjenester blitt reelt sett dårligere for den enkelte bruker.

6.7 Referanser

- Bjørnland, Hilde C. and Leif Anders Thorsrud (2014): *What is the effect of an oil price decrease on the Norwegian economy?* Mimeo, BI.
- Bjørnland, Hilde C. and Leif Anders Thorsrud (2015): *Commodity prices and fiscal policy design: Procyclical despite a rule*, CAMP Working Paper 5/2015.
- Blanchard, Olivier J. (1990): *Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators*, OECD Economics Department Working Papers, No. 79, OECD Publishing.
- Borio, Claudio, Piti Disyatat og Mikael Juselius (2013): *Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle*, BIS Working Paper 404.
- Cappelen, Ådne, Torbjørn Eika og Joakim Blix Prestmo (2013): *Petroleumsvirksomhetens virkning på norsk økonomi og lønnsdannelse*, SSB Rapport 59/2013.
- Eika, Torbjørn og Marie Sneve Martinussen (2013): *Virkninger av økt etterspørsel fra petroleumsvirksomheten og økt bruk av oljepenger 2003–2012*, SSB Rapport 57/2013.
- Lie, Einar (2001): *Langsiktighet og styringsvikt i den økonomiske politikken*, i Den fragmenterte staten, redigert av Bent Sofus Tranøy og Øyvind Østerud, Makt- og demokratiutredningen 1998–2003, Gyldendal Norsk Forlag.
- Lie, Einar (2012): *Norsk økonomisk politikk etter 1905*, Universitetsforlaget, Oslo.
- Lie, Einar (2015): *Handlingsreglers politiske og historiske betydning*, vedlegg 1 til denne rapporten.
- Mork, Knut Anton (2013): *Etter oljen: Utfordringer for norsk økonomi*, CME Working Paper 2/13.
- Norges Bank (2012): *Dokumentasjon av enkelte beregninger til årstalen 2012*, Staff memo 2012/05.
- Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff (2009): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, New Jersey.

Kapittel 7

Langsiktige utfordringer for offentlige finanser

7.1 Innledning

Dette kapitlet drøfter følgende del av mandatet:

«Utfordringene for norsk økonomi og offentlige finanser har [...] endret seg siden 2001: [...]

- Det har vært sterk realvekst i offentlige utgifter de siste årene. Målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien utgjør disse utgiftene nå 59 pst. Samtidig er det sterkt press i retning av økte bevilgninger på mange områder, selv om det er store muligheter for å frigjøre økonomisk handlingsrom gjennom effektivisering.
- Selv med den reformen av pensjonssystemet som er gjennomført, trekker aldring av befolkningen i retning av høyere utgifter til pensjoner i tiårene framover. Sammen med økte utgifter til helse- og omsorgstjenester vil det utfordre bærekraften i offentlige finanser.»

Utvalget er bedt om å vurdere praktiseringen av retningslinjene for bruken av oljeinntekter bl.a. i lys av disse utfordringene.

Dagens politiske beslutninger kan ha betydning for den økonomiske utviklingen og utviklingen i offentlige finanser i tiår framover, og det kan ta lang tid før virkningene slår fullt ut. Den løpende gjennomføringen av den økonomiske politikken bør derfor bygge på kunnskap om behov og utfordringer som norsk økonomi vil stå overfor på noe lengre sikt. En sentral problemstilling i dette kapitlet er om dagens velferdsordninger kan opprettholdes i møte med forventede endringer, slik som aldringen av befolkningen og fallende oljeinntekter, eller om det behøves tiltak for å styrke inntektssiden eller redusere utgiftsiden i budsjettet. Kapitlet viser at svaret på dette spørsmålet bl.a. vil avhenge av utviklingen i arbeidsdelingen mellom privat og offentlig sektor for ulike typer tjenestetilbud. Kapitlet illustrerer også hvordan alternative utviklingsforløp for vik-

tige størrelser som oljepris og fondsavkastning vil påvirke vurderingene. Videre drøftes i hvilken grad økt offentlig sparing de nærmeste årene kan redusere de langsiktige utfordringene og samtidig bidra til en jevnere og mer stabil utvikling i skatteinivå og velferdsordninger over tid.

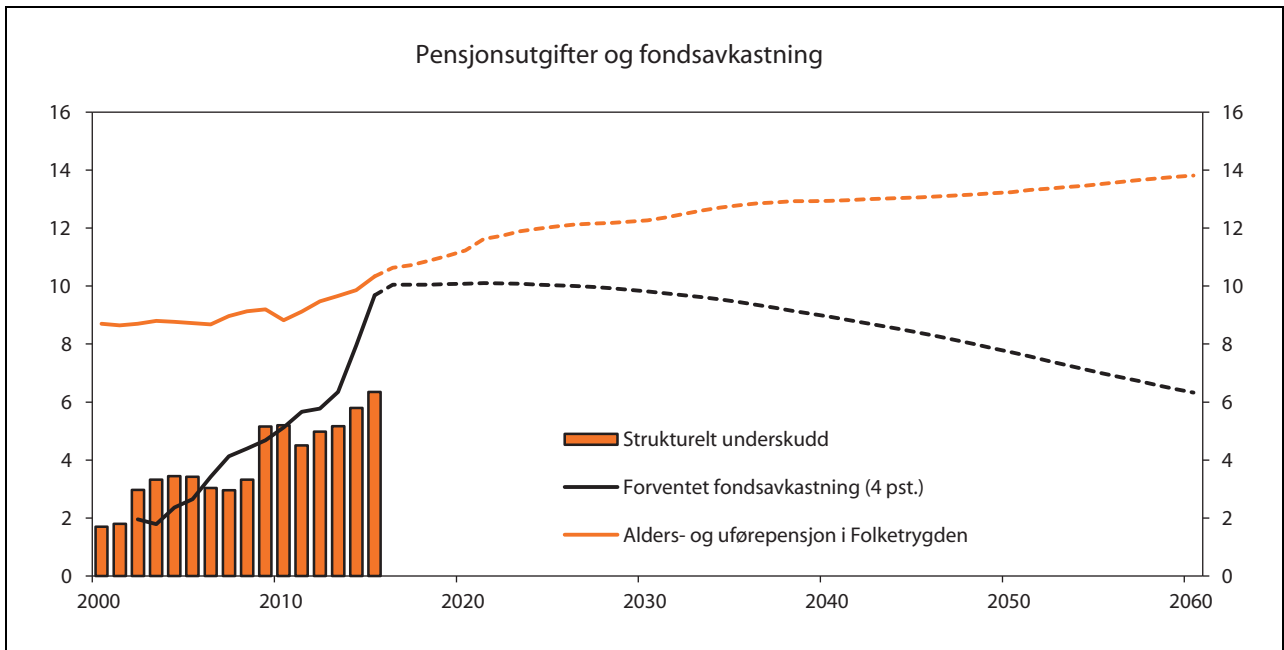
Framstillingen tar utgangspunkt i analysen av langsiktige utfordringer for offentlige finanser i Nasjonalbudsjettet 2015, Revidert Nasjonalbudsjett 2015, Perspektivmeldingen 2013 og analyser fra Statistisk sentralbyrå. Som en bakgrunn er det også sett på tilsvarende analyser som OECD, IMF og Europakommisjonen har gjennomført for andre land.

Utfordringer på kort og mellomlang sikt, herunder det høye kostnadsnivået i Norge, kravet til omstilling som følge av endret aktivitet i oljevirk-somheten og betydningen av arbeidsinnvandring, drøftes i kapittel 8. Utsiktene for forventet avkastning av kapitalen i Statens pensjonsfond utland er tema for kapittel 9.

7.2 Hovedutfordringer

Velferdsnivået i Norge er høyt. Verdiskapingen per innbygger har økt kraftig de siste tiårene, også utenom olje- og gassproduksjonen. Det gjen-speiles både i privat forbruk, et godt offentlig tilbud av tjenester og i gode ordninger for inntekts-sikring. Arbeidsledigheten er lav og velstanden jevnere fordelt enn i mange andre land. Med fort-satt vekst i arbeidsproduktiviteten vil verdi-skaping og inntekt per innbygger i Norge øke betydelig i tiårene framover. Framtidige genera-sjoner vil i så fall nyte godt av en høyere materiell velstand enn dagens generasjoner, selv om sva-kere utvikling i bytteforholdet overfor utlandet kan bidra til å dempe inntektsveksten sammenlik-net med utviklingen de siste tiårene.

De offentlige finansene framstår som gode sam-menliknet med situasjonen i de fleste andre land. Overskuddet i offentlig forvaltning, som også inkluderer kommuneforvaltningen, anslås til vel 6 pst. av



Figur 7.1 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter), forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland og utgifter til alders- og uførepensjoner i folketrygden. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015 og egne beregninger.

BNP i 2015, mens netto finansformuen til offentlig forvaltning anslås til om lag $2\frac{1}{2}$ ganger BNP. Høye overskudd og betydelig formue gir likevel ikke et dekkende bilde av bærekraften i offentlige finanser. Utenom oljeinntektene og overføringen fra Statens pensjonsfond utland er det et betydelig underskudd i offentlige budsjetter. De offentlige utgiftene er også forholdsvis høye i Norge sammenliknet med nivået i de fleste andre land. Skattnivået i fastlandsøkonomien er også relativt høyt.

Med dagens retningslinjer for finanspolitikken viser framskrivingene i Nasjonalbudsjettet 2015 at bidraget fra pensjonsfondet til å finansiere offentlige utgifter etter hvert vil avta som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Samtidig innebærer økende levealder at offentlige utgifter til bl.a. pensjoner, helse og omsorg vil øke raskere enn verdiskaping og skattegrunnlag i tiårene framover, selv om en ikke bygger ut velferdsordningene ytterligere. Dette er illustrert i figur 7.1, hvor anslått utvikling i alders- og uførepensjon fra folketrygden sammenliknes med forløpet for avkastning av pensjonsfondet. Historisk har det også vært en tendens til relativt høy kostnadsvekst i offentlig tjenesteproduksjon, hvor muligheten for produktivtetsvekst ser ut til å være mer begrenset enn for annen produksjon («Baumol-effekten»).

Med en videreføring av dagens velferdsordninger vil Norge etter hvert stå overfor et økende

behov for inndekning i offentlige finanser, dersom det oljekorrigerte underskuddet skal holdes innenfor de rammer handlingsregelen setter. I Nasjonalbudsjettet 2015 ble inndekningsbehovet anslått gradvis å øke til 5,2 pst. av BNP Fastlands-Norge i 2060. Oppdaterte tall for fondsverdien ved inngangen til 2015, justerte anslag kontantstrømmen fra oljevirkosomheten og reviderte nasjonalregnskapstall innebærer at behovet for inndekning nå anslås til 5,1 pst., jf. boks 7.1. Det innebærer at det over tid må gjennomføres tiltak som enten begrenser veksten i offentlige utgifter eller øker offentlige inntekter. I tillegg må en finne finansiering for eventuelle nye tiltak som øker utgiftene eller reduserer inntektene.

Historisk har det vært en tendens til at etterspørselen etter utdanning, helse og andre viktige tjenesteområder som finansieres av det offentlige, har økt raskere enn veksten i økonomien («Wagners lov»). Dette forsterker utfordringene ved den norske velferdsmodellen, hvor det offentlige har ansvar for en stor andel av produksjon og finansiering av sentrale velferdstjenester, særlig innenfor utdanning, helse og omsorg. Dersom ikke viktige fellesskapsløsninger videreutvikles i lys av de krav og forventninger som følger med økte inntekter, kan oppslutningen om modellen svekkes. På den annen side vil en videre utbygging av offentlige velferdsordninger stille budsjettpolitikk-

Boks 7.1 Inndekningsbehov i offentlig finanser

Utgangspunktet for framskrivningene i dette kapitlet er at offentlig sektor står overfor en langsiktig, bindende budsjettbetingelse, jf. omtalen i kapittel 5. Med uendrede standarder og dekningsgrader i offentlige tjenester vil utgiftene øke markert etter hvert som befolkningen blir eldre, jf. nærmere omtale i avsnitt 7.3.1. Finansieringsbidraget fra Statens pensjonsfond utland er antatt å utvikle seg i samsvar med 4-prosentbanen, jf. figur 7.1. Beregningsmessig belyses så spørsmålet om dagens innretning av velferdsordningene kan videreføres gjennom behovet for tilpasninger i skattenivået, men uten å ta hensyn til effektivitetstap av høyere skatter.

Inndekningsbehovet beregnes under to alternative forutsetninger om tidsforløpet for tilpasningen. Den ene er at skattenivået tilpasses løpende, slik at det oljekorrigerede underskuddet følger en anslått bane for forventet avkastning av Statens pensjonsfond utland (4-prosentbanen). Hoveddelen av framstillingen i dette kapitlet er basert på denne innfallsvinkelen. Den andre tilnærmingen forutsetter at en eventuell endring i skatteinntektene gjennomføres med en gang, og her vises det til avsnitt 7.3.2 og ved-

legg 4 som viser resultater både for Norge og for EU-landene.

Målt ved løpende tilpasninger av skattene ble det i Nasjonalbudsjettet 2015 anslått et inndekningsbehov som gradvis ville øke til 5,2 pst. av BNP for Fastlands-Norge i 2060. Fondsutviklingen, og dermed forløpet for 4-prosentbanen, avhenger av hvor raskt bruken av oljeinntekter bringes opp til 4-prosentbanen. I referansebanen i denne rapporten er det beregningsteknisk lagt til grunn at bruken av oljeinntekter følger 4-prosentbanen. Oppdaterte tall for fondsverdien ved inngangen til 2015, justerte anslag for netto kontantstrømmen fra oljevirk-somheten og reviderte nasjonalregnskapstall bidrar til at anslaget på innstrammingsbehovet i 2060 nedjusteres fra 5,2 til 5,1 pst. av BNP Fastlands-Norge. Som i Nasjonalbudsjettet 2015 er det i referansebanen forutsatt en real-avkastning av fondet på 4 pst. per år. En nærmere drøfting av hvor raskt oljeinntektene *bør rimelig* å forvente av fondsavkastning framover, følger i avsnittene 7.4 og 7.5 i dette kapitlet, samt i kapitlene 8, 9 og 10.

ken overfor ytterligere finansieringsutfordringer på lang sikt.

Offentlige finanser kan styrkes ved økte skatter, økte brukerpriser, redusert omfang og/eller kvalitet på offentlige tjenester, eller ved reduserte overføringer til husholdninger og næringsliv. Tiltak som øker arbeidstilbudet, vil også løfte skatteinntektene, og dermed styrke offentlige budsjetter. Også en mer effektiv offentlig tjenesteproduksjon vil styrke offentlige budsjetter, forutsatt at gevinstene brukes til å redusere ressursinnsatsen, og ikke til å høyne kvaliteten på tjenestene.

Den viktigste drivkraften bak det økende inndekningsbehovet er aldringen av befolkningen, som trekker opp utgiftene til pensjoner, helse og omsorg. Dette må i hovedsak møtes ved å gjøre de aktuelle velferdsordningene mer robuste overfor økende levealder. Finansieringen av dagens innretning av velferdsordningene vil i de nærmeste årene være forenlig med lavere innfasing av oljeinntekter enn 4-prosentbanen. Lavere innfasing av oljeinntektene vil samtidig gi et noe høyere finansieringsbidrag fra pensjonsfondet på len-

gre sikt, og dermed redusere behovet for inndekning i offentlige finanser fram mot 2060. Det vil imidlertid ikke kunne erstatte behovet for å gjøre velferdsordningene mer robuste overfor aldringen av befolkningen.

Siden bruken av oljeinntekter nå ligger langt under 4-prosentbanen, vil en mekanisk anvendelse av 4-prosentregelen isolert sett gi rom for å utvide velferdsordningene og/eller redusere skattenivået de nærmeste årene, jf. figur 7.1. Deretter vil imidlertid rommet for ytterligere økninger i bruken av oljeinntekter som andel av BNP for Fastlands-Norge være uttømt, samtidig som aldersrelaterte offentlige utgifter vil fortsette å øke. Denne problemstillingen drøftes nærmere i avsnitt 7.4.

Det er stor usikkerhet om utviklingen i norsk økonomi og offentlige finanser i årene framover. Utviklingen i olje- og gassprisene har betydning for statens netto kontantstrøm fra oljevirk-somheten, som tilføres Statens pensjonsfond utland. Utviklingen i internasjonale kapitalmarkeder er avgjørende for avkastningen av fondet. Både

petroleumspriser og avkastning betyr derfor mye for utviklingen i finansieringsbidraget fra fondet. Flere land har de siste årene opplevd kraftige økonomiske sjokk, med tilsvarende utslag i offentlige inntekter og utgifter. Dette kan også ramme Norge, noe fallet i oljeprisen siden sommeren 2014 illustrerer. De siste årene har også utviklingen i den norske befolkningen blitt svært annerledes enn ventet som følge av stor arbeidsinnvandring. Innvandringen har dempet pressvirkninger av høy etterspørselsvekst de siste årene og bidratt til å øke skattegrunnlaget for finansiering av offentlige velferdsordninger. Over tid vil innvandringen også føre til økte offentlige utgifter.

En drøfting av langsiktige utfordringer for norsk økonomi og offentlige finanser må ta hensyn til at framskrivingene er usikre. Økonomien kan utvikle seg annerledes enn lagt til grunn, og erfaringer fra Norge og andre land viser at avvikene kan bli betydelige. Videre må en regne med at de langsiktige utfordringene vanligvis øker dersom budsjettet svekkes gjennom nye vedtak på utgifts- eller inntektssiden. Normalt vil slike vedtak først og fremst endre nivået på det framtidige inndekningsbehovet, ikke usikkerheten rundt dette nivået.

Avsnitt 7.3 gjør mer detaljert rede for beregningene av inndekningsbehovet i offentlige finanser, og konsekvensene av endringer i enkelte sentrale størrelser. Beregningene underbygger at hovedbildet, med et gradvis økende behov for inndekning på lang sikt, er forholdsvis robust.

7.3 Nærmere om drivkrefter, inndekningsbehov og robusthet

7.3.1 Drivkrefter

Langsiktige budsjettframskrivninger tar utgangspunkt i viktige drivkrefter bak utviklingen i offentlige inntekter og utgifter. De belyser om dagens velferdsordninger kan videreføres med et uendret skatte- og avgiftsnivå, eller om det er nødvendig å øke inntektene eller redusere utgiftene for å holde budsjettunderskuddet innenfor den rammen handlingsregelen setter. Beregningene tallfester inndekningsbehovet, men sier ikke hvordan myndighetene bør møte utfordringene. Framskrivningene er dermed ikke et forsøk på å beskrive tilstanden for norsk økonomi 50 år fram i tid, men å belyse konsekvensene av ulike valg som gjøres nå for å møte de langsiktige utfordringene. Vedlegg 3 redegjør for sentrale forutsetninger i

framskrivingene. Nedenfor følger en omtale av de sentrale drivkreftene.

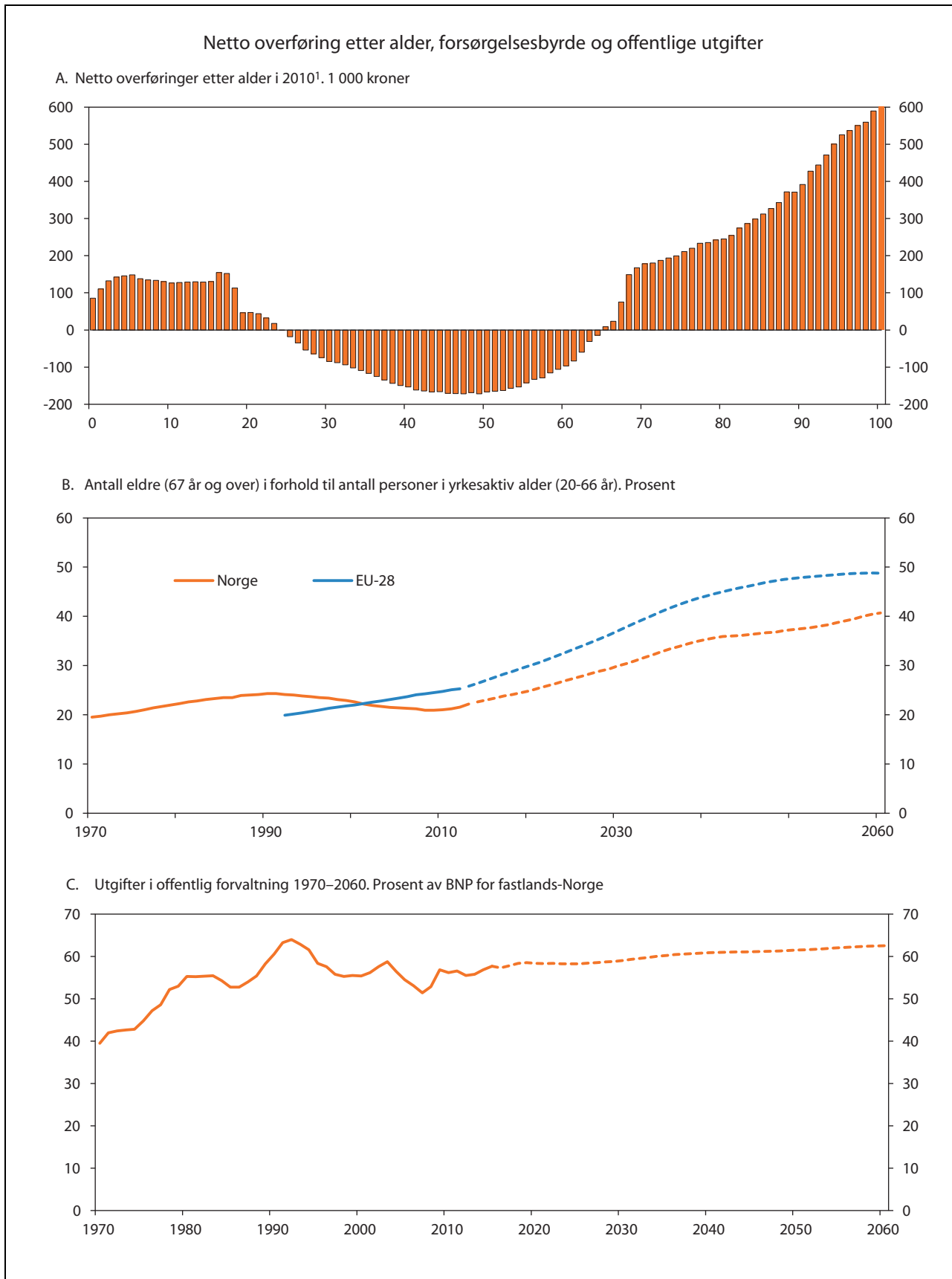
Offentlige utgifter og aldringen av befolkningen

Velferdsordningene finansieres i all hovedsak av befolkningen i yrkesaktiv alder, mens bruken av ordningene er konsentrert blant unge og eldre, jf. figur 7.2A. Aldringen av befolkningen bidrar til at offentlige utgifter vil øke framover sammenliknet med både fastlands-BNP og skattegrunnlagene for finansieringen av utgiftene.

De siste tiårene har antall eldre gått ned som andel av befolkningen i yrkesaktiv alder, jf. figur 7.2B. Målt ved denne andelen har forsørgelsesbyrden dermed avtatt. Denne utviklingen har imidlertid nylig snudd, og i årene framover vil befolkningen over 67 år øke raskere enn befolkningen i yrkesaktiv alder. Middelalternativet i Statistisk sentralbyrås befolkningsframskrivninger fra juni 2014 innebærer at det fram mot 2060 vil bli nesten dobbelt så mange personer over 67 år per person i yrkesaktiv alder som i dag.

Fra 1970 til begynnelsen av 1990-tallet økte offentlige utgifter med vel 50 pst. som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, jf. figur 7.2C. Økningen skyldes utbygging av velferdsordningene, med innføring av nye eller forbedrede overføringsordninger og tjenester. Etter 1990 har andelen variert fra år til år, bl.a. som følge av konjunkturbevegelsene i økonomien, men uten ytterligere trendmessig oppgang. Her må det imidlertid legges til at BNP i fastlandsøkonomien (nevneren i brøken) også har økt kraftig i denne perioden, jf. drøftingen av finanspolitikken og den langvarige oljeboomen i kapittel 6. De neste 50 årene vil aldringen av befolkningen gi økt vekst i offentlige utgifter til pensjoner, omsorg og helse. Sysselsettingen innen helse og omsorg vil også stige kraftig. Samtidig vil veksten i skatteinntektene per innbygger dempes, med mindre deltakelsen i arbeidslivet øker.

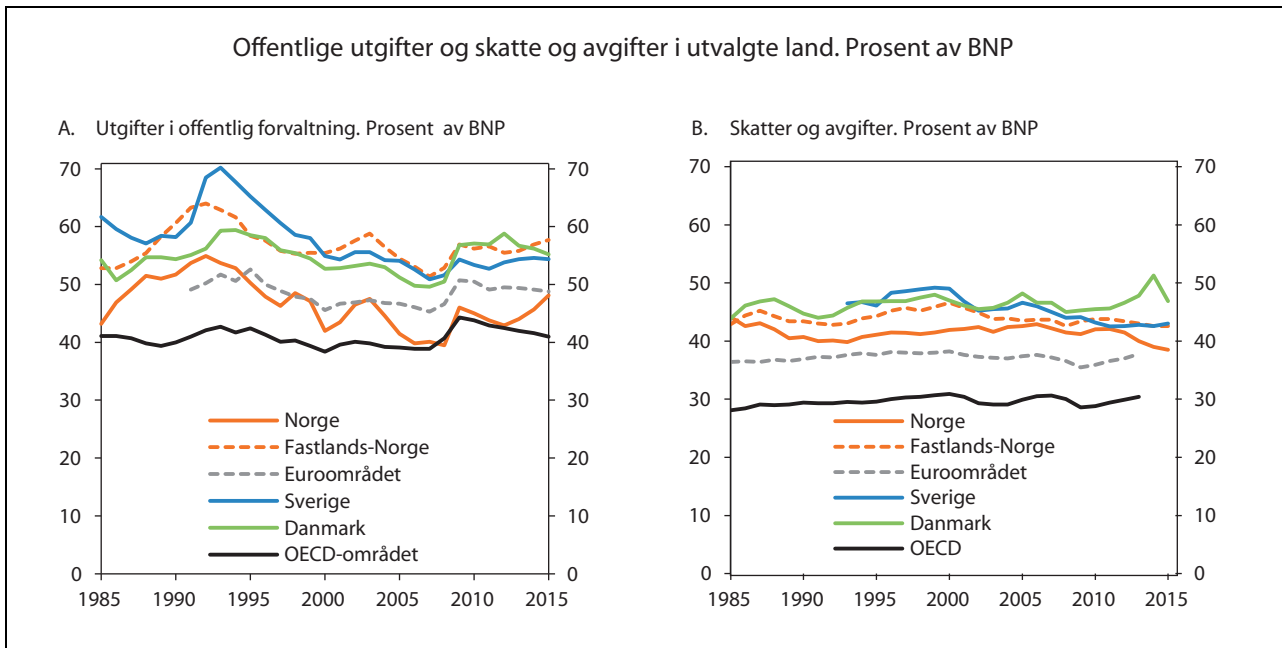
Målt som andel av fastlands-BNP er nivået på offentlige utgifter betydelig høyere i Norge enn for gjennomsnittet av EU-landene, jf. figur 7.3A. Det norske skatte- og avgiftsnivået er noe høyere enn for gjennomsnittet av EU-landene, om lag på linje med Sverige og noe lavere enn i Danmark, jf. figur 7.3B. Overføringen fra Statens pensjonsfond utland, anslått til i underkant av 6½ pst. av fastlands-BNP i 2015, bidrar til å begrense omfanget av skattefinansiering sammenliknet med en situasjon uten innfasing av oljeinntekter i statsbudsjettet.



Figur 7.2 Netto overføring etter alder, forsørgelsesbyrde og offentlige utgifter

¹ Omfatter offentlige utgifter til utdanning, helse, omsorg og overføringer til privatpersoner (herunder alderspensjon, sykepenger og uføretrygd), fratrukket personskatter merverdiavgift og størsteparten av øvrige avgifter.

Kilder: Nasjonalbudsjettet 2015, Statistisk sentralbyrå og egne beregninger.



Figur 7.3 Offentlige utgifter og skatter og avgifter i utvalgte land. Prosent av BNP

Kilde: Revidert nasjonalbudsjett 2015.

Tabell 7.1 viser den markerte veksten i offentlige primærutgifter, dvs. utenom formuesutgifter, som andel av fastlands-BNP fram mot 1990. Utviklingen i stønadene til husholdningene og i offentlig konsum bidro til oppgangen, mens en reduksjon i subsidier og offentlige investeringer trakk i motsatt retning. Selv om det var svingninger i andelen gjennom 1990-årene lå ikke andelen høyere i 2002 enn i 1990. Offentlig konsum økte også

markert i denne perioden, mens næringsoverføringer, subsidier og stønader til husholdningene avtok målt som andel av fastlands-BNP. Økningen i utgiftene ble i hovedsak finansiert gjennom økt bruk av oljepenger fram mot 1990. Deretter økte skattenivået noe fram mot 2002. Utgiftene og oljekorrigert underskudd har deretter økt fram mot 2015.

Tabell 7.1 Offentlig utgifter¹ utenom renter (primærutgifter). Prosent av BNP for Fastlands-Norge

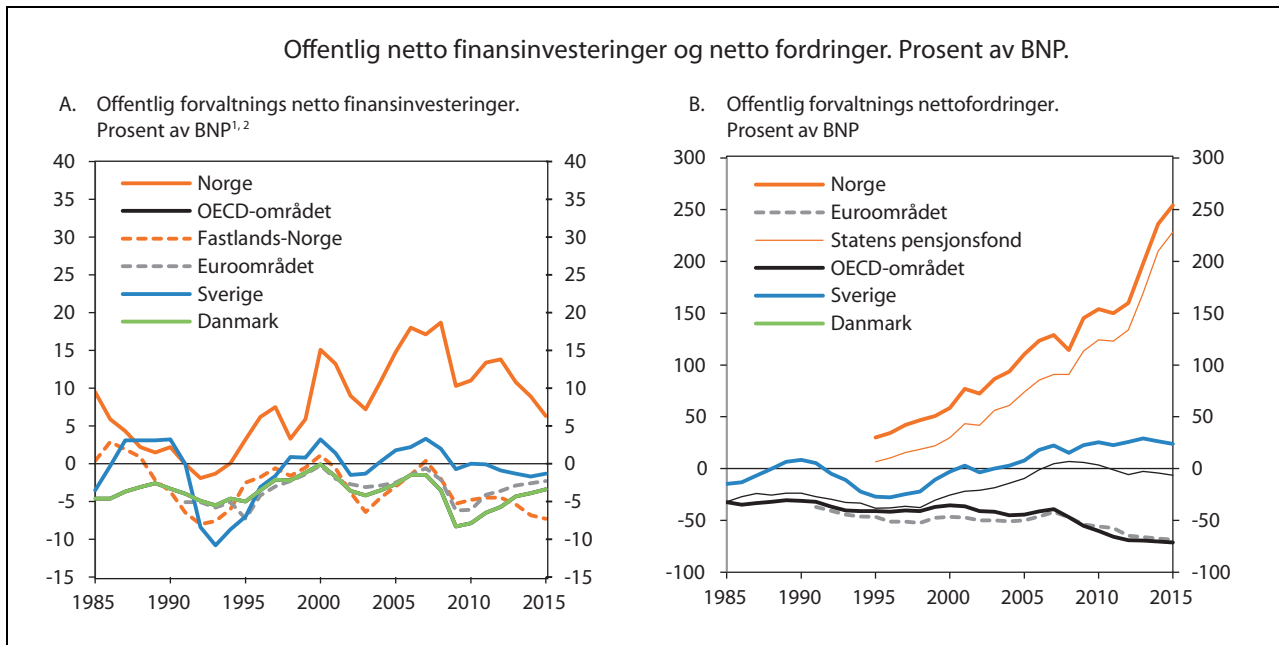
	1978	1990	2002	2015	2060
Offentlige utgifter	44,5	51,0	50,3	52,3	57,2
Offentlig konsum	21,6	23,8	26,8	27,6	28,9
Offentlig investeringer	3,1	2,0	1,1	2,0	1,0
Overføringer.....	19,7	25,1	22,3	22,7	27,2
Stønader til husholdningene.....	11,9	18,0	17,9	17,5	22,5
Subsidier og næringsoverføringer ...	6,2	5,1	2,8	2,3	1,7
Andre overføringer	1,7	2,0	1,6	2,8	3,0

Memo:

Offentlige bruttorealinvesteringer	6,2	5,7	4,5	4,5	3,4
---	-----	-----	-----	-----	-----

¹ I denne tabellen kommer gebyrfinansierte offentlige tjenester til fratrukk i offentlig konsum, mens de er regnet med i utgiftstallene (bruttoført) i figur 7.2C og figur 7.3A. I tabellen er også utgiftsposten andre overføringer nettoført. Dette, kombinert med at formuesutgifter er holdt utenom, bidrar til å trekke ned utgiftsnivået i 2015 i tabellen med om lag 5 prosentenheter sammenliknet med figur 7.3A.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.



Figur 7.4 Offentlig netto finansinvesteringer og netto fordringer. Prosent av BNP

- ¹ Nettofinansinvesteringer er nasjonalregnskapets overskuddsmål og summerer opp bidrag til endringer i nettofordringer fra økonomiske transaksjoner. Utviklingen i nettofordringer avhenger i tillegg av endringer i verdsettingen av formuesobjekter
- ² Fastlands-Norge angir samlede offentlige netto finansinvesteringer fratrukket statens inntekter fra petroleumsvirksomheten og formuesinntekter i Statens pensjonsfond utland.

Kilde: Revidert nasjonalbudsjett 2015.

Tabellen illustrerer også at aldringen av befolkningen med videreføring av dagens velferdsordninger vil gi en klar oppgang i offentlige utgifter som andel av fastlands-BNP fram mot 2060. I motsetning til de siste tiårene skyldes veksten endringer i befolkningen, mens standarder og dekningsgrader i offentlig finansierte velferdsordninger er holdt uendret. Veksten skjer også med utgangspunkt i et høyere utgiftsnivå. Det er først og fremst økte stønader (alderspensjoner) og økt offentlig konsum (helse- og omsorgstjenester) som driver veksten i utgiftene fram mot 2060.

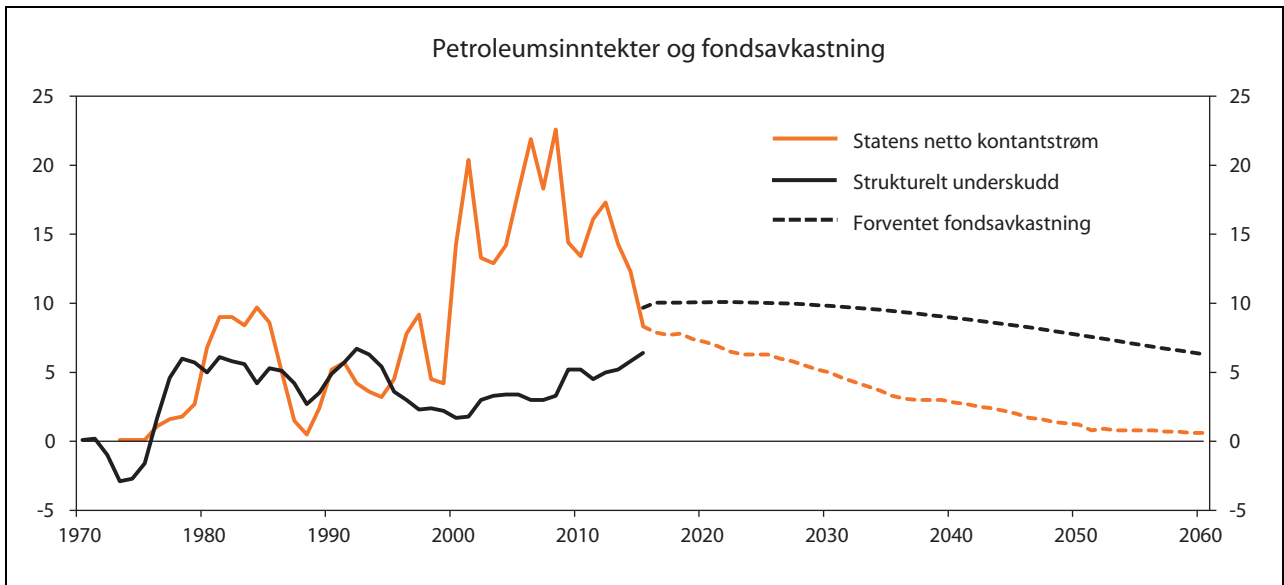
Finansieringsbidraget fra Statens pensjonsfond utland

Avkastningen av den oppsparte kapitalen i Statens pensjonsfond utland bidrar til å finansiere en vesentlig del av offentlige utgifter i Norge. Andre land må holde igjen i budsjettet for å betjene offentlig gjeld, jf. figur 7.4.

Offentlig netto formue ved utgangen av 2015, medregnet nåverdien av framtidige kontantstrømmer fra petroleumsvirksomheten, kan på varig basis finansiere et oljekorrigert primærunderskudd tilsvarende 8,1 pst. av fastlands-BNP, jf. vedlegg 4. Situasjonen er motsatt for EU-landene, der

nettogjelden ved utgangen av 2014 isolert må dekkes inn ved et varig primæroverskudd som tilsvarer 1,6 pst. av BNP.

Finansieringsbidraget fra pensjonsfondet bestemmes av den framtidige utviklingen i kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten og avkastning fra pensjonsfondet, jf. vedlegg 3. Framskrivningene tar utgangspunkt i en langsiktig oljepris som er over dagens oljepris, men om lag på linje med terminprisen for olje to år fram i tid, jf. figur 7.10. Statens inntekter fra oljevirk-somheten vil avta etter hvert som ressursene tapes ut. Handlingsregelen innebærer at Statens pensjonsfond utland kan gi et varig bidrag til finansieringen av velferdsordningene tilsvarende realavkastningen av fondet. Med fortsatt vekst i økonomien vil imidlertid fondets verdi etter hvert gradvis avta i forhold til verdiskaping, skattegrunnlag og offentlige utgifter, selv om realverdien av fondet opprettholdes, jf. figur 7.5. Referansebanen bygger på en forutsetning om en årlig realavkastning på 4 pst. Hvorvidt dette er et rimelig anslag framover, drøftes i kapittel 9. I avsnitt 7.3.3 og 7.5, samt i kapittel 10, vises konsekvenser av lavere anslag på realavkastningen i en periode framover.



Figur 7.5 Petroleumsinntekter og fondsavkastning. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert Nasjonalbudsjettet 2015 og egne beregninger.

Framskrivinger av offentlig tjenesteyting

Antakelsen om videreføring av velferdsordningene er innarbeidet ved å holde personalintensiteten i offentlig tjenesteyting fast på dagens nivå, målt ved antall lærertimer per 10-åring, antall timer hjemmetjenester per 80-åring osv. Fordi det blir flere eldre, øker likevel behovet for arbeidskraft i offentlig sektor kraftig, særlig innenfor helse og omsorg. Offentlig forvaltningsandel av de samlede timeverkene i økonomien går opp fra 27,0 pst. i 2015 til 33,9 pst. i 2060, jf. figur 7.6A. Den offentlige timeverksandelen økte også markert i perioden 1970-1995, men den gang i hovedsak som følge av utbygging av velferdsordningene. Figuren illustrerer også at en standardvekst på 0,5 pst. per år i helse- og omsorgssektoren vil bidra til å øke offentlig forvaltningsandel av samlede timeverk til 38 pst.

Figur 7.6B viser fordelingen av timeverkene i offentlige tjenesteyting på fire hovedområder. Så godt som hele veksten i årene framover vil komme innenfor langtidspleie og helse.

Figur 7.6C viser aldersspesifikke behov for offentlige tjenester. Behovene er målt ved offentlige timeverk per innbygger, slik at offentlig finansiering av private barnehageplasser eller liknende kommer i tillegg. Det store ressursbehovet blant de eldre aldersgruppene er svært tydelig. En stadig økende andel i disse aldersgruppene løfter offentlige utgifter i framskrivningene. Referanseforløpet fanger imidlertid ikke

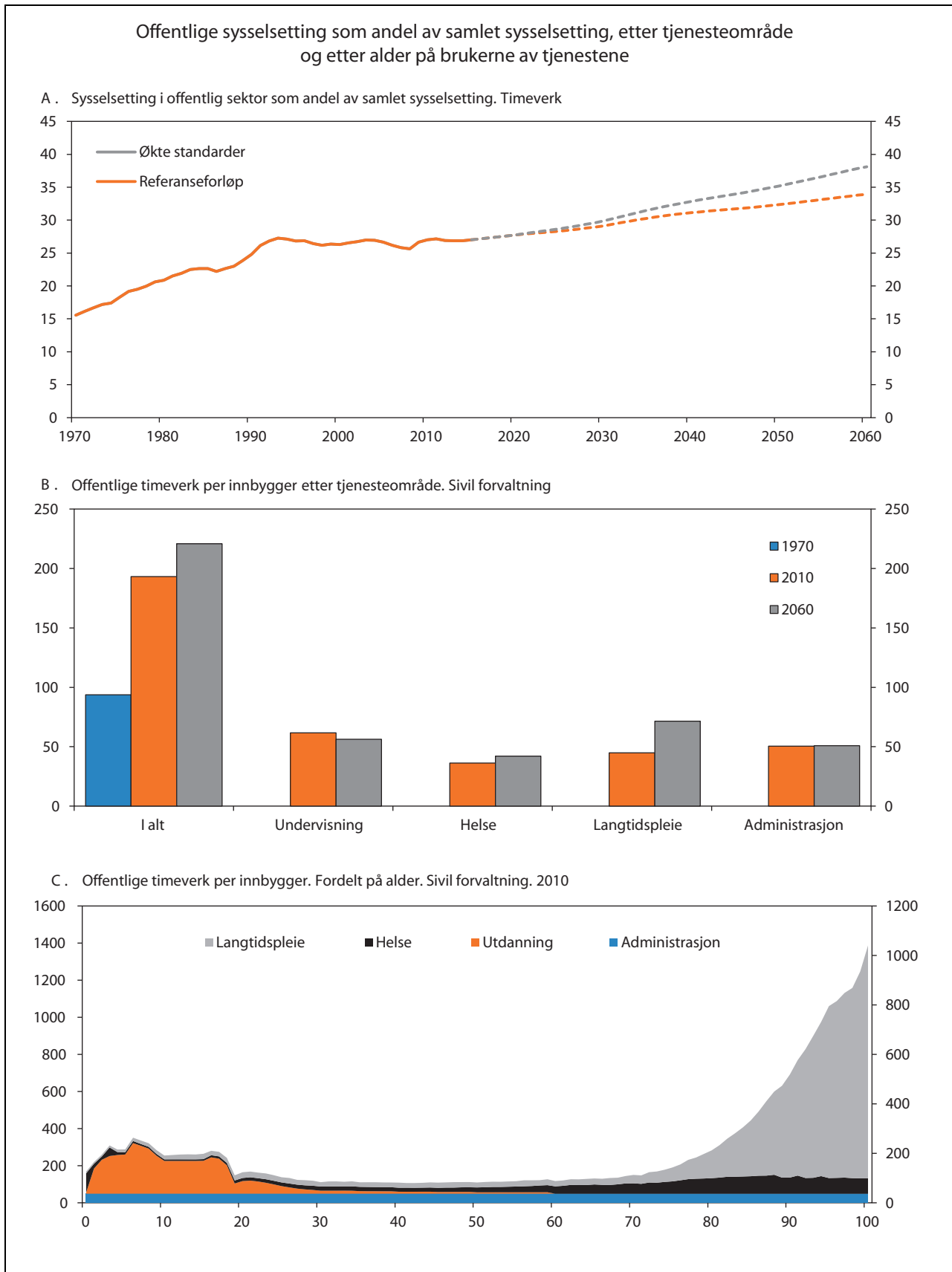
opp effekter av at økt levealder et stykke på vei motsvares av bedre helsetilstand for eldre aldersgrupper i 2060 sammenliknet med situasjonen i dag. Slike effekter illustreres i et eget beregningsalternativ nedenfor.

Overføringer til husholdningene

Tabell 7.1 viste en økning i stønader til husholdningene på 5,7 prosentenheter, fra 11,9 pst. i 1978 til 17,5 pst. i 2015, målt som andel av fastlands-BNP. Videre fram mot 2060 anslås stønadene å øke med ytterligere 5,0 prosentenheter, i hovedsak som følge av økte utgifter til alderspensjoner, jf. figur 7.7.

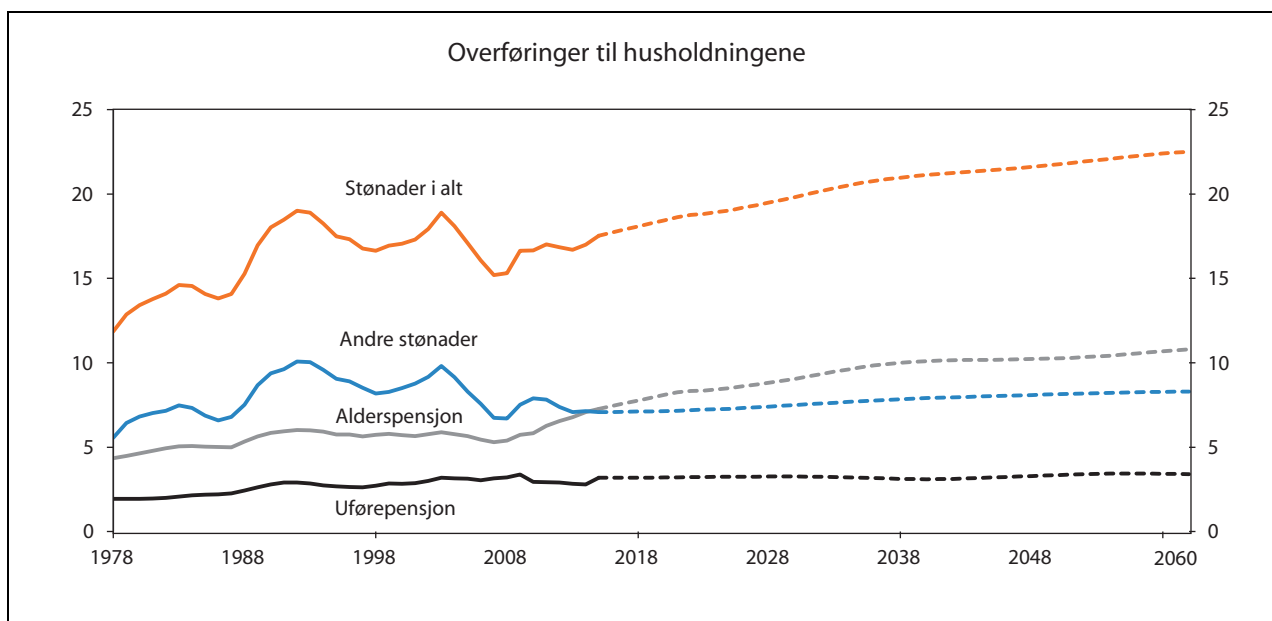
Målt som andel av fastlands-BNP økte alderspensjonene med 2,9 prosentenheter fra 1978 til 2015. Den viktigste drivkraften i denne perioden var stigende yrkesdeltaking blant kvinner, som bidro til å løfte gjennomsnittlig kompensasjonsrate (her målt som gjennomsnittlig alderspensjon i forhold til BNP per timeverk i fastlandsøkonomien). Framover trekkes alderspensjonene opp av aldringen av befolkningen (økt forsørgelsesrate målt ved antallet eldre over 67 år i forhold til aldersgruppen 20–66 år) og et økende antall pensjonister. Levealderjusteringen av alderspensjonene trekker i motsatt retning, ved at kompensasjonsgraden gradvis reduseres over tid for kohorter som ikke står lenger i arbeid, jf. figur 7.8.

Pensjonsreformen bidrar til å dempe veksten i utgiftene til pensjoner i årene framover. Eventuelle *virksomheter på arbeidstilbud* og dermed på



Figur 7.6 Offentlige sysselsetting som andel av samlet sysselsetting, etter tjenesteområde og etter alder på brukerne av tjenestene

Kilder: Statistisk sentralbyrå og egne beregninger.



Figur 7.7 Overføringer til husholdningene. Prosent av fastlands-BNP

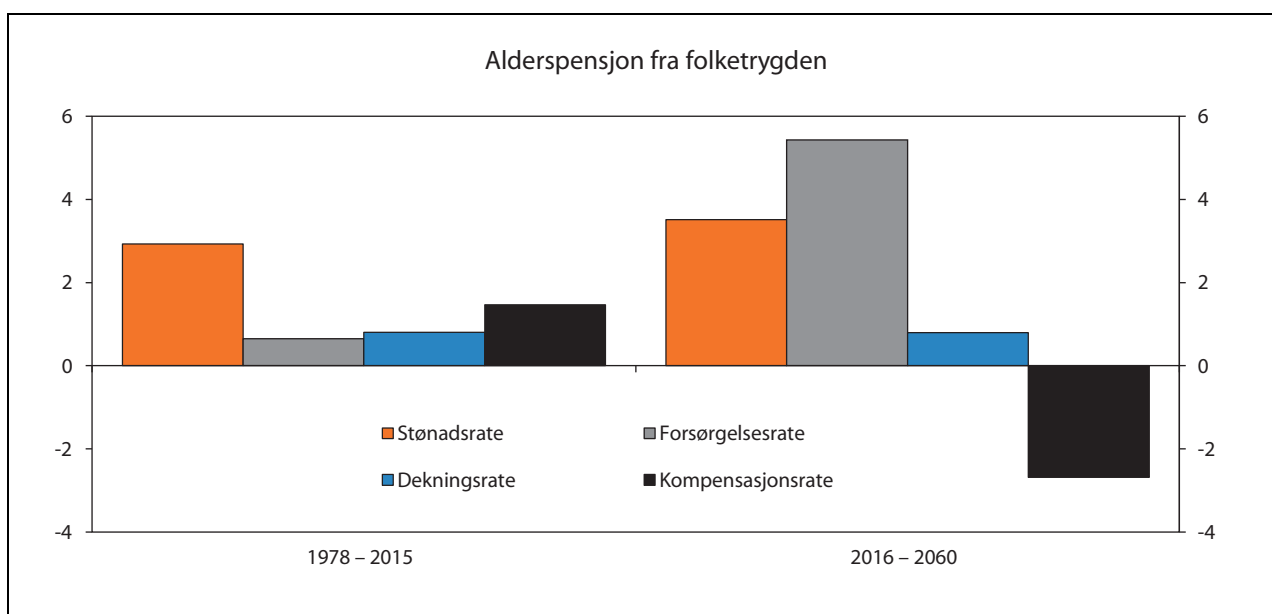
Kilder: Statistisk sentralbyrå og egne beregninger.

skattegrunnlagene er imidlertid ikke tatt inn i referanseforløpet utover de som er kommet til syne fram til og med 2015.

Aldringen bidrar også til å trekke opp utgiften til uførepensjoner, jf. nærmere omtale i vedlegg 3, hvor også framskrivningene av andre utgifter for offentlig forvaltning er omtalt.

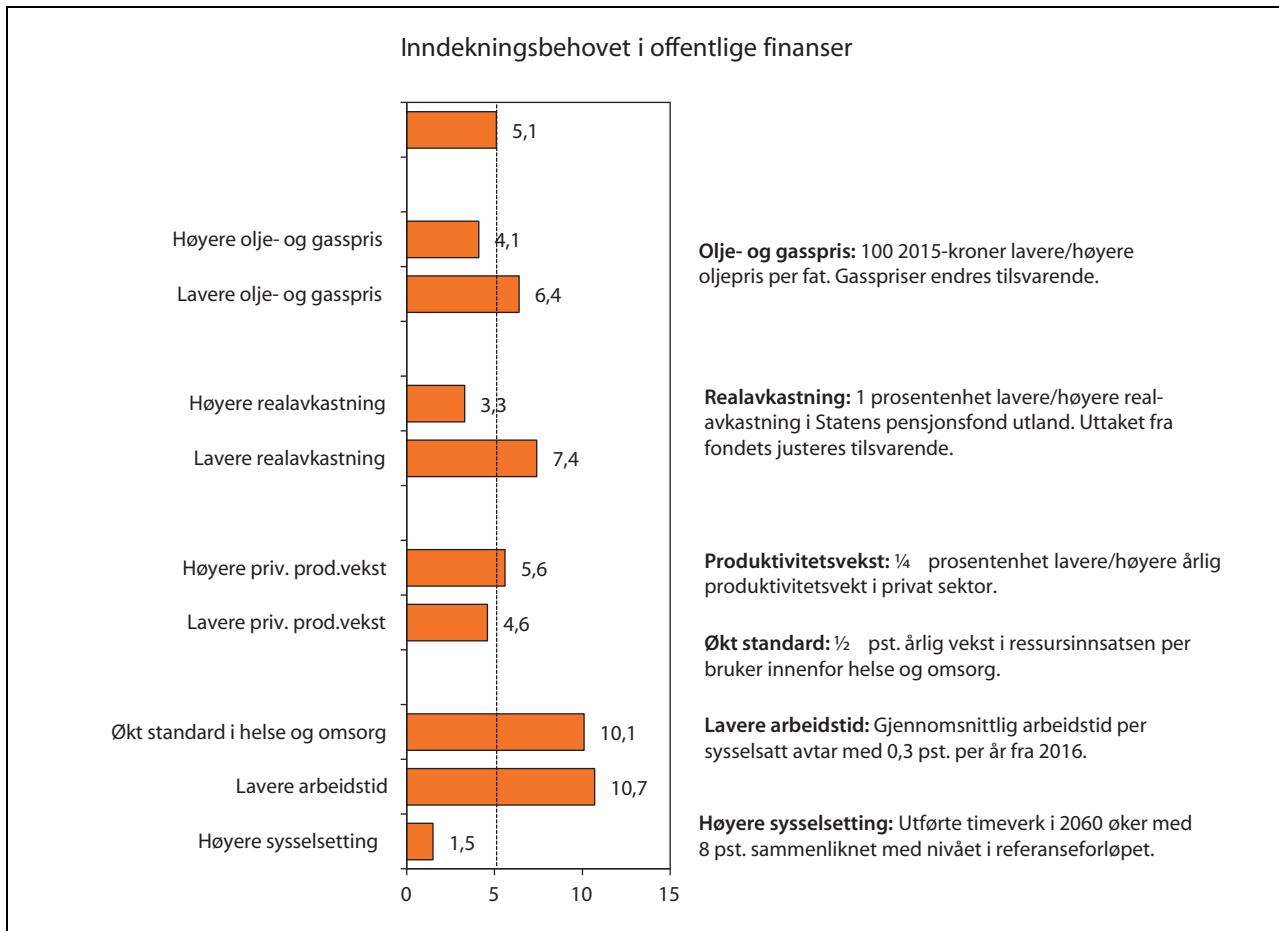
7.3.2 Hvor robust er anslaget på inndeckningsbehovet?

Tabell 7.1 oppsummerer framskrivninger av offentlige utgifter basert på forutsetningene omtalt ovenfor og i vedlegg 3. Framskrivningene innebærer at offentlige utgifter øker med 4,9 prosentenheter fra 2015 til 2060 målt som andel av fastlands-BNP. Utviklingen drives av aldringen av befolkningen, siden det er lagt til grunn at dagens velferdsordninger videreføres. Med noe lavere



Figur 7.8 Bidrag til endring i folketrygdens utgifter til alderspensjoner. Prosent av fastlands-BNP

Kilde: Egne beregninger.



Figur 7.9 Behovet for inndekning i offentlige finanser. Prosent av BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert Nasjonalbudsjettet 2015 og egne beregninger.

finansieringsbidrag fra pensjonsfondet i 2060 enn i 2015, anslås inndekningsbehovet i 2060 til 5,1 pst. av fastlands-BNP, jf. boks 7.1.

Inndekningsbehovet viser den nødvendige styrkingen av offentlige budsjetter for å holde budsjettunderskuddet innenfor rammen handlingsregelen setter for bruk av oljeinntekter. Med en innretning av finanspolitikken i tråd med handlingsregelen, vil det i 2060 fortsatt være et løpende overskudd i offentlig forvaltning, når avkastningen i Statens pensjonsfond regnes med. Men dette forutsetter en innstramming i offentlige budsjetter på 5,1 pst. av fastlands-BNP i 2060.

De langsiktige framskrivingene bygger på en rekke forutsetninger og usikre anslag om utviklingen framover, herunder utviklingen i olje- og gasspriser, petroleumsproduksjon og fondsavkastning. Figur 7.9 viser hvordan behovet for inndekning i offentlige finanser avhenger av sentrale forutsetninger.

Oljeprisen har svingt mye siden utvinningen på norsk sokkel startet tidlig på 1970-tallet. Anslaget for utviklingen i oljeprisen har også blitt betydelig

endret over tid, jf. avsnitt 7.3.3 nedenfor. Framskrivingene tar utgangspunkt i en langsiktig oljepris på 535 2015-kroner per fat Nordsjøolje (tilsvarende nærmere 70 USD per fat med valutakurser per medio juni).

Dersom langsiktig oljepris blir 100 kroner høyere eller lavere (tilsvarende 13 USD eller nærmere 20 pst.), og gassprisene endres tilsvarende, vil behovet for inndekning i 2060 endres med minus/pluss 1 pst. av fastlands-BNP. Generelt vil behovet for inndekning også bli større om olje og gassproduksjonen blir mindre enn lagt til grunn i referanseforløpet.

Praktiseringen av handlingsregelen tar utgangspunkt i et anslag for *forventet realavkastning* av pensjonsfondet på 4 pst. Dersom en legger til grunn en gjennomsnittlig årlig realavkastning på 3 eller 5 pst., og praktiseringen av handlingsregelen justeres i tråd med den lavere eller høyere avkastningen, vil behovet for inndekning i 2060 endres med pluss/minus 2 prosentenheter målt som andel av BNP Fastlands-Norge. Økningen i inndekningsbehovet blir større dersom det tar tid

før uttaket fra fondet justeres ned ved lavere realavkastning.

Avsnitt 7.3.3 gir en nærmere omtale av betydningen av lavere oljepris og lavere avkastning for finansieringsbidraget fra pensjonsfondet fram mot 2060.

Produktivitetsveksten er avgjørende for utviklingen i velstandsnivået. Dersom årlig produktivitetsvekst i privat sektor øker med $\frac{1}{4}$ prosentenheter sammenliknet med referanseforløpet i Nasjonalbudsjettet 2015, vil det isolert sett løfte verdiskapingen i fastlandsøkonomien med $13\frac{1}{2}$ pst. i 2060. Høyere produktivitet øker skattegrunnlaget for finansiering av velferdsordningene ved at lønningene i privat sektor øker tilsvarende, men slik arbeidsmarkedet og lønnsdannelsen har virket til nå, vil økningen i lønningene også spre seg til offentlig sektor og dermed bidra til økte lønnskostnader. Økte lønninger vil i tillegg føre til økte pensjonsutgifter. Samtidig reduseres pensjonsfondets relative bidrag til finansieringen av offentlige utgifter.¹ Høyere produktivitetsvekst i privat sektor vil derfor ikke bidra til å løse et finansieringsproblem for offentlig sektor, selv om det på andre måter vil være svært gunstig for norsk økonomi.

Høyere vekst i *produktiviteten i offentlig forvaltning* vil imidlertid kunne ha stor betydning for bærekraften i velferdsordningene. En gjennomsnittlig årlig økning i produktiviteten i offentlig tjenesteproduksjon på $\frac{1}{4}$ pst., vil redusere det beregnede behovet for inndekning i 2060 med $3\frac{3}{4}$ prosentenheter, dersom bedringen i produktivitet tas ut som innsparinger på offentlige budsjetter. Skulle man lykkes med å effektivisere offentlig tjenesteproduksjon med $\frac{1}{2}$ pst. per år, vil det være mer enn tilstrekkelig til å dekke hele det beregnede innstrammingsbehovet fram til 2060. Mulighetene for innsparinger i arbeidsintensiv offentlig tjenesteyting, for eksempel innenfor eldreomsorgen, har imidlertid så langt vist seg å være begrenset.

Som nevnt i avsnitt 7.3.1, er eventuelle *virknin-ger av pensjonsreformen på arbeidstilbud* ikke innarbeidet i referanseforløpet, utover de effektene som er kommet til syne fram til og med 2015.² Sta-

tistisk sentralbyrå har på usikkert grunnlag anslått at pensjonsreformen kan bidra til å øke antall timeverk med 8 pst. fram mot 2060, sammenliknet med utviklingen dersom reformen ikke hadde blitt gjennomført. Den tilhørende økningen i skattegrunnlaget bidrar til å redusere behovet for inndekning med om lag $3\frac{1}{2}$ prosentenheter. Generelt framstår økt arbeidstilbud som svært virkningsfullt for å styrke offentlige finanser på lang sikt.

Økte standarder og økt fritid

Valg av forutsetninger vil også kunne avhenge av hvilke problemstillinger en ønsker å belyse. Framskrivningene som omtales i dette kapitlet, har som formål å vurdere om dagens innretning av velferdsordningene er bærekraftig. Hovedspørsmålet er da om dagens ordninger kan videreføres uten senere økninger i skatter eller brukerbetalning, eller innsparinger på andre områder. Framskrivningene er således ikke en prognose om hvilke beslutninger Stortinget i framtiden vil ta om innretningen av velferdsordningene eller hvordan slike beslutninger bidrar til endringer i behovet for inndekning i offentlige finanser. Framskrivningene tar i stedet beregningsmessig utgangspunkt i at standarden i offentlige tjenester – målt som ressursinnsatsen per bruker – ikke øker fra dagens nivå. Videre forutsettes det at andelen personer i hvert årskull som bruker de ulike offentlige tjenestene, ligger fast.

Historisk har det ikke vært slik. Andelen som bruker offentlige tjenester og ressursinnsatsen per bruker, har økt gjennom de siste tiårene, og særlig i perioden fra 1970 og fram til 1990. Dette sammenfaller i stor grad med perioden da kvinnelig yrkesaktivitet økte kraftig, slik at omsorgsoppgaver som tidligere ble ivaretatt av familien, ble overført til det offentlige.

Samtidig er det en generell erfaring at med økende inntektsnivå øker etterspørselen etter offentlige tjenester med mer enn inntektsøkningen, både når det gjelder omfang og kvalitet. Alternativet med *økt standard i helse og omsorg* i figur 7.9 er basert på at ressursinnsatsen i denne delen av offentlig tjenesteyting øker med $\frac{1}{2}$ pst. per år. Dette øker behovet for inndekning i 2060 med 5 prosentenheter målt som andel av fastlands-BNP. Til sammenlikning har ressursinnsatsen innenfor helse og omsorg de siste par tiårene i gjennomsnitt steget med opp mot $1\frac{1}{2}$ prosentenheter mer i året enn det som følger av rene demografiske endringer. Videre vekst framover vil imidlertid komme fra et allerede forholdsvis høyt nivå,

¹ Det er teknisk lagt til grunn at internasjonal realavkastning ikke påvirkes av endret produktivitetsvekst. Hvis endringen kan føres tilbake til forhold som også gjør seg gjeldende ute, er ikke dette en opplagt forutsetning.

² På den annen side er det også lagt til grunn at nedgangen i gjennomsnittlig arbeidstid de siste 50-100 årene ikke videreføres i beregningene. Det er nettoeffekten av disse to forutsetningene som kommer til syne i beregningene, uten at noen dekomponering er forsøkt. Det omtales nærmere nedenfor.

både historisk og sammenliknet med andre land, og i en periode med svakere vekst i arbeidstilbudet per innbygger enn det vi har sett de siste tiårene.

Det er også en generell erfaring at økende velstand ikke bare leder til økt etterspørsel etter varer og tjenester, men også *et ønske om mer fritid*. De siste ti-femten årene har imidlertid nedgangen i gjennomsnittlig arbeidstid stoppet opp. I 2015 anslås antall arbeidstimer per innbygger til 750, mens antall arbeidstimer per sysselsatt anslås til 1 430. Dersom arbeidstiden fortsetter å synke i om lag samme takt som den observerte nedgangen mellom 1990 og 2013, reduseres antall arbeidstimer per innbygger til 585 i 2060, mot 665 timer når arbeidstiden holdes uendret som i referanseforløpet. Dette tilsvarer en reduksjon fra 37,5 til 33 timers arbeidsuke, men kan realiseres både ved kortere daglig arbeidstid eller lengre ferier. En slik arbeidstidsreduksjon løfter behovet for inndekning i 2060 tilsvarende 5½ pst. av fastlands-BNP.

Holmøy og Strøm (2014) presenterer et scenario der både tjenesteforbruket (standard og dekningsgrad) og fritiden er høyere enn i referansealternativet. I dette scenariet øker ressursinnsatsen per bruker innenfor helse og omsorg med 1 pst. per år, som er noe lavere enn den observerte veksten de siste par tiårene. Samtidig legges det til grunn en gjennomsnittlig reduksjon i arbeidstiden med ½ pst. per år, som innebærer en gradvis utvikling mot sekstimers arbeidsdag i 2030. Samlet bidrar disse endringene til at inndekningsbehovet øker med i overkant av 20 prosentenheter sammenliknet med et forløp der dagens standarder og arbeidstid er videreført. Både beregningene til Holmøy og Strøm (2014) og beregningene i Nasjonalbudsjettet 2015 understreker at det kan bli utfordrende å forene forventninger om økt velferd med hensynet til bærekraft i offentlige finanser.

Sammenlikning med andre beregninger

I vedlegg 4 sammenliknes innstrammingsbehovet i offentlige finanser i Norge med liknende beregninger for EU-landene. Samlet indikerer sammenlikningen med EU at inndekningsbehovet for Norge, til tross for dagens store overskudd i statsbudsjettet og den raske oppbyggingen av finanskapital i Statens pensjonsfond utland, er noe større enn gjennomsnittet for EU-landene.

Slike sammenlikninger er krevende rent metodemessige, og noe av forklaringen er trolig ulikheter i forutsetningene for beregningene. Det er for

eksempel lagt til grunn at yrkesdeltakingen blant kvinner og eldre i EU vil konvergere mot nivåer som ligger nærmere de høye norske nivåene, og at den høye arbeidsledigheten i mange av EU-landene gradvis blir redusert. Disse forutsetningene bidrar til å redusere det beregnede inndekningsbehovet i EU-landene, men ikke i Norge. Potensialet for økt yrkesdeltaking i EU reflekterer at situasjonen i arbeidsmarkedet i utgangspunktet er langt svakere enn i Norge. Det er viktig å understreke at økt yrkesdeltakelse og redusert arbeidsledighet ikke er noe som kommer av seg selv, men trolig vil kreve omfattende politikktiltak.

På den annen side reflekterer resultatene i vedlegg 4 også noen viktige realiteter. For det første er det særskilte bidraget som olje- og gassreservene har gitt til norske statsfinanser, langt på vei allerede fasett inn når dette ses i et langsiktig perspektiv. Slik framskrivningene nå ser ut, vil fondsavkastningen i 2060 være om lag på linje med dagens nivå for bruk av oljeinntekter, målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. For det andre gjør de omfattende norske velferdsordningene at aldringen gir større konsekvenser for offentlige finanser enn i mange andre land.

Betydningen av alternative presiseringer av uendret politikk og atferd kan også illustreres med utgangspunkt i alternativforløpene i Perspektivmeldingen 2013 og Nasjonalbudsjettet 2015. For eksempel tilsier SSBs anslag for virkningen av pensjonsreformen på arbeidstilbudet at inndekningsbehovet i 2060 vil reduseres med 3½ prosentenheter, jf. tidligere omtale. Siden eldre arbeidstakere allerede har økt sin yrkesdeltaking noe, er det usikkert hvor mye av pensjonsreformens virkninger på arbeidstilbudet som gjenstår i årene framover. I arbeidet med referanseforløpet til Nasjonalbudsjettet 2015 ble virkningene av pensjonsreformen på arbeidstilbudet vurdert opp mot antakelsen om at nedgangen i arbeidstiden gjennom de siste tiårene skulle stoppe opp, jf. fotnote 2 overfor. Siden eldre arbeidstakere typisk har lavere arbeidstid enn gjennomsnittet, kan det argumenteres for at realismen i antakelsen om uendret arbeidstid blir ytterligere svekket om virkninger av pensjonsreformen på sysselsettingen blant eldre skulle blitt innarbeidet i referanseforløpet.

I Perspektivmeldingen 2013 vises også et alternativ med friskere aldring. Her er det på samme måte som EU-kommisjonens framskrivninger for EU-landene lagt til grunn at økt levealder et stykke på vei motsvares av bedre helsetilstand blant eldre. Dette vil bidra til å redusere den

aldersrelaterte veksten i offentlige utgifter. Sammenliknet med referanseforløpet til Nasjonalbudsjettet 2015 kan friskere aldring med utgangspunkt i beregningene til Perspektivmeldingen 2013 bidra til å redusere punktanslaget for inndekningsbehovet med om lag 1 prosentenheter fram mot 2060. Sammen med virkningene av pensjonsreformen på arbeidstilbudet vil en utvikling med friskere aldring kunne bidra til å redusere inndekningsbehovet i 2060 med om lag 4½ prosentenheter, dvs. dekke opp det aller meste av innstrammingsbehovet. Sammenhengen mellom levealder og helse er imidlertid sammensatt, jf. at både helsetgiftene og levealderen har økt betydelig over lang tid.

I framskrivningene i Nasjonalbudsjettet 2015 videreføres personalintensiteten i offentlig tjenesteyting. Beregningene legger dermed implisitt til grunn at eventuelle produktivetsgevinster i offentlig tjenesteyting brukes til å heve standarden på ytelsene. En alternativ innfallsvinkel kunne være å legge til grunn at volumet av offentlige tjenester per bruker videreføres på dagens nivå, dvs. at eventuelle produktivetsgevinster i stedet tas ut i form av innsparinger i ressursbruken, jf. Konjunkturinstituttet (2014). Konjunkturinstituttet (2014) tar utgangspunkt i nasjonalregnskapsstatistikken konvensjon (felles for Sverige og Norge) om årlig produktivetsvekst i offentlig tjenesteproduksjon på ½ pst. En tilsvarende forutsetning for Norge ville, som tidligere omtalt, være mer enn nok til å dekke opp inndekningsbehovet slik det anslås med utgangspunkt i referanseforløpet i Nasjonalbudsjettet 2015. Innsparingen forutsetter at produktivetsgevinster hentes inn gjennom reduksjoner i ressursinnsatsen per bruker og ikke blir værende igjen i de ulike forvaltningsenhetene i form av økt kvalitet eller økt omfang på eksisterende tjenester.

Oppsummering

De langsiktige framskrivningene tegner et bilde av et betydelig langsiktig inndekningsbehov i offentlige finanser. Den viktigste drivkraften er aldringen av befolkningen, som over tid gradvis bidrar til å øke utgiftene til pensjoner, helse og omsorg.

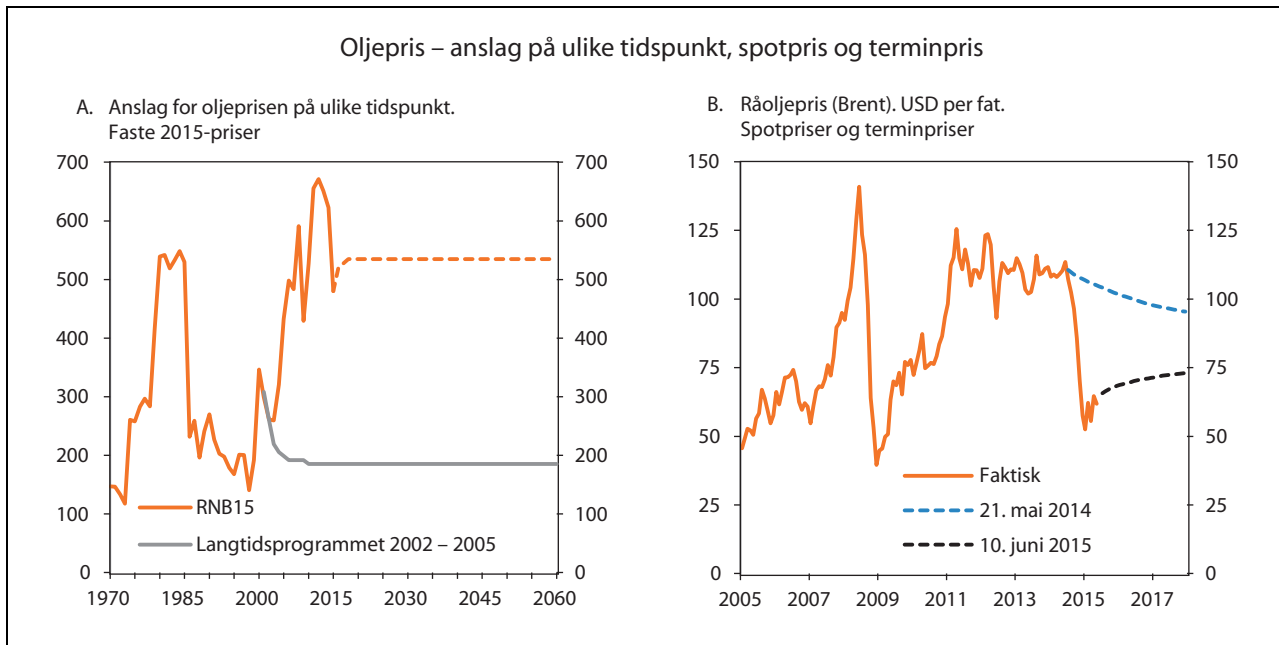
Beregningene som er omtalt ovenfor, illustrerer at framskrivningene av offentlige finanser i vesentlig grad påvirkes av de forutsetningene som legges til grunn. Aldringen av befolkningen og avtakende finansieringsbidrag fra pensjonsfondet vil legge et gradvis økende press på offentlige finanser. Hvor stort dette presset blir, og når det for alvor kommer til syne, vil bl.a. avhenge av hva

som skjer med oljepris, fondsavkastning, effektivisering av offentlig sektor og utvikling i arbeidstilbudet. Lavere arbeidstid og høyere standarder i helse og omsorg vil øke inndekningsbehovet markert sammenliknet med framskrivninger der dagens standarder og arbeidsmarkedstilknytning videreføres.

Ovenfor har vi også belyst konsekvensene av alternative forutsetningen på viktige punkter. Framstillingen gir likevel ikke noen systematisk kartlegging av usikkerheten. En slik kartlegging måtte ta utgangspunkt sannsynlighetsfordelingen for de ulike størrelsene, basert på historiske erfaringer. Avsnitt 9.5 i kapittel 9 viser eksempelvis usikkerheten i fondsutviklingen og tilførelsen til fondet belyst på denne måten, mens figur 10.3 i kapittel 10 viser usikkerheten i fondsavkastningen. Det store mulighetsrommet illustrerer at framskrivningene av inndekningsbehovet i dette kapitlet bare fanger opp en liten del av det mulige utfallsrommet. En bør derfor ikke feste seg for mye med de enkelte tallanslagene. Vurderingene i Perspektivmeldingen 2013 og Nasjonalbudsjettet 2015 er likevel at konklusjonen om at vi står overfor betydelige utfordringer i finanspolitikken på lang sikt framstår som forholdsvis robust.

7.3.3 Konsekvenser av lav oljepris og lav fondsavkastning

Framskrivningene Revidert nasjonalbudsjett 2015 tar utgangspunkt i en langsiktig oljepris på 535 2015-kroner fatet for Nordsjøolje. Dette tilsvarer nærmere 70 dollar fatet med dollarkurs per medio juni. Dette er høyere enn oljeprisen de siste ukene på rundt 65 dollar, men mer på linje med terminprisen to år fram i tid, jf. figur 7.10B. Sammenliknet med framskrivningene til Nasjonalbudsjettet 2015 ble anslaget for prisen på olje i 2015 betydelig nedjustert i Revidert nasjonalbudsjett 2015, og det legges til grunn at oljeprisen også i 2016 og 2017 vil ligge under den anslåtte langsiktige prisbanen. Den tilhørende nedjusteringen av anslagene for statens inntekter fra petroleumsvirksomheten gir lavere netto finansinvesteringer i offentlig forvaltning i disse årene enn i framskrivningene til Nasjonalbudsjettet 2015. En *midlertidig* lav oljepris har imidlertid begrenset betydning for finansieringsbidraget fra pensjonsfondet fram mot 2060, så lenge det langsiktige oljeprisanslaget ligger fast. Figur 7.11 viser et oppdatert forløp for 4-prosentbanen med lavere oljeprisanslag på kort sikt, men med om lag samme langsiktige oljepris som i Nasjonalbudsjettet 2015 (på 535 2015-kroner per fat).



Figur 7.10 Oljepris – anslag på ulike tidspunkt, spotpris og terminpris

Kilder: Langtidsprogrammet 2002–2005, Revidert Nasjonalbudsjettet 2015, Macrobond og ICE.

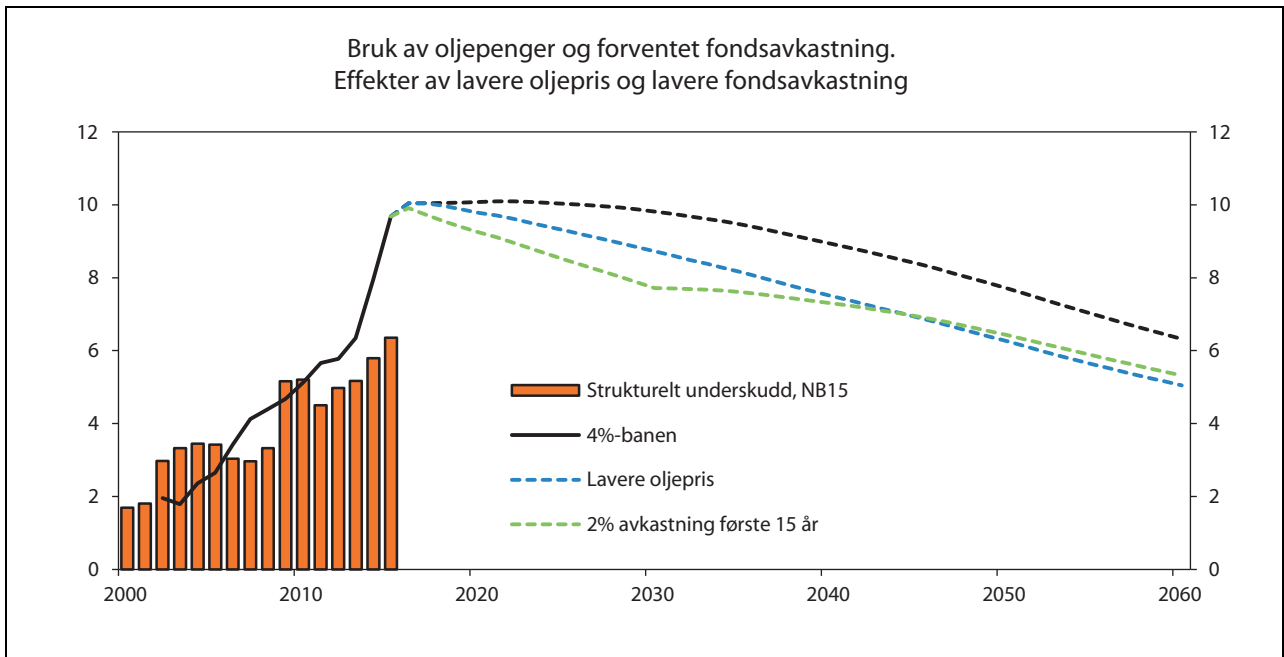
Samtidig er det tatt hensyn til at oppdaterte tall for fondsverdien ved inngangen til 2015 og reviderte nasjonalregnskapstall isolert sett bidrar til å trekke opp 4-prosentbanen sammenliknet med Nasjonalbudsjettet 2015. Det oppdaterte forløpet innebærer at realavkastningen av pensjonsfondet i 2060 gir et bidrag til finansiering av offentlig utgifter som tilsvarer 6,3 pst. av fastlands-BNP. Dette er 0,1 prosentenheter høyere enn finansieringsbidraget som lå til grunn for beregningene av inndekningsbehovet i Nasjonalbudsjettet 2015. Oppdateringen av 4-prosentbanen trekker dermed isolert sett i retning av en nedjustering av anslaget for inndekningsbehovet i 2060 fra 5,2 til 5,1 pst. målt som andel av fastlands-BNP.

Dersom oljeprisen skulle holde seg lav lenge, vil imidlertid inntektsstrømmen fra petroleumsvirksomheten og avsetningene til Statens pensjonsfond utland bli merkbart nedjustert. I så fall vil også det framtidige finansieringsbidraget fra fondet bli redusert. Figur 7.11 viser et forløp for finansieringsbidraget fondet som tar utgangspunkt i en langsiktig oljepris på 435 kroner per fat. Med dollarkurs per medio juni tilsvarer dette 56 USD per fat, som er lavere enn prisen vi nå observerer. Sammenliknet med forløpet med en langsiktig oljepris på 535 2015-kroner og 4 pst. realavkastning innebærer et slikt forløp at finansieringsbidraget fra pensjonsfondet i 2060 reduse-

res fra 6,3 til 5,0 pst. målt som andel av fastlands-BNP. Dette vil isolert sett innebære en tilsvarende økning i behovet for inndekning i 2060.

Usikkerheten om utviklingen i oljeprisen bidrar, sammen med usikkerheten knyttet til kort-siktige svingninger i fondskapitalen, til at anslagene for 4-prosentbanen kan endres betydelig på relativt kort tid, jf. figur 6.5 i kapittel 6 som viser anslagene for 4-prosentbanen fra nasjonalbudsjettene for alle årene siden handlingsregelen ble lagt fram. I tillegg er det også stor usikkerhet knyttet til avkastningen av pensjonsfondet framover. I kapittel 9 argumenteres det for at vi må vente en lavere fondsavkastning enn 4 pst. de nærmeste 15 årene. Figur 7.11 illustrerer at en fondsavkastning på 2 pst. de neste 15 årene vil bidra til å trekke ned finansieringsbidraget fra pensjonsfondet med én prosentenheter til 5,3 pst. i 2060, målt som andel av BNP Fastlands-Norge. Det er da lagt til grunn samme oljepris som i referanseberegningen og at fondsuttaket ikke justeres ned i årene med lavere avkastning. Et slikt forløp vil øke behovet for inndekning i 2060, fra 5,1 pst. til 6,1 pst. av fastlands-BNP.

Høyere eller lavere produktivitetsvekst vil også påvirke finansieringsbidraget fra pensjonsfondet, jf. boks 7.2. De samlede effektene på inndekningsbehovet er imidlertid forholdsvis små.



Figur 7.11 Bruk av oljepenger og forventet fondsavkastning. Effekter av lavere oljepris og lavere fondsavkastning. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjettet 2015 og egne beregninger.

7.4 Hvordan kan inndekningsbehovet reduseres?

Befolkningsframskrivingene innebærer en vedvarende aldring av befolkningen som vil gi et stadig økende inndekningsbehov i offentlige finanser, jf. demografiforløpet i figur 7.13 som viser hvordan videreføring av offentlig velferdsordninger isolert bidrar til endringer i budsjettunderskuddet fram mot 2060. Gjennom det tjuende århundre har forventet levealder i Norge økt med 2½ år per tiår, først særlig som følge av redusert barnedødelighet, senere særlig som følge av at også eldre lever lenger. Levealderen ventes å stige ytterligere i inneværende århundre, med en økning i forventet levealder på 1,3 år per tiår. Stadig bedre helse-tilstand i befolkningen er hovedforklaringen på denne utviklingen.

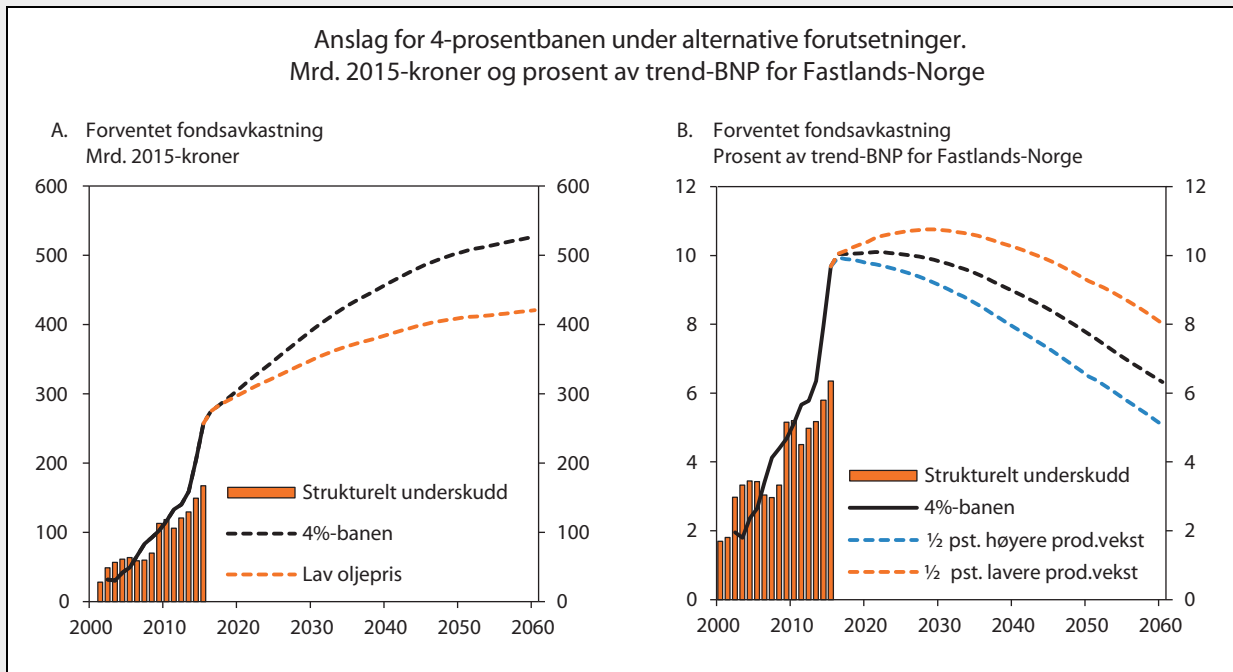
Utfordringen for offentlige finanser som følge av at befolkningen blir eldre, er ikke særnorsk. I motsetning til de fleste andre land har imidlertid Norge betydelige grunnrenteinntekter fra oljevirksomheten. I lys av at en betydelig del av disse inntektene allerede er tatt i bruk, er det begrenset hva de kan bidra med når det gjelder å dekke den vedvarende økningen i utgiftene som følge av at befolkningen blir eldre. Som i andre land må de aldersrelaterte utgiftsøkningene også i Norge først og fremst møtes med reformer som gjør de aktuelle velferdsordningene mer robuste

overfor økende levealder. Utfordringen framstår som særlig krevende innenfor helse og omsorg, siden det her er færre opplagte tiltak enn i pensjonssystemet. For de fleste land vil det trolig være behov for en kombinasjon av tiltak på ulike områder.

Offentlige finanser kan styrkes gjennom økt sysselsetting, høyere skatter, økte brukerpriser, redusert omfang og kvalitet på offentlige tjenester eller reduserte overføringer til husholdninger og næringsliv. Slik sett vil politiske valg for den framtidige arbeidsdelingen mellom privat og offentlig sektor få betydning. Beregningene i avsnitt 7.3 illustrerer hvordan reformer som øker arbeidstilbudet, og dermed skatteinntektene, også vil kunne gi et vesentlig bidrag til å styrke offentlige budsjetter. Det samme vil økt effektivitet i offentlig tjenesteproduksjon, dersom gevinstene brukes til å redusere ressursinnsatsen og ikke til å øke kvaliteten på tjenestene.

Da handlingsregelen ble introdusert i 2001, ble det understreket at regelen i seg selv ikke ville løse de langsiktige utfordringene som følger av en aldrende befolkning. I kapittel 3 om bakgrunnen for handlingsregelen vises det til at handlingsregelen ville gi en innfasing av oljeinntektene som bare et stykke på vei tok høyde for framtidig vekst i pensjonsutgiftene. Det ville derfor bli nødvendig med tiltak som kunne dempe veksten i framtidige offentlige utgifter, slik som endringer i pensjons-

Boks 7.2 Betydningen av produktivitsvekst for 4-prosentbanen



Figur 7.12 Anslag for 4-prosentbanen under alternative forutsetninger. Mrd. 2015-kroner og prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjettet 2015 og egne beregninger.

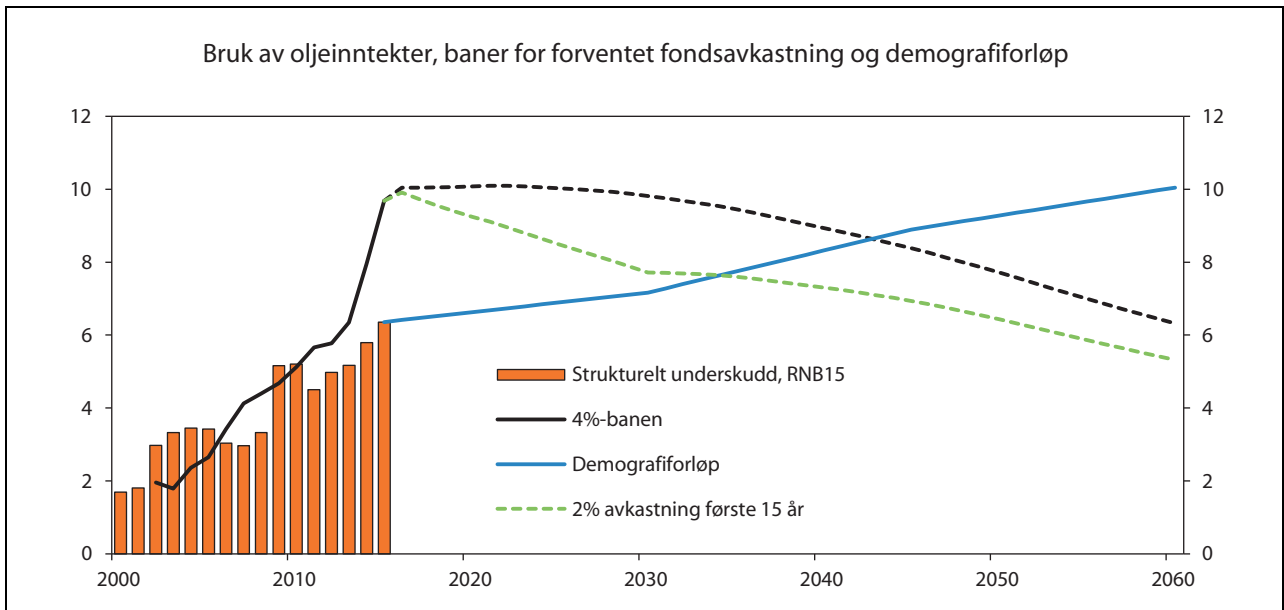
Handlingsregelen innebærer at statens netto inntekter fra oljevirkosmheten overføres til Statens pensjonsfond utland, mens uttaket fra fondet over tid skal svare til den forventede realavkastningen. Hvis uttaket følger realavkastningen, vil realverdien av fondet – og dermed også 4-prosentbanen – øke så lenge staten har inntekter fra oljevirkosmheten. Dette er illustrert i figur 7.12A, som viser 4-prosentbanen i faste 2015-kroner i henholdsvis referanseforløpet og et forløp med 100 kroner lavere oljepris per fat.

Med vekst i produktivitet og/eller sysselsetting vil økonomien vokse over tid. Målt som andel av verdiskapingen vil dermed 4-prosentbanen etter hvert avta. Fondets relative betydning som kilde til finansieringen av offentlige utgifter vil således avhenge av nivået på produktivitsveksten, jf. figur 7.12B. Figuren kan gi inntrykk av at handlingsrommet i finanspolitikken blir mindre hvis produktivitsveksten er høy, og motsatt, at handlingsrommet i finanspolitikken blir større hvis produktivitsveksten er lav. Nivået på produktivitsveksten i fastlandsnæringene har imidlertid begrenset betydning for

handlingsrommet i finanspolitikken, jf. drøftingen i tilknytning til figur 7.9. Økt produktivitet vil redusere betydningen av fondet, men vil også bidra til å redusere offentlige utgifter som andel av verdiskapingen. At utgiftsandelen faller, skyldes at deler av de offentlige utgiftene består av kjøp av varer fra innenlandske næringsvirkosmhet, som relativt sett blir billigere når produktivitsveksten går opp. Samtidig vil skatte- og avgiftsnivået i liten grad endres.

For land hvor offentlig forvaltning har nettogjeld, vil høyere produktivitsvekst styrke bærekraften i offentlige finanser både gjennom å redusere betydningen av nettogjelden og gjennom å redusere offentlige utgifter som andel av verdiskaping og skattegrunnlag.

Økt produktivitsvekst vil gjøre framtidige generasjoner rikere. Relativt til de økte inntektene produktivitsveksten gir opphav til, vil finansieringsbidraget fra fondet bli mindre. Finanspolitikken vil framstå som strammere slik det måles ved endringer i oljekorrigert underskudd målt som andel av BNP for Fastlands-Norge.



Figur 7.13 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter), baner for forventet fondsavkastning og demografiforløp. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015 og egne beregninger.

systemet eller tiltak for å effektivisere offentlige sektor.

Siden 2001 er dette i første rekke blitt fulgt opp gjennom arbeidet med reform av alderspensjonene i folketrygden. Pensjonsreformen illustrerer at budsjettmessige innstramminger ikke behøver å representere innstramminger i innholdet i velferdsordningene – om innholdet vurderes ut fra de forutsetningene som var gjeldende da velferdsordningene ble introdusert. Innsparingene i pensjonsreformen er primært knyttet til at utbetalingen av alderspensjon justeres i takt med stigende levealder. Den enkelte kan motvirke dette ved å stå lenger i arbeid. Om pensjoneringstidspunktet øker i takt med økende levealder, vil årlige pensjonsutbetalinger kunne opprettholdes om lag på samme nivå som i dag. For mange vil dessuten det å stå lenger i arbeidslivet også kunne gi økt livskvalitet og bedre helsetilstand, i tillegg til de rene inntektseffektene.

Erfaringer fra de siste årene kan indikere at insentivene til å stå lenger i arbeid virker. NAV har anslått at sysselsettingsandelen blant arbeidstakere i aldersgruppen 62-66 år har økt med hele syv prosentenheter fra 2008 til 2014. Oppgangen har særlig kommet for personer i private næringer med rett til AFP. Det er ikke overraskende, siden insentivene til å stå i arbeid er sterkest for denne gruppen. Erfaringene fra de siste årene understreker samtidig potensialet for sysselsettingsge-

vinster ved å bringe offentlig tjenstepensjon mer på linje med systemet i privat sektor.

Konjunkturinstituttet (2014) argumenterer for at det også kan være mulig å gjennomføre liknende innsparinger i offentlig tjenstepensjon uten at dette nødvendigvis behøver å svekke innholdet i ordningene, jf. omtalen ovenfor. Potensialet vil imidlertid variere mellom ulike typer offentlige tjenester (for eksempel administrasjon, sykehus, sykehjem og utdanningsinstitusjoner).

Forebyggende helsearbeid, en sunn livsstil med godt kosthold, endrede røykevaner og fysisk aktivitet kan bidra til at de ekstra leveårene i større grad blir «friske leveår», slik at behovet for økt ressursinnsats i helse og omsorg ikke øker så kraftig som framskrivningene indikerer. Mer bruk av hjemmebaserte omsorgstjenester og aktiv bruk av ny omsorgsteknologi kan samtidig redusere ressursbehovet. Økende egenbetaling for omsorgstjenester kan også være et alternativ, ikke minst fordi eldre får stadig bedre råd.

Innenfor helsetjenester har veksten historisk i stor grad blitt drevet av framskritt i hva som medisinsk kan behandles og av stadig dyrere behandlingsutstyr. Generelt har helsetilstanden i befolkningen blitt vesentlig bedret, noe som gjenspeiles i den stadig økende levealderen. Likevel har helsetilgiftene økt kraftig. Også i helsesektoren kan økende egenbetaling være en mulighet, men det vil neppe kunne spille en like stor rolle som for

omsorgstjenester dersom alle skal sikres likeverdig tilgang til helsetjenester.

Økte brukerpriser kan bidra til å dekke inn deler av veksten i offentlige utgifter ved at brukerne må betale mer for de offentlige tjenestene, for eksempel i form av økte egenandeler for helse- og omsorgstjenester, mer bruk av bompenger og økte priser i barnehager, teater, opera osv. Fordelingshensyn har stått sentralt i utbyggingen av universelle velferdsordninger, med begrenset innslag av egenbetalinger. Økte brukerpriser vil kunne resultere i mindre omfordeling av levekår sammenliknet med dagens ordninger. Går man langt i å øke brukerprisene, har man i realiteten sagt at den aktuelle tjenesten ikke lenger er et offentlig ansvar, og tilbudet av tilsvarende private tjenester vil øke.

Økning i skatte- og avgiftssatser for å møte inndekningsbehovet må vurderes i lys av at det norske skatte- og avgiftsnivået allerede er relativt høyt, jf. figur 7.3B. Det var nok bakgrunnen for at St.meld. nr. 29 (2000–2001) poengterte at finansieringen av velferdstjenestene i framtiden ikke burde baseres på økende skatte- og avgiftsnivå.

Foruten mer permanente tiltak for å møte økningen i aldersrelaterte utgifter, er det også et spørsmål i hvilken rolle sparing av deler av oljeinntektene kan spille for å møte de langsiktige utfordringene for offentlige finanser.

Fordeling mellom generasjoner var et sentralt hensyn ved etableringen av handlingsregelen og har også spilt en rolle for den løpende praktiseringen av regelen. Handlingsregelen innebærer at bruken av oljeinntekter skal følge permanentinntekten av de ressursene som allerede er hentet opp og plassert i pensjonsfondet, ikke permanentinntekten av de samlede petroleumsressursene. Retningslinjene gir således en betydelig sparing i den perioden fondet bygges opp.

Samtidig vil framtidige generasjoner nyte godt av høyere inntekter og høyere konsum per innbygger enn dagens generasjoner, så lenge produktivitet og eller sysselsettingsandelen vokser. Det var med i vurderingen når man i 2001 ikke valgte å begrense bruken av oljeinntekter til forventet *vekstkorrigert* realavkastning da handlingsregelen ble innført, jf. omtalen av dette i kapittel 3.

Demografiforløpet i figur 7.13 viser at de aldersrelaterte kostnadene vil øke i et omfang som langt overstiger det pensjonsfondet vil kunne finansiere. Selv om vi hadde brukt vesentlig mindre av oljeinntektene, dvs. spart betydelig mer, ville fortsatt fondet bare kunne finansiert en del av økningen i demografikostnadene. De økte utgiftene til pensjoner, helse og omsorg som følge av aldringen må i all hovedsak møtes ved å gjøre de

aktuelle velferdsordningene mer robuste overfor økende levealder.

Samtidig er det sterke argumenter for jevn utvikling i de offentlige tjenestene. Særlig vil det være uheldig dersom offentlige tjenester først bygges opp, for i neste omgang måtte bygges ned igjen fordi offentlige finansier ikke er bærekraftige. I Revidert Nasjonalbudsjettet 2015 anslås bruken av oljeinntekter i 2015 til 2,6 pst. av fondskapitalen, dvs. vesentlig lavere enn anslaget på forventet realavkastning på lang sikt på 4 pst. Dersom handlingsrommet benyttes, må skattene deretter økes (eller utgifter reduseres) tilsvarende 7 pst. av fastlands-BNP gjennom de 35 årene som da gjenstår fram til 2060. Til sammenlikning anslås det langsiktige innstrammingsbehovet med utgangspunkt i dagens skattnivå og innretning av velferdsordningene til 5,1 pst. av BNP for Fastlands-Norge.

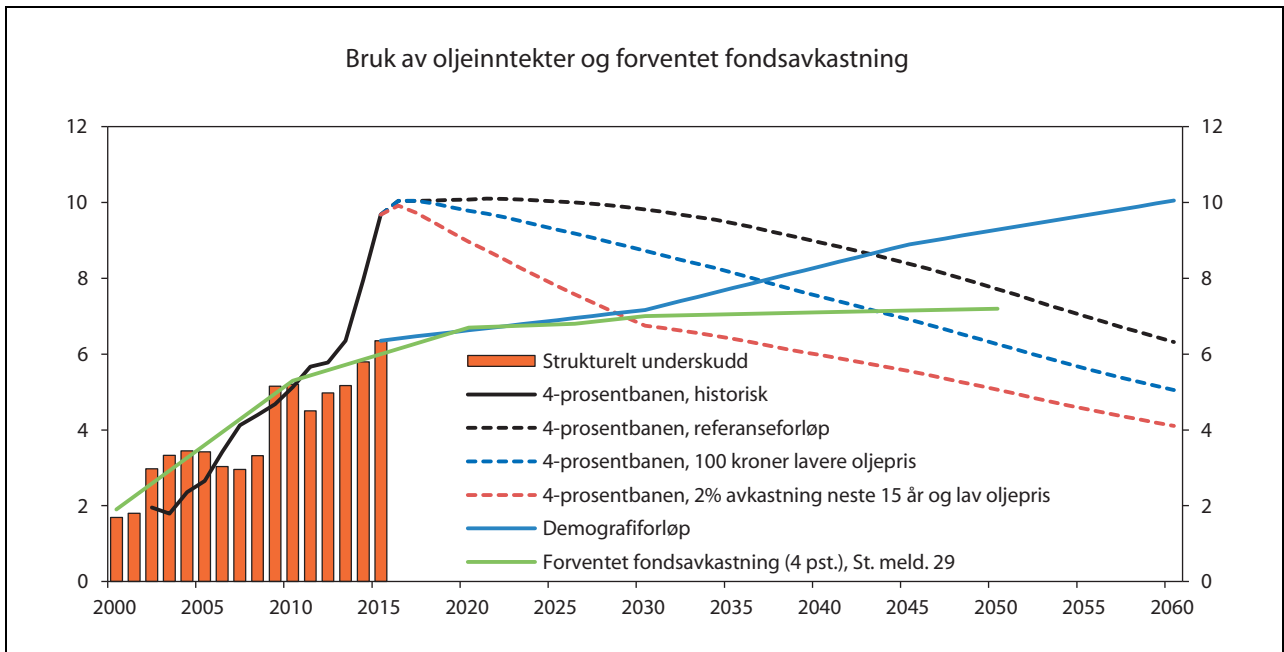
7.5 Oppsummering og utvalgets vurderinger

Aldring av befolkningen trekker i retning av at veksten i offentlige utgifter trolig vil være høyere enn veksten i skattegrunnlagene i en lang periode framover. Samtidig er det en tendens til at kostnadene øker raskere i offentlig tjenesteproduksjon enn i annen produksjon, fordi muligheten for vekst i produktiviteten ser ut til å være dårligere. Videre er det en generell erfaring at etterspørselen etter offentlige tjenester øker både i omfang og kvalitet etter hvert som inntektsnivået i samfunnet stiger.

Framskrivningene i dette kapitlet tegner et bilde av et gradvis stigende langsiktig inndekningsbehov i offentlige finanser, tallfestet til et punktanslag på vel 5 pst. av BNP Fastlands-Norge i 2060.

Konklusjonen om et betydelig langsiktig inndekningsbehov er rimelig robust overfor alternative forutsetninger. Den nøyaktige størrelsen på inndekningsbehovet er imidlertid avhengig av utviklingen i bl.a. oljepris, fondsavkastning, arbeidstilbud og produktiviteten i offentlig tjenesteproduksjon.

Den viktigste drivkraften bak det økende inndekningsbehovet er aldringen av befolkningen, som trekker utgiftene til pensjoner, helse og omsorg opp. Dette må i stor grad møtes med å gjøre de aktuelle velferdsordningene mer robuste overfor økende levealder, slik siktemålet også er med den norske pensjonsreformen. I den fasen norsk økonomi nå er inne i, trekker både den



Figur 7.14 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter), demografiforløp og forventet fondsavkastning. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: St.meld. nr. 29 (2000–2001), Revidert nasjonalbudsjettet 2015 og egne beregninger.

sterke veksten i aldersrelaterte utgifter og usikkerheten om fondsavkastning og oljepriser i retning av å være forsiktig med å øke bruken av oljeinntekter nå. Særlig må en være forsiktig med å øke bruken av oljepenger til utbygging av andre velferdsordninger i perioden før den sterke veksten i aldersrelaterte utgifter setter inn for alvor. Gjør man det, øker også det langsiktige inndekningsbehovet. Dermed kan det bli nødvendig å foreta tilsvarende kutt i andre ordninger eller reversere de nye velferdsreformene på et senere tidspunkt.

I vurderingen av i hvilken grad en bør spare på forhånd for å møte veksten i aldersrelaterte utgifter, må de retningslinjer en velger å følge, også være politisk robuste. Det innebærer at retningslinjene må være relativt enkle å begrunne og praktisere, og de må framstå som fornuftige både på kort og lang sikt. Handlingsregelen innebærer at det er bare realavkastningen som brukes. Man finner ikke eksempler på andre land som har satt til side sine naturressursinntekter og nøydt seg med bare å bruke avkastningen av den finansielle formuen som da bygger seg opp. I et slikt perspektiv framstår de norske retningslinjene som en forholdsvis forsiktig – men også ambisiøs – forvaltning av naturressursrikdom. De kan ses på som resultat av en pragmatisk avveining av hensynet til å unngå ustabilitet på kort sikt og hensynet til langsiktig bærekraft i statsfinansene. Samtidig

er handlingsregelen basert på et intuitivt og forholdsvis enkelt prinsipp.

På den annen side gir det lite mening først planmessig å øke bruken av oljeinntekter relativt til verdiskapingen i økonomien, for om få år like planmessig å måtte redusere den igjen. Slik tallene nå står, blir dette resultatet dersom 4-prosentbanen følges mekanisk i årene framover, jf. figur 7.14. Oppdaterte anslag tyder på at 4-prosentbanen i referansealternativet allerede kan ha nådd toppen, og at den fra rundt 2030 vil peke nedover, jf. den stiplede svarte linjen. Å la bruken av oljeinntekter gå raskt opp til 4-prosentbanen, vil gi et ustabil økonomisk forløp og en ujevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet og i skattene. Gitt nåværende anslag vil da en periode med økt bruk av oljeinntekter snart bli avløst av mange år med en gradvis, men vedvarende reduksjon av bruken av oljepenger sett i forhold til størrelsen på fastlandsøkonomien. Det gjenværende rommet for økt bruk av oljeinntekter vil da være brukt opp lenge før veksten i utgifter til pensjoner, helse og omsorg tar til for alvor, jf. demografiforløpet i figuren som viser konsekvensene for det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet av en videreføring av dagens velferdsordninger. Å skjære gjennom den midlertidige toppen i 4-prosentbanen framstår som en mer stabilitetsorientert bane for finanspolitikken. Selv om dette kan gi et ganske langvarig avvik fra 4-prosentbanen, gir det grunnlag for en

jevnere utvikling i velferdsordninger og skatter. En mer forsiktig innfasing nå innebærer at man ikke trenger å stramme fullt så kraftig til i finanspolitikken når utgiftene til pensjoner, helse og omsorg for alvor skyter fart.

Bildet så ganske annerledes ut da handlingsregelen ble innført i 2001. Den utviklingen en da så for seg i pensjonsfondet, ville gi en gradvis økning i bruken av oljeinntekter i hele perioden fram til 2050, jf. den grønne linjen i figuren. Hovedforklaringen på at bildet har endret seg så markert, er sterkere vekst i verdiskapingen enn lagt til grunn i 2001. Årsaken er dels at produktivitsveksten er justert opp, dels at sysselsettingen har økt mer enn antatt i 2001. Oppgangen i sysselsettingen er blitt understøttet av stor arbeidsinnvandring som også har bidratt til høy befolkningsvekst. I tillegg ble prisveksten fram mot 2020, målt ved deflatoren for fastlands-BNP, anslått relativt lavt i 2001. Innvandring antas å gi et grunnlag for økt vekst i sysselsetting og verdiskaping i mange år framover, men særlig de nærmeste 15 årene.

Det er ikke opplagt at trendmessig høyere økonomisk vekst bør føre til økt sparing i dag for å opprettholde fondets andel av finansieringen av offentlige velferdsordninger, særlig ikke hvis veksten har sin bakgrunn i økt produktivitsvekst i fastlandsnæringene. Samtidig som høyere produktivitet isolert sett reduserer fondet og realavkastningen som andel av fastlands-BNP, trekkes også offentlige utgifter ned som andel av verdiskapingen, slik at inndekningsbehovet i offentlige finanser blir lite endret. Produktivitsvekst gjør dessuten framtidige generasjoner rikere. De fordelingshensynene som ligger til grunn for progressiviteten i skattesystemet, kan også tilsi progressivitet i beskatningen mellom generasjoner. Hensynet til at skattesatser og offentlige ytelser bør svinge minst mulig over tid taler imidlertid for å unngå et markert pukkelforløp på bruken av oljeinntekter.

Oppjusteringen av 4-prosentbanen gjennom de siste par årene har også sammenheng med høy avkastning i fondet, særlig sammenliknet med utviklingen under finanskrisen i 2008. Videre har høy oljepris bidratt til et betydelig påfyll av kapital i fondet. Anslaget for utviklingen framover er ikke basert på videreføring av en så høy avkastning eller en så høy oljepris som vi har hatt de siste årene. Men utviklingen kan også bli svakere enn i dette referanseforløpet, og figuren gir flere eksempler på dette. Den blå linjen viser et alternativ der oljeprisen er 100 kroner lavere

per fat, tilsvarende en langsiktig pris på om lag 56 dollar fatet. Nedgangen i 4 prosentbanen kommer da raskere og blir brattere enn i referanseforløpet.

En strategi der vi skjærer gjennom midlertidige topper, vil også gjøre oss mindre sårbare for fall i internasjonale finansmarkeder. Erfaringene viser at vi må regne med slike år fra tid til annen. I kapittel 9 argumenteres det for at vi må vente en lavere fondsavkastning enn 4 pst. de nærmeste 15 årene. På samme måte som lavere oljepris bidrar dette til at nedgangen i 4-prosentbanen kommer raskere og blir brattere, jf. den oransje stiplede linjen i figuren.

Handlingsregelen er konstruert for å bidra til en jevn og opprettholdbar bruk av oljeinntektene, for å unngå brå og unødige næringsomstillinger og for å få en jevn utvikling i offentlige tjenester. Langs alle disse tre dimensjonene er det hensyn som taler for å skjære gjennom den midlertidige toppen i 4-prosentbanen og begrense økningen i bruken av oljeinntekter de nærmeste årene:

- Å følge 4-prosentbanen mekanisk, slik denne banen nå anslås, gir ikke en jevn bruk av oljeinntekter. Dette blir enda mer markert med lav oljepris eller en periode med lav avkastning av fondet. Et slikt forløp for bruken av oljepenger vil dessuten innebære at rommet for økt innfasing er brukt opp lenge før økningen i aldersrelaterte utgifter til pensjoner, helse og omsorg for alvor slår ut i offentlige finanser.
- En rask opptrapping av bruken av oljeinntekter nå, kan også gi unødige næringsomstillinger. Aldringen av befolkningen tilsier stigende aktivitet i helse- og omsorgssektoren over tid, mens økt bruk av oljepenger de nærmeste årene trolig vil gå til mange andre formål enn dette. Hensynet til å unngå unødige næringsomstillinger taler for ikke å øke bruken av oljeinntekter til andre formål i perioden før økningen i utgiftene til pensjoner, helse og omsorg tar til. Det kreves både tid og ressurser å flytte arbeidere og kapital mellom sektorer.
- En jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet krever at vi bygger ut helse- og omsorgstjenestene når det blir flere eldre. Selv med effektivisering på andre områder, vil en slik utbygging trolig måtte gå på bekostning av andre offentlige oppgaver eller (del)finansieres gjennom høyere skatter og avgifter. Jo høyere bruken av oljepenger da er kommet, desto sterkere blir de nødvendige innstrammingerne.

7.6 Referanser

EU-kommisjonen (2012): *Fiscal Sustainability Report 2012*. European Economy 8/2012

Holmøy, Erling og Birger Strøm (2014): *Fritid, forbruk og skatt fremover*, Samfunnsøkonomen nr. 6/2014.

Konjunkturinstituttet (2014): *Är et bibehållet offentligt åtagende et hållbart åtagende – Utvärdering*

av den langsiktiga hållbarheten i de offentliga finanserna, Specialstudier Nr. 39, mars 2014.

Meld. St. 1 (2012–2013) *Nasjonalbudsjettet 2012*.

Meld. St. 12 (2012–2013) *Perspektivmeldingen 2013*.

Meld. St. 1 (2014–2015) *Nasjonalbudsjettet 2015*.

St.meld. nr. 29 (2000–2001) *Retningslinjer for den økonomiske politikken*.

Kapittel 8

Utfordringer for norsk økonomi på kort og mellomlang sikt

8.1 Innledning

Dette kapitlet drøfter følgende del av mandatet:

«Utfordringene for norsk økonomi og offentlige finanser har også på andre områder endret seg siden 2001:

- Økt etterspørsel fra petroleumssektoren har siden 2001 gitt sterke vekstimpulser til den norske fastlandsøkonomien. Denne medvinden er trolig i ferd med å snu til motvind.
- Den kostnadmessige konkurranseevnen er betydelig svekket. Det har fristilt ressurser til skjermede næringer, men kan samtidig gjøre det mer krevende å få til nødvendige omstillinger i fastlandsøkonomien framover.
- Husholdningenes gjeld og boligprisene har steget markert de siste årene og er nå kommet opp på svært høye nivåer. Også i kommunesektoren har gjeldsopptakene vært store.
- Etter EØS-utvidelsen i 2004 har høy arbeidsinnvandring styrket produksjonsevnen og evnen til omstilling i norsk økonomi. Samtidig har det økt presset på bl.a. infrastruktur, boliger og kommunale tjenester.»

Utvalget er bedt om å vurdere praktiseringen av retningslinjene for bruken av oljeinntekter bl.a. i lys av disse utfordringene.

Avsnitt 8.2 beskriver noen viktige trekk ved utviklingen i norsk økonomi. Oljevirkens betydning for fastlandsøkonomien og kostnadsnivået, den kraftige arbeidsinnvandringen, og det høye nivået på boligpriser og gjeld i husholdningene er drøftet i egne underavsnitt.

Oljeprisen har falt fra 110 dollar fatet sommeren 2014 til et nivå rundt 65 dollar fatet nå (medio juni 2015). Avsnitt 8.3 drøfter mulige konsekvensene for norsk økonomi av lavere oljepris.

Avsnitt 8.4 drøfter hvilken betydning utviklingstrekkene belyst i avsnitt 8.2 og 8.3 kan ha

for finanspolitikken og for praktiseringen av retningslinjene for bruken av oljeinntekter. Avsnitt 8.5 oppsummerer.

Det vises ellers til egne kapitler om fondsavkastningen og langsiktige utfordringer for offentlige finanser.

8.2 Noen viktige trekk ved utviklingen i norsk økonomi

De siste ti-tolv årene har flere forhold bidratt til god vekst i den norske fastlandsøkonomien, mens andre industriland etter 2008 har vært tynget av ettervirkningene av den internasjonale finanskrisen. Prisene på olje og enkelte andre deler av vår eksport har vært høyere enn før, mens importprisene har vært lave. Selv etter nedgangen mot slutten av fjoråret og inn i 2015, er oljeprisen mer enn dobbelt så høy som før tusenårsskiftet. Bedringen i bytteforholdet overfor utlandet har bidratt vesentlig til å løfte Norges disponible realinntekt sammenliknet med situasjonen fram til årtusen-skiftet.

Høyere oljepris har også bidratt til økt aktivitet på norsk sokkel, som har gitt sterke impulser inn i fastlandsøkonomien. Etterspørselen fra husholdningene er trukket opp av den høye veksten i inntektene og en lånebølge understøttet av lave renter. Boligprisene har steget raskt, også de siste årene, mens mange andre industriland har opplevd stagnasjon eller nedgang i boligprisene. Etterspørselen er også trukket opp av stigende bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet og gjeldsopptak i kommunene. Oppgangen i samlet etterspørsel har bidratt til høy lønnsvekst. Det har dempet aktiviteten i konkurranseutsatt virksomhet og fristilt arbeidskraft og realkapital. Sammen med innvandring har disse ressursene gjort oss i stand til å møte høyere etterspørsel etter varer og tjenester fra det offentlige og andre skjermede sektorer.

8.2.1 Petroleumsvirksomheten

Fra 1970 til i dag er petroleumsvirksomheten bygget opp til en stor næring. Verdiskapingen i næringen utgjør i dag om lag en firedel av Norges bruttonasjonalprodukt. Eksporten av råolje og naturgass beløp seg til over 570 mrd. kroner i 2013, og stod dermed for om lag halvparten av samlet norsk eksport. Inntektene til næringen avhenger først og fremst av prisen på olje og gass. Prisen på olje svinger mye, og siden årtusenskiftet har verdiskapingen i næringen variert mellom 19 og 27 pst. av BNP. Næringen er svært kapitalintensiv. I 2013 benyttet den 15 pst. av all produksjonskapital i Norge, mens andelen av sysselsettingen bare var 1 pst. Størsteparten av overskuddet fra utvinningen av olje og gass tilfaller staten gjennom oljeskatter, inntektene fra statens eierandeler og utbytte fra Statoil. De løpende innbetalingene plasseres i Statens pensjonsfond utland (SPU). Ved at fondet investeres utenfor Norge, skjermes fastlandsøkonomien og kronkursen fra store og varierende valutastrømmer.

Selv om den direkte sysselsettingen er lav og den løpende kontantstrømmen til staten spares i SPU, har oljevirkosomheten gitt betydelige vekstimpulser til norsk fastlandsøkonomi de siste 40 årene. For å investere og produsere etterspør oljevirkosomheten et bredt utvalg av varer og tjenester. Denne etterspørselen retter seg dels mot utenlandske bedrifter, dels mot norske. Over tid har det vokst fram mange norske bedrifter som leverer til oljevirkosomheten, og om lag 60 pst. av den samlede etterspørselen fra oljesektoren dekkes nå direkte eller indirekte av leveranser fra norske virksomheter.

Sett i forhold til størrelsen på fastlandsøkonomien økte den samlede etterspørselen fra oljevirkosomheten særlig kraftig fra midt på 1970-tallet til midt på 1980-tallet, jf. figur 8.1A. Etter dette svingte etterspørselen noe, før den tok seg ytterligere opp i årene 2005–2014.

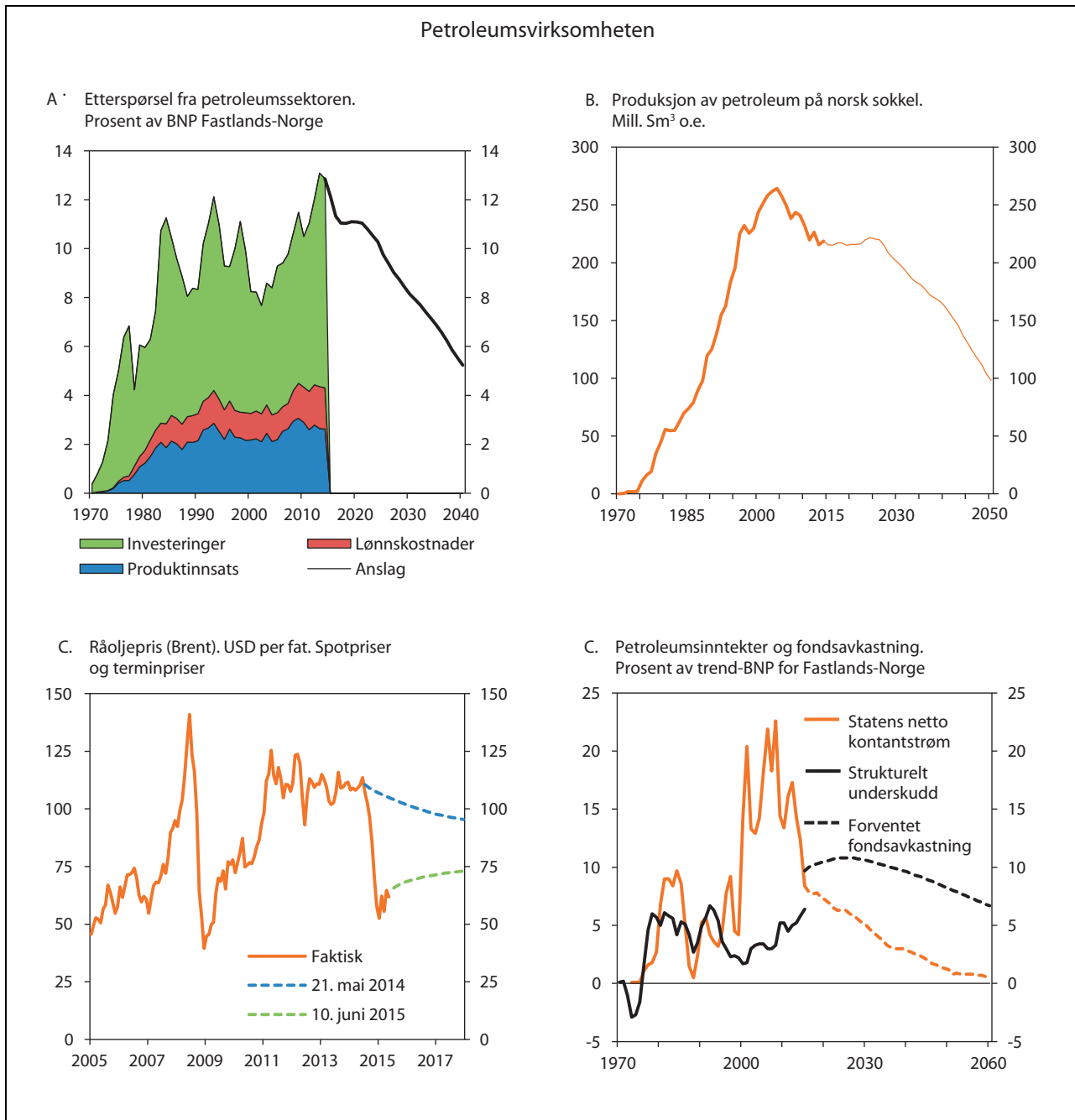
Etterspørselen fra sektoren består dels av *investeringer* i letevirkosomhet, feltutbygging, rørtransport, landvirkosomhet og felt i drift. Over tid har en stadig større andel av de totale investeringene på sokkelen gått til felt som allerede er i drift. Samtidig har andelen av investeringene som går til utbygging av nye felt, gått ned. Den andre komponenten i etterspørselen fra sektoren er *produktinnsatsen*, som inkluderer alle leveranser til den løpende driften av virksomheten – alt fra trykkstøtte til vedlikehold og catering. Selv om investeringene utgjør den største andelen av etterspørselen fra petroleumsnæringen, har også pro-

duktinnsatsen over tid økt i forhold til størrelsen på fastlandsøkonomien. Oppgangen gjenspeiler dels at produksjonen på sokkelen har økt raskere enn produksjonen i fastlandsøkonomien, men også at det er vanskeligere å hente ut olje og gass fra modne enn fra nye felt. Den tredje komponenten i etterspørselen fra sektoren er *lønnskostnadene*, som er små sammenliknet med nivået på investeringer og produktinnsats ettersom det er relativt få som er ansatt direkte i oljevirkosomheten. Målt i forhold til størrelsen på fastlandsøkonomien har likevel lønnskostnadene økt noe gjennom de siste 40 årene.

Petroleumsvirksomheten påvirker også fastlandsøkonomien gjennom *bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet*. Siden midten av 1970-tallet har bruken av oljeinntekter svingt rundt et nivå som tilsvarer vel 4 pst. av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, jf. figur 8.1D. Handlingsregelen for finanspolitikken har etter 2001 lagt opp til at bruken av oljeinntekter over til skal svare til forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland, anslått til 4 pst. av kapitalen i fondet. Det har lagt til rette for en gradvis innfasing av oljeinntekter i norsk økonomi. I dag svarer bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet til drøyt 6 pst. av BNP Fastlands-Norge.

Høy etterspørsel fra petroleumssektoren bidro til å holde aktiviteten i fastlandsøkonomien oppe i kjølvannet av finanskrisen, og dermed til å dempe konjunkturutslaget i norsk økonomi. Etterspørselen fra petroleumsvirksomheten har tidligere stort sett forsterket konjunktursvingningene i fastlandsøkonomien. Dette skyldes flere forhold. Investeringer på sokkelen retter seg dels mot fastlandsøkonomien og påvirker aktivitetsnivået der. Selskapenes lønnsomhetsanalyser avhenger av forventet oljepris. Høy vekst i verdensøkonomien innebærer typisk økt forbruk av olje og dermed høyere priser på olje og gass. Derfor kan flere investeringsprosjekter bli vurdert som lønnsomme i perioder hvor resten av norsk økonomi nyter godt av høy etterspørsel fra verdensmarkedet. I perioder der oljeprisen øker på grunn av forstyrrelser på tilbudssiden, kan dette mønsteret brytes. Statistiske analyser viser at aktiviteten i norsk økonomi de siste 20 årene gjennomgående har blitt positivt påvirket av økte oljepriser som skyldes høyere etterspørsel etter olje, mens aktiviteten i økonomien kun har økt svakt når prisoppgangen har kommet som følge av redusert tilbud av olje, jf. Aastveit m.fl. (2012) og Cappelen m.fl. (2013).

I hvor stor grad endringer i investeringer og produktinnsats påvirker aktivitetsnivået i fast-



Figur 8.1 Petroleumsvirksomheten

Kilder: BP, Macrobond, Statistisk sentralbyrå, Oljedirektoratet, Olje- og energidepartementet og Finansdepartementet (RNB 2015).

landsøkonomien, vil avhenge av hvor stor andel av leveransene som produseres i Norge. Ved oppstarten av petroleumsvirksomheten ble en betydelig andel av etterspørselen dekket av import. Over tid har oppbygging av kompetanse i Norge gjort at en økende andel av leveransene produseres her.

Mange næringer i norsk økonomi påvirkes av etterspørselen fra petroleumsvirksomheten. Utfordringene ved å utvinne petroleum har bidratt til utvikling av kompetanse og teknologi på sokkelen og blant underleverandører, jf. Bjørnland og

Thorsrud (2014). Mange bedrifter har omstilt seg til mer lønnsom produksjon rettet mot oljenæringen. Dette gjelder ikke bare industrivirksomhet, men også for deler av tjenestesektoren. Også bygg og anlegg og sjøfarten, via supply-virksomheten på norsk sokkel, har leveranser til petroleumsvirksomheten. Noen foretak leverer direkte til næringen, mens andre bidrar med produktinnsats til produsenter som leverer til næringen. Ifølge beregninger foretatt av Statistisk sentralbyrå for Holden-III utvalget (NOU 2013:13) var om lag

11 pst. av bruttoproduktet i fastlandsbasert, markedsrettet virksomhet i 2012 leveranser til petroleumsnæringen i Norge. Petroleumsressursene på norsk sokkel er begrenset, og etter hvert som vi utvinner petroleum, blir det færre ressurser igjen i bakken. Produksjonen har trolig allerede passert toppen. At etterspørselen fra virksomheten har fortsatt å vokse også etter at produksjonen har passert toppen, gjenspeiler at det gjennomgående er dyrere å utvinne olje og gass fra godt modne felt og fra nye, marginale felt enn fra tidligere utbygginger. Etterspørselen vil også avhenge av letevirkomheten og hvilke områder som åpnes for petroleumsvirksomhet. Etter hvert vil også etterspørselen rettet mot norsk fastlandsøkonomi gå ned. Mye tyder på at vi nå har passert et vendepunkt. Framover må vi vente at etterspørselen fra petroleumssektoren vil variere noe fra år til år, men langs en nedadgående bane. Tempoet i nedtrappingen er usikkert og vil bl.a. avhenge av pris-siktene for olje og gass.

Selv om petroleumssektoren fortsatt vil være en stor og viktig næring for Norge, vil det skape behov for omstillinger i norsk økonomi når denne næringen gradvis bygges ned. Disse omstillingene vil bli mer krevende enn de Norge opplevde da denne lønnsomme næringen ekspanderte. Kostnadene ved omstillingen vil imidlertid avhenge av tempoet i nedbyggingen. Ved en gradvis nedbygging vil det være lettere for bedriftene å omstille leveransene mot utenlandske kunder eller andre markeder. Leverandørbedrifter som selger til utlandet, vil fortsatt kunne bidra til verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Så langt har flere av leverandørselskapene vokst markert også i andre markeder, jf. Mellbye m.fl. (2012) og Rystad Energy (2014). Etterspørselen fra utlandet etter slike tjenester vil bl.a. avhenge av utviklingen i oljeprisen.

Dersom nedgangen skulle komme brått, eller følge en ujevn bane, vil kravene til god omstillings-evne kunne bli betydelige. Den økonomiske politikken må ta høyde for en slik utvikling. Aktiviteten i petroleumsnæringen, og dermed også etterspørselen som retter seg mot fastlandsøkonomien, har svingt mye over tid. Den markerte nedgangen i oljeprisen i fjor høst og inn i 2015 kan i en periode forsterke den underliggende nedgangen i etterspørselen fra sektoren. Konsekvensene for norsk økonomi av en vedvarende lav oljepris drøftes nærmere i avsnitt 8.3.

Lønningene har i en årrekke økt raskere i Norge enn i andre land, understøttet av bl.a. en høy oljepris og økende etterspørsel fra virksomheten på norsk sokkel. Dette gjelder ikke bare i olje-

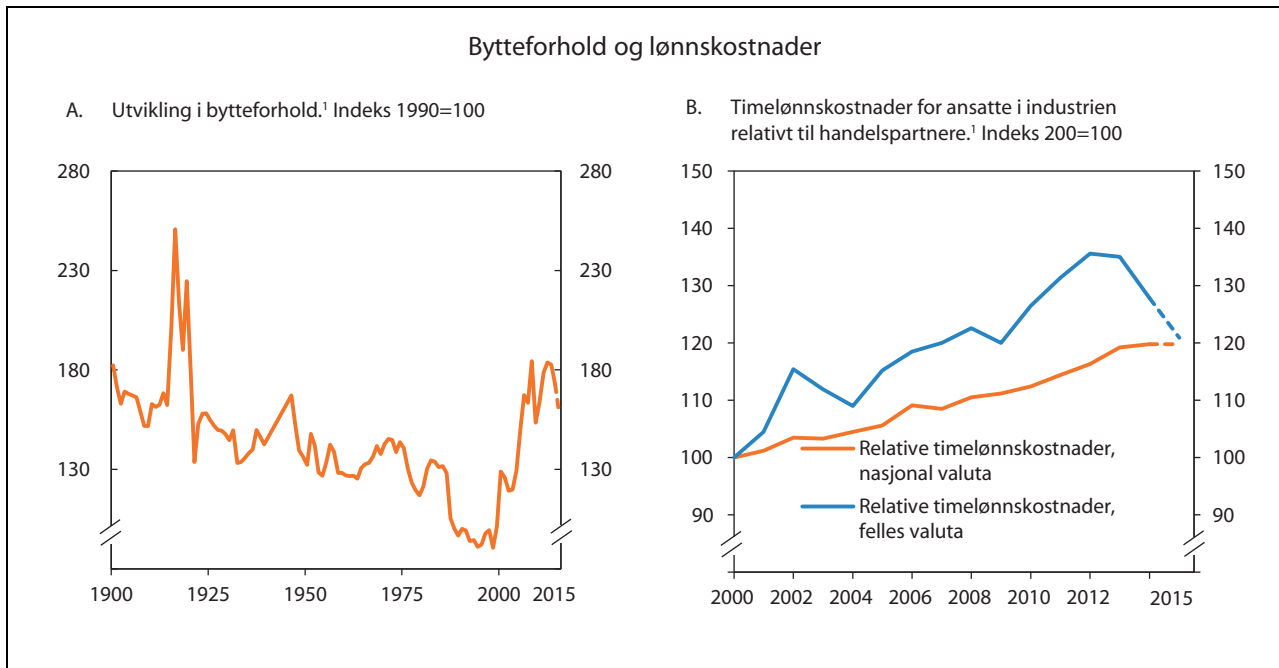
relaterte næringer, men også i resten av økonomien. Et høyt kostnadsnivå har vært tungt å bære for bedrifter som etter finanskrisen har stått overfor lavere etterspørsel fra eksportmarkedene. Både oljerelatert virksomhet og andre næringer merker nå at norsk arbeidskraft er dyr. De siste årene har flere bedrifter tapt i konkurranser om store kontrakter på norsk sokkel. Svekkelsen av kronen de to siste årene har motvirket noe av tapet i kostnadmessig konkurranseevne, men målt i felles valuta er lønnsnivået fortsatt høyere enn hos våre handelspartnere, jf. figur 8.2B.

Når kostnadene har kunnet vokse raskere i Norge enn hos våre handelspartnere, har det i hovedsak et motstykke i en gunstig utvikling i bytteforholdet mot utlandet, ikke i høyere vekst i produktiviteten målt i volum. Vi har fått godt betalt for vår eksport, særlig av olje og gass, mens prisene på det vi importerer har økt mindre. Virksomheten på norsk sokkel har hatt høy betalingsevne og gitt betydelige impulser til fastlandsøkonomien. En tredel av veksten i Norges disponible inntekt etter årtusenskiftet og fram til 2013 skyldes bytteforholdsgevinster. Historisk må vi helt tilbake til første verdenskrig for å finne en periode med en tilsvarende utvikling i bytteforholdet, jf. figur 8.2A. Den gangen var det særlig skipsfarten som opplevde høye priser, med overoppheting av norsk økonomi som resultat og et alvorlig økonomisk tilbakeslag da prisene falt, jf. Lie (2012) og Rødseth (2014). Fallet i oljepris gjennom andre halvdel av 2014 bidro til at det samlede bytteforholdet i 1.kvartal 2015 var over 10 pst. lavere enn på samme tid i 2014. Likevel var bytteforholdet fremdeles nesten 60 pst. høyere enn ved årtusenskiftet. Hvis utviklingen i bytteforholdet gjennom de siste ti-femten årene skulle bli reversert må lønnsnivået tilpasses i alle deler av økonomien.

8.2.2 Arbeidsinnvandring

EU-utvidelsen i 2004 ga innbyggerne i mange tidligere østblokkland adgang til det felles arbeidsmarkedet i EØS. Med gode jobbmuligheter, høye lønninger og godt utbygde velferdsordninger har Norge trukket til seg mange arbeidsinnvandrere, spesielt fra Polen og Litauen. Etter 2004 har to av tre nye sysselsatte vært en arbeidsinnvandrer, og fra 2009 har nesten hele veksten i sysselsettingen kommet fra arbeidsinnvandring, jf. figur 8.3. Også sammenliknet med mange andre land i EØS-området har tilstrømmingen til Norge vært svært høy.

Det er grunn til å regne med at det også i årene framover vil være mange europeere som



Figur 8.2 Bytteforhold og lønnskostnader

¹ For 2015 er det for Norge benyttet anslag for årslønnsvekst, mens det for handelspartnere er benyttet anslag for lønnskostnader per ansatt i hele økonomien.

Kilder: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene, Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.

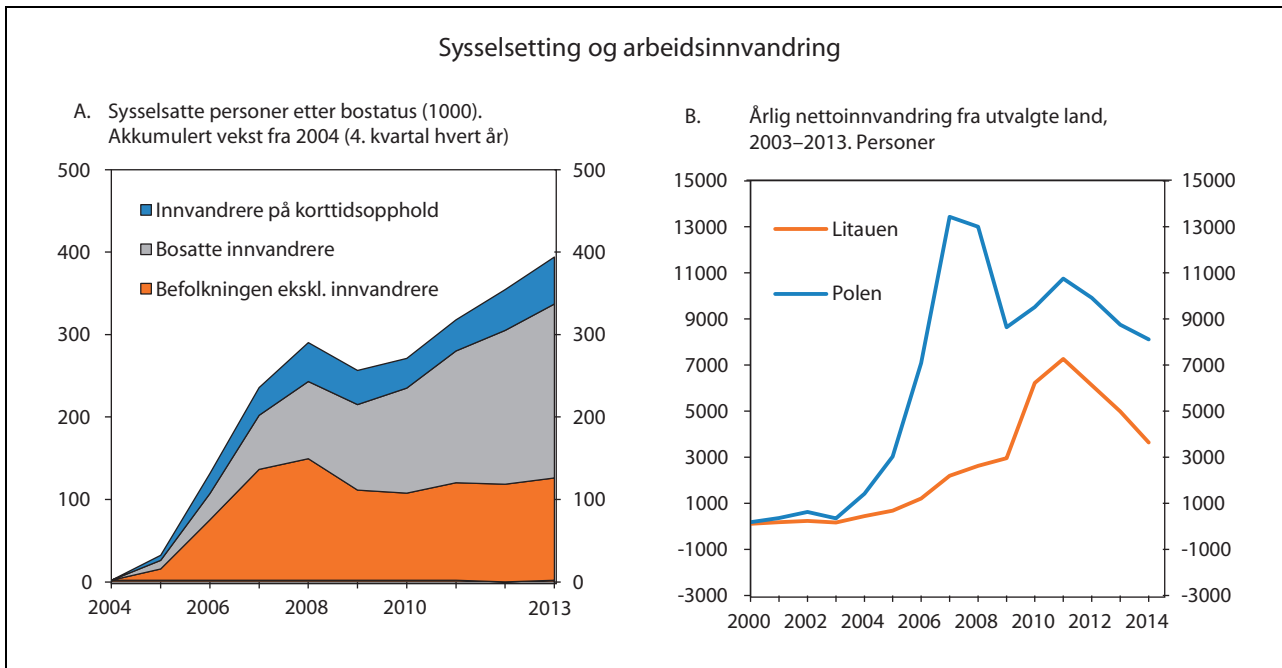
ønsker å komme til Norge for å søke arbeid. Det materielle velstandsnivået er betydelig høyere i Norge enn i de fleste andre europeiske land, særlig for lavt utdannet arbeidskraft, og arbeidsledigheten vil trolig forbli høy i mange europeiske land i lang tid fremover. Samtidig er det erfaring for at tidligere innvandrere fungerer som brohoder for videre innvandring. Siden befolkningen i EØS-området er om lag 100 ganger større enn den norske, vil selv en svært liten andel av EØS-befolkningen være mange for et lite land som Norge. Omfanget av innvandringen framover påvirkes på kort sikt av nettverk og institusjonelle forhold, men vil over tid i all hovedsak bli bestemt av utviklingen i norsk økonomi og arbeidsinnvandrernes mulighet for å få jobb i Norge.

Den store tilgangen på arbeidskraft fra de nye EU-landene etter 2004 har først og fremst endt opp i tjenesteytende næringer og i byggenæringen, som har relativt lav produktivitet. Internasjonalt trekkes derimot arbeidsinnvandring ofte fram som en viktig faktor for økt produktivitet og økt nyskaping og innovasjon, bl.a. fordi arbeidsinnvandrerne til dels har høyere utdanning enn gjennomsnittet i befolkningen, jf. Rodrik (2011), Rolfe m.fl. (2013) og kapittel 6 i Produktivitetskomisjonens rapport (NOU 2015: 1). En slik effekt kan også ha gjort seg gjeldende for oljenæringen i Norge.

Sammenliknet med andre land er lønnsforskjellene i Norge relativt små og velferdssystemet godt. Derfor vil jobb i Norge økonomisk sett være meget gunstig for arbeidstakere med lav utdanning. Innvandrere med høy kompetanse har i mange tilfeller mindre å tjene på å komme til Norge, fordi de kan ha muligheter til bedre betalt arbeid andre steder. Friberg m.fl. (2013) viser at høyt kvalifiserte personer som reiser ut fra Polen og andre østeuropeiske land, foretrekker land der de behersker språket, som Storbritannia.

Gevinsten ved arbeidsinnvandringen, både for innvandrerne selv og det norske samfunnet, avhenger av at innvandrerne kommer inn i produktiv virksomhet og forblir sysselsatt. Arbeidsinnvandrere er særlig utsatt for å miste jobben ved økonomiske tilbakeslag, fordi de har dårligere språkkunnskaper og mer kortvarige ansettelsesforhold. I tillegg er de ofte sysselsatt i konjunktursatte næringer.

Holden III-utvalget viste til at ny arbeidsinnvandring til en viss grad utkonkurrerer lokal arbeidskraft, både norske arbeidstakere og tidligere arbeidsinnvandrere. Arbeidstakere med liten kompetanse er særlig utsatt. Reallønnsveksten i næringer med høy andel innvandrere blant de sysselsatte, som hotell- og restaurantbransjen og forretningsmessig tjenesteyting (som inkluderer bemanningsselskapene), har vært lavere enn i



Figur 8.3 Sysselsetting og arbeidsinnvandring

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.

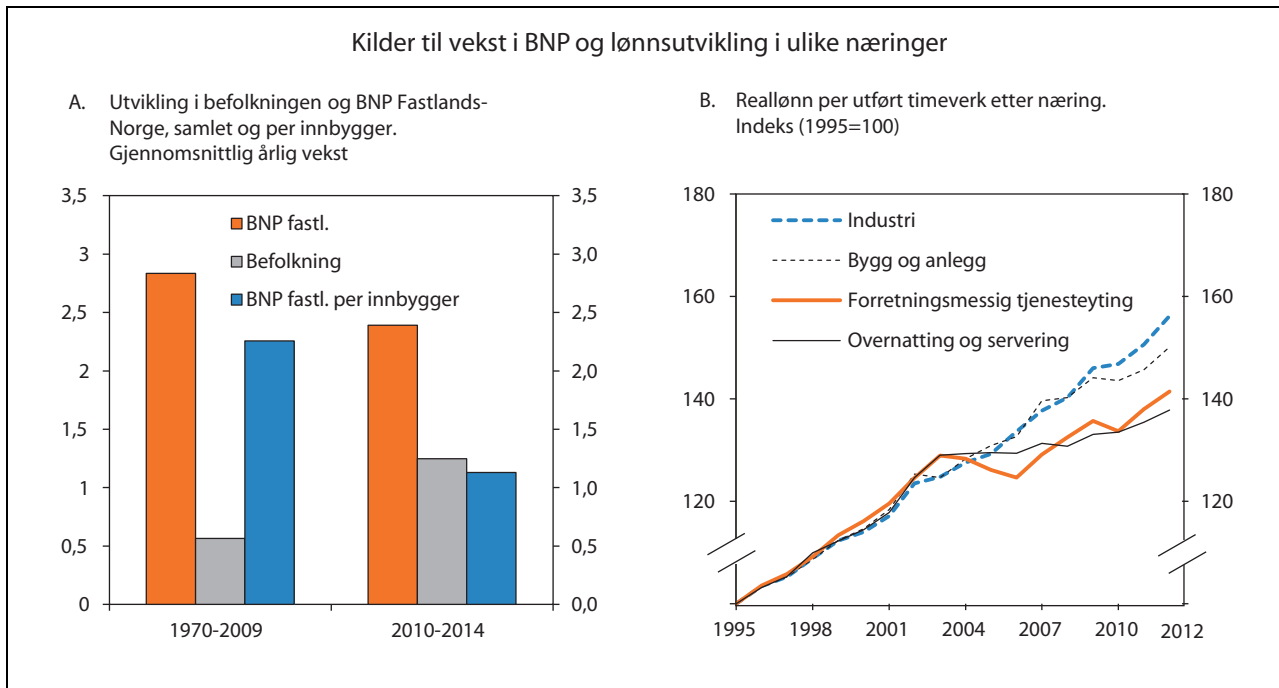
næringer med lite bruk av utenlandsk arbeidskraft, jf. figur 8.4B. Det skyldes at arbeidsinnvandrere ofte har lavere lønninger og dermed trekker gjennomsnittet ned, men også at lønnsveksten i disse næringene mer generelt er blitt dempet.

Arbeidsinnvandrere har gjennomgående lavere lønn enn norske arbeidstakere. Hvis lønns- og arbeidsbetingelsene blir for dårlige, blir innvandrerens egen gevinst ved jobben liten, samtidig som risikoen blir større for at lokale arbeidstakere og virksomheter som i stor grad bruker lokal arbeidskraft, blir utkonkurrert. Dette vil også kunne føre til økte inntektsforskjeller og større sosial ulikhet.

Det er iverksatt flere tiltak mot såkalt sosial dumping. Hensikten har vært å motvirke svært dårlige lønns- og arbeidsvilkår og useriøsitet bl.a. i form av svart arbeid. Dette inkluderer tiltak som innføring av id-kort i flere næringer, krav om norske lønns- og arbeidsvilkår i offentlige kontrakter og bransjeprogrammer for å fremme seriøsitet i særlig utsatte bransjer. Allmenngjøringsinstituttet, dvs. at minstelønnssetningene i tariffavtalene gjøres obligatoriske for alle, har også vært med på å motvirke svært lave lønninger i de fire bransjene der allmenngjøring er blitt vedtatt (jordbruk, bygg, renhold og skips- og verftsindustrien). Tiltakene mot sosial dumping kan samtidig medføre at norske virksomheter skjermes fra konkurranse utenfra.

Arbeidsinnvandrere som kommer til Norge, er gjerne i de mest arbeidsdyktige aldersgruppene. Andelen sysselsatte er likevel lavere blant innvandrere fra EØS-landene i Sentral- og Øst-Europa enn for samme aldersgrupper i resten av befolkningen. Ordninger som motvirker svært lave lønninger og dårlige arbeidsvilkår, vil trolig bidra til at de innvandrere som kommer, i større grad blir værende i jobb og derfor er mindre tilbøyelige til å gå over på trygdeordninger. For ytterligere å dempe presset fra innvandring på de norske velferdsordningene foreslo Brochmann-utvalget (NOU 2011: 7) å dreie trygdeordningene i en mer aktivitetsorientert retning og pekte da særlig på helserelevante ytelser, overgangsstøtten til enslige forsørgere og økonomisk stønad til livsopphold. Slike endringer kan begrense muligheten for å ta med opparbeidede trygderettigheter ut av landet, noe som kan være attraktivt gitt det internasjonalt sett høye lønnsnivået i Norge.

Den høye arbeidsinnvandringen de siste ti årene har styrket næringslivets evne til å produsere. Arbeidsinnvandringen har også avhjulpet problemer med flaskehals i enkelte næringer. BNP-veksten i fastlandsøkonomien har holdt seg oppe, til tross for lavere vekst i produktiviteten. Veksten i BNP for Fastlands-Norge pr. innbygger har derimot vært klart lavere enn det vi har sett i tidligere år, jf. figur 8.4A, med et fall fra over to



Figur 8.4 Kilder til vekst i BNP og lønnsutvikling i ulike næringer

Kilde: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene og Statistisk sentralbyrå.

pst. som årlig gjennomsnitt for perioden 1970–2009 til vel én pst. for perioden 2010–2013.

Arbeidsinnvandringen har økt presset på infrastruktur, fra boliger via samferdsel og kommunale tjenester til justissektoren. Erfaringer fra Irland, Island og Spania viser at arbeidsinnvandring er konjunkturavhengig og raskt kan snu. Det er imidlertid grunn til å tro av tilbøyeligheten til reise tilbake til eget fødeland vil avta med botid og omfanget av opparbeidede rettigheter i norske velferdsordninger.

Den samlede virkningen av innvandring på offentlige budsjetter og verdiskaping per innbygger avhenger både av hvor fleksibelt arbeidskraften beveger seg over landegrensene og hvor godt mottakerlandet lykkes med å integrere innvandrere i arbeidslivet. I årene etter EØS-utvidelsen har det ikke vært noe større tilbakeslag i det norske arbeidsmarkedet. Vi vet dermed ikke så mye om hvordan et omslag vil virke på inn- og utvandringen av arbeidskraft.

Arbeidsinnvandringen har gitt nye utfordringer for penge- og finanspolitikken. I en sterk konjunkturoppgang vil økt arbeidsinnvandring bidra til å holde lønns- og prisveksten nede. Dette reduserer behovet for å heve renten for å motvirke økt inflasjon. Likevel kan ubalanser bygge seg opp i bolig- og eiendomsmarkedene, og dette kan i neste omgang true realøkonomisk og finansiell stabilitet. Norges Bank har de siste årene lagt

større vekt på at pengepolitikken må rettes inn mot å unngå utviklingstrekk som kan lede til finansiell ustabilitet.

Finanspolitikken må ta hensyn til at det er en sammenheng mellom økt bruk av oljeinntekter og omfanget av arbeidsinnvandring. Arbeidsinnvandringen øker statens inntekter fra skatter og avgifter. Samtidig medfører en større befolkning økte utgifter til tjenester og overføringer fra det offentlige. Dersom en høy innvandring varer ved over noe tid, trekker det også i retning av å løfte anslaget for den underliggende veksten i skatteinntektene, jf. nærmere omtale i avsnitt 8.3 nedenfor.

8.2.3 Boligpriser og gjeld

Samspeilet mellom eiendomsmarkedet og kredittmarkedet kan gi opphav til finansielle ubalanser, bankkriser og etterfølgende perioder med lav økonomisk vekst og høy arbeidsledighet. En kime til slike ubalanser er den vekselvirkningen vi i perioder ser mellom boligpriser og gjeld. De fleste husholdninger må låne for å finansiere kjøp av bolig. Forhold som bidrar til at husholdningene regner med å kunne finansiere høyere gjeld, herunder forventninger om sikker jobb, god inntektsutvikling, lave lånekostnader, avdragsfrihet eller lengre nedbetalingstid, kan dermed drive både gjeld og boligpriser opp. Tilsvarende kan lavere krav til egenkapital slå ut i økt gjeld og høyere boligpriser, inntil

husholdningene når taket for sin evne til å betjene gjeld. Den økonomiske politikken må bidra til at slike ubalanser ikke utvikler seg.

I perioder med oppgang i prisene kan det festne seg en oppfatning blant husholdningene om at boligprisene vil fortsette å stige, og at det derfor er gunstig å komme seg inn i boligmarkedet raskest mulig. For en tid kan slike forventninger bli selvoppfyllende. En slik selvoppfyllende prosess kan også gå den andre veien. Danner det seg en oppfatning om at prisene vil gå ned, kan forventningene i seg selv føre til at det skjer. Svikt i panteverdier og formue vil redusere adgangen til å ta opp lån i egen bolig, og kan da følges av en generell nedgang i husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester. En renteoppgang kan forsterke denne effekten og vil i seg selv ha en selvstendig effekt på etterspørselen. Bedriftenes produksjon, lønnsomhet og evne til å betjene sine lån i bankene vil svekkes og arbeidsledigheten øke.

Erfaringer fra Norge og andre land viser at økonomiske tilbakeslag ofte blir dypere og varer lenger når nedgangen har rot i finansielle ubalanser, jf. bl.a. Reinhart og Rogoff (2009). Dette var tilfellet i flere av de nordiske landene på slutten av 1980-tallet og inn på 1990-tallet, i Japan på begynnelsen av 1990-tallet og i USA og mange europeiske land fra 2008. I årene før den siste internasjonale finanskrisen steg boligprisene i mange land til nivåer som i ettertid viste seg ikke å være bærekraftige. Ifølge IMF hadde prisene aldri før steget så raskt, så lenge og i så mange land samtidig som i årene 2000–2006, jf. Igan og Loungani (2012).

Finanskrisen i 2008 førte til det kraftigste økonomiske tilbakeslaget i verdensøkonomien siden andre verdenskrig. Boligprisene falt i de fleste OECD-landene, jf. figur 8.5A som viser utviklingen i noen utvalgte land. Også i Norge falt boligprisene i andre halvår av 2008. Fra 2010 har boligprisene igjen økt markert her hjemme. Dette står i skarp kontrast til utviklingen i mange andre OECD-land. Denne utviklingen må ses i sammenheng med at norsk økonomi generelt har klart seg godt gjennom den internasjonale finanskrisen. Aktiviteten har fortsatt å øke, og arbeidsledigheten har holdt seg lav.

I Norge har veksten i inntektene vært høy i mange år, med stigende sysselsetting og sterk oppgang i reallønningene. Økende inntekter har bidratt til å løfte etterspørselen etter boliger, understøttet av lave renter, befolkningsvekst, generell optimisme blant husholdninger og lett tilgang på kreditt. Tilgangen på kreditt må også ses i sammenheng med en sterk konkurranse blant banker om markedsandeler i markedet for boliglån.

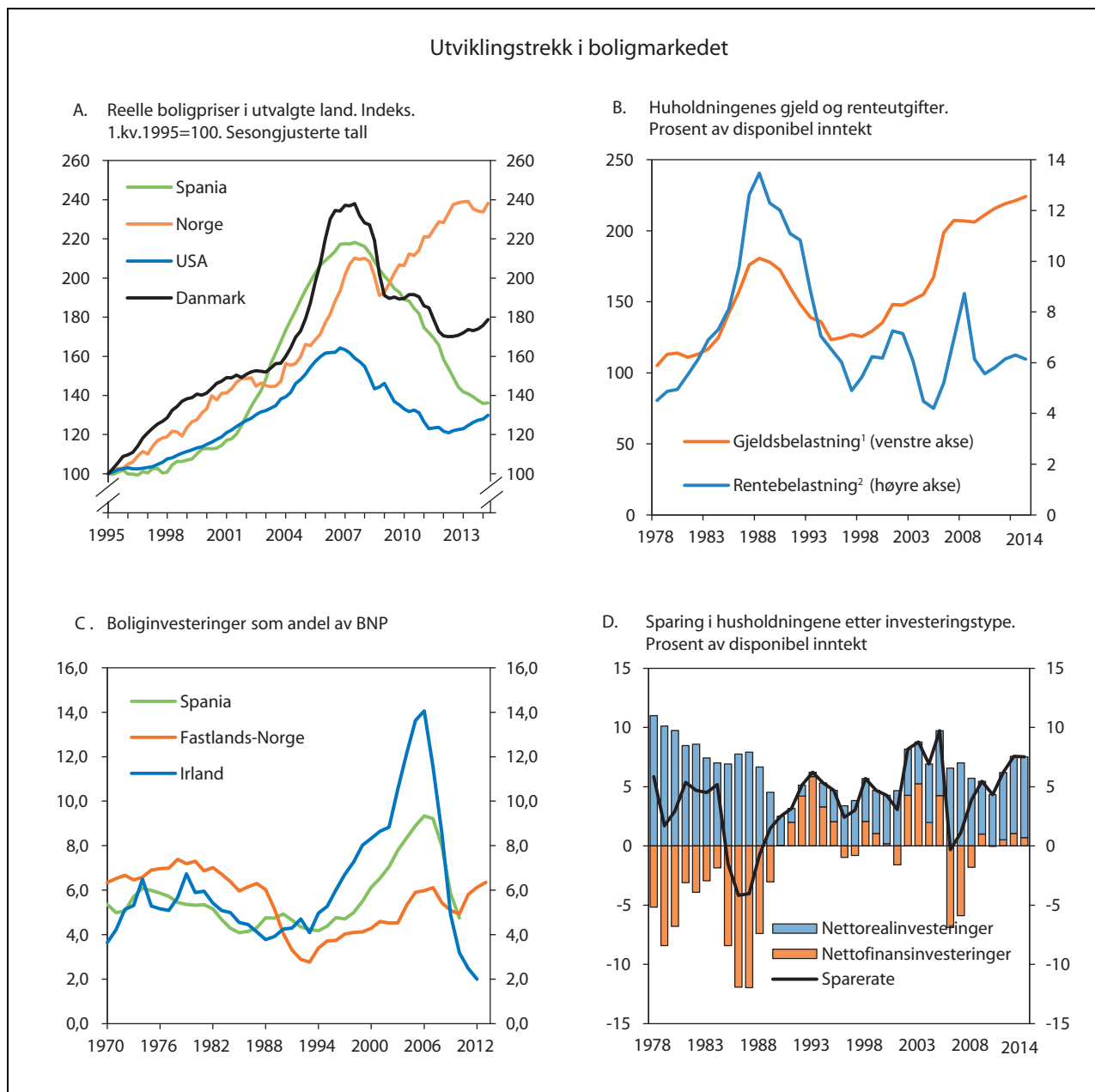
I perioder har dessuten byggingen av nye boliger vært for lav til å holde tritt med den økte etterspørselen. Større kjøpekraft har også bidratt til at husholdningenes krav til standard har blitt høyere, og kvaliteten på boligene har steget over tid. I tillegg er byggetekniske krav om bl.a. annet energieffektivitet og universell utforming skjerpet. Krav til høyere standard gjør det dyrere å bygge nye boliger og bidrar til å løfte prisene også i annenhåndsmarkedet.

De høye prisene på boliger understøttes av lav beskatning av boliger sammenliknet med de fleste andre land, særlig når eier selv bor i boligen. Ved framleggelsen av statsbudsjettet for 2015 anslo Finansdepartementet den samlede (netto) skatteutgiften til bolig og fritidseiendom til om lag 46 mrd. kroner i 2014. Lavere skatt enn for andre formuesobjekter antas å øke allokeringen av kapital i fast eiendom på bekostning av investeringer i bl.a. næringsvirksomhet.

Oppgangen i boligprisene har gått sammen med sterk vekst i husholdningenes gjeld. Husholdningenes gjeldsbelastning, målt ved brutto gjeld som andel av disponibel inntekt, økte kraftig fra årtusensskiftet og fram til konjunkturtoppen mot slutten av 2007, jf. figur 8.5B. Også i andre land vokste husholdningenes gjeldsbelastning kraftig i samme periode. Mens husholdningenes gjeldsbelastning i mange land har avtatt i etterkant av finanskrisen, har den gått ytterligere opp i Norge. Husholdningenes gjeld er nå om lag dobbelt så stor som deres disponible inntekter. Nivået er høyt både historisk og sammenliknet med andre land. Gjelden vokser fortsatt raskere enn inntektene.

Husholdningenes gjeld som andel av disponibel inntekt er høyere nå enn i forkant av fallet i boligprisene fra 1987 til 1992. Som følge av lav rente er likevel rentebelastningen moderat i et historisk perspektiv. Med overveiende flytende renter på lånene innebærer imidlertid den høye gjelden at selv moderate renteøkninger raskt vil slå ut i lavere kjøpekraft. Gjelden fordeler seg svært ujevnt mellom husholdningene. Gjeldsbelastningen er særlig høy blant unge. Husholdninger med høy gjeldsbelastning og uten finansiell formue vil være særlig sårbare for en høyere rente eller fall i inntektene.

Som svar på økte boligpriser og større opplåning blant norske husholdninger strammes Finanstilsynet i desember 2011 inn retningslinjene for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål. Blant annet ble kravet til egenkapital økt fra 10 til 15 pst., slik at både bankene og låntakerne skulle stå bedre rustet overfor et eventuelt framtidig tilbakeslag. Et forslag om å skjerpe



Figur 8.5 Utviklingstrekk i boligmarkedet

¹ Brutto gjeld målt som andel av disponibel inntekt.

² Renteutgifter målt som andel disponibel inntekt pluss renteutgifter.

Kilder: Federal Reserve Bank of Dallas, Statistisk sentralbyrå, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Macrobond, Norges Bank, OECD og Finansdepartementet.

reglene ytterligere har vært på høring med frist i mai 2015.

Husholdningenes sparing har økt de siste årene og er klart høyere i forhold til inntekten i dag enn på midten av 1980-tallet, jf. figur 8.5D. Flere forhold kan ha bidratt til å øke sparingen. Andelen personer i eldre aldersgrupper med høyere sparetilbøyelighet har steget siden midten av 1990-tallet. Endringer i pensjonssystemet som gjør det mulig å kombinere uttak av

pensjon med lønnsinntekt, kan ha trukket sparingen opp. Arbeidsinnvandrere som oppholder seg midlertidig i Norge, kan ønske å spare mer av inntekten enn andre. Samtidig kan usikkerhet om den videre utviklingen i internasjonal økonomi og økt oppmerksomhet blant husholdningene om risikoen ved høy gjeld, ha gjort dem mer forsiktige. Høy sparing kan i utgangspunktet bidra til å dempe virkningen på husholdningenes etterspørsel dersom renten skulle stige eller

boligprisene synke. En betydelig del av husholdningenes sparing har imidlertid et motstykke i investeringer i nye boliger og rehabilitering av eksisterende. I likhet med gjelden er også sparingen ujevnt fordelt mellom husholdningene. Dette innebærer at nivået på husholdningenes samlede sparing overvurderer betydningen av husholdningenes finansielle buffer. Ved vurdering av hvor godt skodd husholdningene er til å møte uventede hendelser, må en også ta hensyn til at ulike kilder gir sprikende informasjon om nivået på sparingen.

Den sterke befolkningsveksten i Norge de senere årene skyldes høy innvandring. Utvidelsen av EU i 2004 ga en oppgang i arbeidsinnvandringen til Norge, og en økende andel av arbeidsinnvanderne bosetter seg her. I 2007 var om lag 80 pst. av de som to år tidligere hadde kommet for å arbeide, fortsatt registrert som bosatt. I 2012 hadde andelen økt til over 90 pst. De fleste av de som kommer til Norge for å jobbe, bosetter seg i sentrale områder. Sammen med tendenser til mer sentralisert bosetting også ellers i befolkningen har dette bidratt til særlig høy vekst i etterspørsel etter og priser på boliger i og rundt de store byene.

Samtidig som økt mobilitet av arbeidskraft mellom land bidrar til å gjøre arbeidsmarkedene mer fleksible og ressursutnyttelsen mer effektiv, kan den også være en kime til større ustabilitet i boligmarkedet. Hvis arbeidstakeres flyttemønstre i større grad enn tidligere kommer til å følge konjunktorene i de ulike landene, vil etterspørselen etter boliger kunne variere mer enn før, med påfølgende svingninger i boligprisene.

Økt mobilitet av arbeidstakere mellom land gjør det også vanskeligere å avgjøre hvilket nivå igangsetting av nye boliger bør være på. Kostnadene kan bli betydelige dersom det bygges for mange nye boliger. Spania og Irland fikk stor tilflytting av arbeidsinnvandrere i årene forut for finanskrisen. Forventninger om vedvarende boligprisvekst og høy etterspørsel gjorde at det framsto som svært lønnsomt å bygge boliger, og aktiviteten i bygg- og anleggsbransjen tok seg kraftig opp. Boliginvesteringene vokste seg historisk høye som andel av BNP. Da finanskrisen og det økonomiske tilbakeslaget kom, falt både etterspørsel og priser i boligmarkedet markert. Fallet i boligmarkedet ble forsterket av at mange arbeidsinnvandrere flyttet ut av landet da arbeidsledigheten begynte å stige. Reelle boligpriser falt med 15 pst. i Spania og 30 pst. i Irland i perioden 2007–2010. Mange nye boliger ble stående tomme. I Norge har oppgangen i boliginvesteringer som andel av

BNP vært langt mindre enn man så i Spania og Irland før finanskrisen, jf. figur 8.5C.

Tregheter på tilbudssiden i boligmarkedet gjør at en økning i etterspørselen ofte leder til oppgang i prisene på kort sikt. Det er derfor viktig for balansen i boligmarkedet at boligpolitikken innrettes med sikte på å gjøre tilbudet av nye boliger fleksibelt og at saksgangen i tomtereguleringer og byggesaker ikke forsinkes byggeprosesser unødige. Samtidig viser erfaringene fra Spania og Irland at økt boligbygging ikke kan erstatte tiltak for en forsvarlig utlånspraksis.

Det høye nivået på boligpriser og gjeld øker risikoen for at finansielle ubalanser kan utløse eller forsterke et tilbakeslag i norsk økonomi, for eksempel ved et markert fall i bytteforholdet overfor utlandet. Økt arbeidsledighet og bortfall av inntekt kan føre til at husholdninger med høy gjeld må redusere forbruket for å betjene gjelden sin. Lavere forbruk vil redusere lønnsomheten i bedriftene, arbeidsledigheten vil kunne stige og boligprisene avta. Økte mislighold og tap vil redusere bankenes evne og vilje til å gi lån, noe som kan forsterke nedgangen. Det er viktig at både husholdninger og banker bygger reserver i gode tider som gjør dem bedre rustet til å stå imot et tilbakeslag i norsk økonomi og i boligmarkedet. Potensialet for nedgang i boligprisene er betydelig.

8.3 Virkninger på norsk økonomi av lavere oljepris

Oljeprisen falt kraftig de siste månedene i fjor og inn i inneværende år. Selv om den deretter har steget noe igjen, har den falt fra 110 dollar fatet sommeren 2014 til et nivå på om lag 65 dollar fatet nå (medio juni 2015). Svekkelsen av kronen mot amerikanske dollar har bidratt til at fallet har vært noe mindre i norske kroner. En lavere oljepris påvirker norsk økonomi på mange måter. Staten bærer det meste av inntektstapet. Netto tilførsel av midler til Statens pensjonsfond utland er statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten minus bruken av oljepenger over statsbudsjettet. Denne tilførselen anslås å synke fra 150 mrd. kroner i 2014 til om lag 40 mrd. kroner i år. En slik utvikling begrenser vår mulighet til å øke bruken av oljepenger framover. Samtidig skjermer pensjonsfondet budsjettet fra svingninger i oljeprisen ved å fordele virkningene ut i tid.

Fallet i oljeprisen reduserer også inntektene i oljeselskapene og framskynder behovet for omstillinger i norsk økonomi. Prisnedgangen forsterker oljeselskapenes behov for å redusere sine

Boks 8.1 Gjeldsutviklingen i kommunesektoren

Store underskudd før lånetransaksjoner har de siste årene bidratt til sterk gjeldsvekst i norske kommuner og fylkeskommuner. Ved utgangen av 2013 utgjorde nettogjelden i kommuneforvaltningen om lag 8 pst. av BNP Fastlands-Norge, jf. figur 8.6. Gjennom 1990-tallet avtok gjeldsgraden. I hovedsak ser dette ut til å skyldes positive omvurderinger i balansen, mens overskudd i mindre grad har bidratt til å redusere gjelden. Siden tidlig på 2000-tallet har imidlertid nettogjelden i kommuneforvaltningen igjen økt markert.

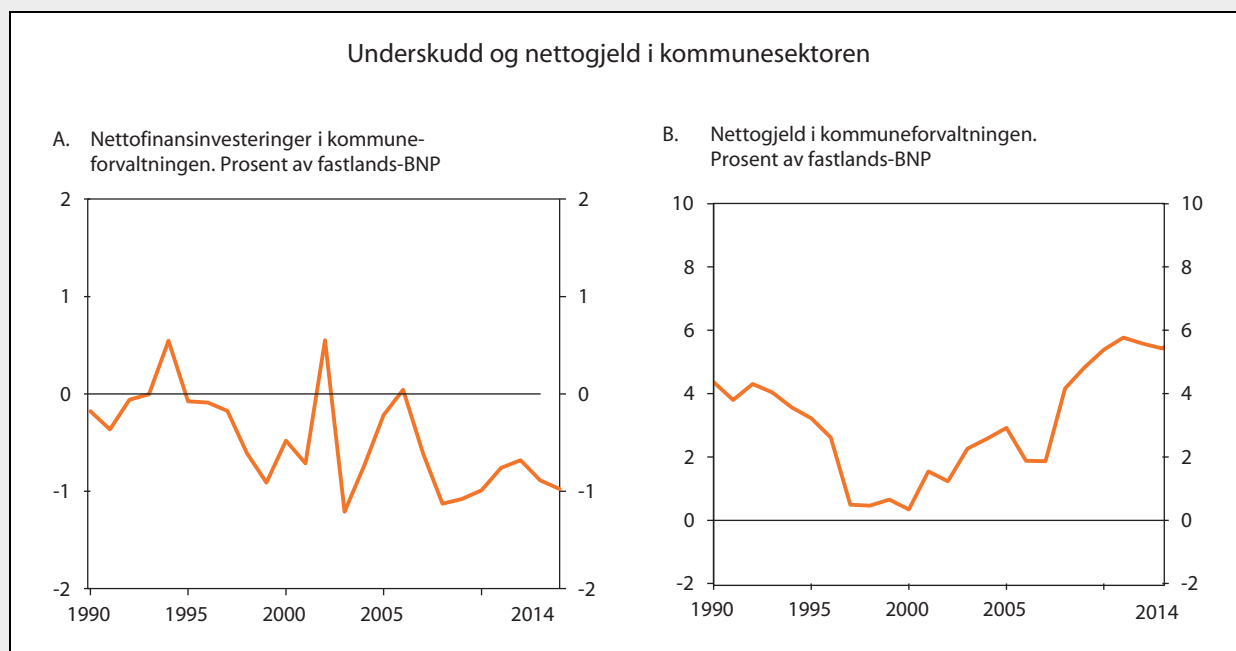
Økningen i kommunesektorens gjeld skyldes i noen grad økt investeringsbehov som følge av høy innvandring og befolkningsvekst etter EU-utvidelsen i 2004. Det er også nærliggende å se det markerte trendbruddet på begynnelsen av 2000-tallet i sammenheng med endringer i kommunenes adgang til å ta opp lån. Omfanget av ordningen med statlig godkjenning av kommunale låneopptak og langsiktige leieavtaler ble i 2001 innskrenket fra å gjelde alle kommuner, til kun å gjelde kommuner i økonomisk ubalanse (ROBEK-registrerte).

Høy gjeld gjør den enkelte kommune sårbar for et mer normalt rentenivå eller andre

endringer som påvirker kommuneøkonomien negativt. Ved økt rente vil kommunene imidlertid kunne sende en del av regningen videre til andre, bl.a. ved gebyrfinansierte tjenester og statlige ordninger for rentekompensasjon. Betydelige pensjonsmidler gjør at kommunene også vil ha fordeler av høyere rente, i form av mindre behov for innbetalinger til pensjonsordningene.

Oppbyggingen av gjeld i kommunesektoren har de siste ti årene gitt impulser til økt etterspørsel i fastlandsøkonomien, som kommer i tillegg til impulsene fra økt bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet. Impulsene fra kommuner og fylkeskommuner vil avta i årene som kommer, såfremt gjelden i sektoren følger en bærekraftig bane.

Samlet sett har kommunene økt sin gjeld med om lag 6 prosentenheter av BNP Fastlands-Norge etter 2001. Ser vi offentlig forvaltning under ett, har dette i noen grad motvirket statens sparing i Statens pensjonsfond utland i samme periode.



Figur 8.6 Underskudd og nettogjeld i kommunesektoren

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.

kostnader. Dette reduserer etterspørselen etter varer og tjenester fra oljenæringen mot fastlandsøkonomien. Hvis oljeprisen forblir lav, kan flere investeringsprosjekter bli utsatt eller skrinlagt. Etterspørselen fra oljevirkksomheten i andre land vil også dempes.

Lavere oljepris påvirker også norsk økonomi gjennom andre kanaler. Redusert aktivitet og lønnsomhet i petroleumsrettet virksomhet kan trekke i retning av lavere reallønnsvekst og svakere utvikling i privat etterspørsel i årene som kommer. Samtidig kan utsikter til svakere økonomisk utvikling trekke investeringene i bedriftene ned og sparingen i husholdningene opp. Forbrukertilliten har falt og ligger nå under det historiske gjennomsnittet. På den annen side kan oljeprisfallet trekke veksten i oljeimporterende land opp, og bidra til økt eksport av norskproduserte varer og tjenester. Dette kan dempe utslagene i fastlandsøkonomien av lavere aktivitet i oljerelevante bedrifter.

Den videre utviklingen i oljeprisen er usikker. Prisene i terminmarkedet for olje trekker i retning av at oljeprisen vil ta seg noe opp framover, men likevel bli liggende godt under nivået fra de siste årene både i 2015 og 2016.

I noen år etter 2016 vil utbyggingen av Johan Sverdrup-feltet dempe nedgangen i etterspørselen fra norsk sokkel. Det er likevel ikke nok til å snu utviklingen. Sett opp mot størrelsen på fastlandsøkonomien ventes sektorens kjøp av varer og tjenester å avta, særlig etter 2020. Selv om oljevirkksomheten vil være en svært viktig næring for Norge i mange år framover, og etterspørselen fra næringen fortsatt vil være betydelig, vil den ikke lenger bidra til å løfte veksten i resten av økonomien, slik den har gjort gjennom mer enn 40 år. Dette vil stille norske bedrifter og arbeidstakere overfor krevende omstillinger.

Med lav arbeidsledighet, høy sysselsetting og høyt kvalifisert arbeidskraft har Norge et godt utgangspunkt for å møte de omstillingene vi står overfor. Samtidig kan et høyt kostnadsnivå gjøre det krevende for norske bedrifter og arbeidstakere å vende seg mot nye markeder når petroleumsvirksomheten avtar i betydning. For det konkurranseutsatte næringslivet er det derfor en fordel at kronen har svekket seg markert de siste to årene. Kostnadsnivået er likevel høyt sammenliknet med våre naboland.

Målt ved konkurransekursindeksen er kronen nå (juni 2015) 15-20 pst. svakere enn ved inngangen til 2013. Med det er styrkingen av kronen i perioden 2000–2012 reversert. Svekkelsen av kronen løfter verdien av Statens pensjonsfond utland

og 4-prosentbanen for forventet realavkastning, jf. boks 8.2. En svakere krone vil etter hvert også slå ut i høyere priser på importerte varer og tjenester. Dette vil dels slå ut i høyere priser og lavere kjøpekraft for forbrukerne, og dels svekke inntjeningen i importbaserte bedrifter. Samtidig gir kronesvekkelsen bedret lønnsomhet for eksportbedrifter og bedrifter som møter konkurranse fra utlandet på hjemmemarkedet. For eksempel vil norske entreprenører stå sterkere i konkurransen om vei- og jernbanekontrakter. Med svakere krone blir det også lettere for norske oljeleverandører å vinne kontrakter, slik at de kan ta en større del av det fallende markedet på norsk og internasjonal sokkel.

Norsk økonomi får også drahjelp fra et lavt rentenivå. Norges Banks hovedstyre vedtok på rentemøtet i desember i fjor å sette ned styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1,25 pst. Rentenedsettelsen ble begrunnet med at oljeprisen hadde falt kraftig og at utsiktene for veksten i norsk økonomi var svekket. Ifølge Norges Banks rentebane fra mars i år vil styringsrenten bli liggende på dagens nivå eller litt lavere ut 2017. Etter rentenedsettelsen i desember i fjor har også bankene redusert sine utlånsrenter. Lavere utlånsrenter stimulerer isolert sett til økte investeringer og konsum.

Samlet ventes lavere etterspørsel fra petroleumsnæringen å trekke veksten i norsk økonomi ned de neste to årene. Økt eksport fra fastlandsøkonomien og en forsiktig oppgang i fastlandsbedriftenes investeringer demper imidlertid utslagene i produksjon og sysselsetting. Veksten i husholdningenes etterspørsel blir trolig moderat, men kan ta seg noe opp fra 2015 til 2016. Med utgangspunkt i de siste makroøkonomiske framskrivningene fra Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank kan veksten i BNP Fastlands-Norge anslås å avta fra 2¼ pst. i 2014 til rundt 1¼ pst. i 2015, for deretter å ta seg opp til om lag 2 pst. i 2016.

Flere indikatorer tyder på at arbeidsmarkedet har blitt gradvis mindre stramt i løpet av de siste to årene. Den målte arbeidsløsheten har vært stabil, men sysselsettingsutviklingen har vært noe svakere enn det som er nødvendig for å opprettholde sysselsettingsandelene. Sysselsettingsandelen blant unge er redusert, delvis som utslag av økt tilbud av ufaglært arbeidskraft gjennom innvandring. Blant arbeidstakere over 50 år har sysselsettingsandelen økt de siste årene. NAVs tall for den registrerte ledigheten har lenge ligget stabilt på ca. 2 ¾ pst, mens AKU-ledigheten har tatt seg noe opp de siste månedene.

Boks 8.2 Forløpet for 4-prosentbanen ved store endringer i kronekursen

Gjennom 2013 og 2014 har kronekursen svekket seg markert. I andre halvår i 2014 gikk fallet sammen med en betydelig reduksjon i oljeprisen. Reduksjonen i oljeprisen har forverret Norges bytteforhold overfor utlandet og kan, hvis den blir varig, tilsi at den norske realvalutakursen må tilpasses. En slik tilpasning kan bare finne sted dersom den nominelle endringen i kronekursen ikke fullt ut veltes over i norske priser og kostnader. Holden III-utvalget, hvor partene i arbeidslivet var representert, understreket at de realøkonomiske kostnadene ved et fall i oljeprisen begrenses hvis vi får til en rask tilpasning i reallønnsnivået. Det vil dempe nedgangen i sysselsettingen og verdiskapingen, og dermed også dempe økningen i ledigheten.

Kapitalen i Statens pensjonsfond utland økte gjennom 2013 og 2014 med et beløp som samlet svarer til ett års verdiskaping i fastlandsøkonomien. Litt under halvparten av veksten skyldes en svakere kronekurs. Kronesvekkelsen tiltok i styrke de siste månedene i fjor, og ved utgangen av året var fondet 850 mrd. kroner høyere enn anslått i midten av oktober i Nasjonalbudsjettet 2015.

En svakere krone øker ikke fondets evne til å betale for import, men omfordeler kjøpekraft fra husholdninger og andre som tjener opp inntektene sine i norske kroner og til staten, som disponerer inntektene fra fondet. Isolert sett kan staten dermed øke sine kjøp av varer, tjenester

og arbeidskraft innenlands. Dersom svekkelsen av kronen de siste årene (i det minste i noen grad) representerer en bevegelse til et nytt likevektsnivå for realvalutakursen, vil denne omfordelingen av kjøpekraft være varig. I motsatt fall må en regne med at kronen igjen vil styrke seg, eller at en svakere krone etter hvert veltes over i innenlandske priser og lønninger. En slik overvelting vil bringe realvalutakursen tilbake mot utgangspunktet og samtidig løfte nominelt fastlands-BNP. Det vil i så fall trekke ned 4-prosentbanen i årene framover, målt som andel av BNP for fastlands-Norge.

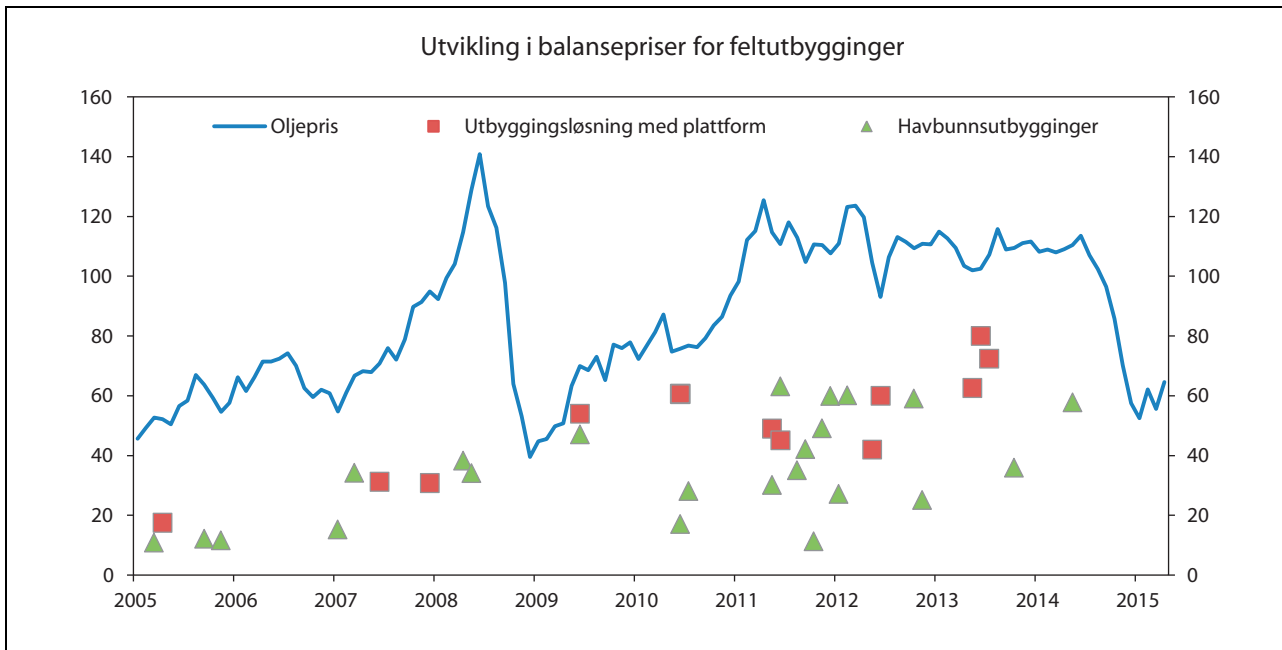
Framtidig realavkastning av pensjonsfondet påvirkes av mange forhold, og erfaringsmessig kan anslagene for 4-prosentbanen endres betydelig på relativt kort tid, jf. omtalen i kapittel 4. Med stort fond kan slike svingninger i løpet av kort tid gi markerte utslag i forventet realavkastning målt som andel av fastlands-BNP. Svingninger i kronekurs bidrar til denne usikkerheten, men også svingninger i oljeprisen og i internasjonale finansmarkeder. I noen tilfeller vil utviklingen kronekursen og fondskapitalen målt i valuta kunne trekke i motsatt retning. Det markerte verdifallet i de internasjonale finansmarkedene i forbindelse med finanskrisen i 2009 ble ledsaget av en svekkelse av kronekursen, noe som dempet utslagene i fondskapitalen målt i norske kroner. I 2010 var det også stor bevegelse i disse to størrelsene, men da med motsatt fortegn.

Lavere vekst i norsk økonomi vil trolig også gi lavere oppgang i sysselsettingen i 2015 og 2016 enn i de foregående årene. Den høye tilstrømmingen av arbeidsinnvandrere ser allerede ut til å avta, slik det var også tegn til da sysselsettingen falt i 2009. Dette vil i så fall bidra til at arbeidsledigheten ikke øker så mye som den reduserte veksttakten i sysselsettingen isolert sett skulle tilsi. Noe av nedgangen vil dessuten trolig skje i form av mindre innleie fra utenlandske vikarbyråer, og dermed ikke bli fanget opp i arbeidsmarkedsstatistikken. Basert på tidligere erfaringer må vi også regne med at også noe arbeidskraft hjemmehørende i Norge vil kunne trekke seg ut av arbeidsstyrken som reaksjon på et mindre stramt arbeidsmarked. De fleste prognosemakere ventet fortsatt vekst i sysselsettingen i 2015

og 2016, og anslår samtidig en moderat økning i AKU-ledigheten fra dagens nivå.

Til nå har utslagene i produksjon og sysselsetting av nedgangen i oljeprisen vært forholdsvis beskjedne. Det videre forløpet avhenger bl.a. av hvordan prisene reagerer på endringer i tilbud og etterspørsel, herunder den videre utviklingen i lønnsnivået og valutakursen. For eksempel kan et tilpasset lønnsoppgjør, slik resultatene i årets oppgjør tyder på, dempe utslagene i arbeidsledigheten. Utviklingen i etterspørselen fra petroleumssektoren vil også ha betydning, og avhenger bl.a. av hvor lenge oljeprisen forblir lav og forventningene til prisen i årene som kommer.

Cappelen m.fl. (2015) peker på fire stabiliserende mekanismer som gjør at oljeprisfallet ikke vil gi noen krise i norsk økonomi; henholdsvis



Figur 8.7 Balansepris før skatt beregnet på beslutningstidspunkt for vedtatt feltutbyggingsprosjekt etter 2005. USD per fat

Kilder: OED og Macrobond.

fleksibel valutakurs, handlingsregelen, en lønnsdannelse som tar makroøkonomiske forhold i betraktning og godt utbygde velferdsordninger som virker som en forsikringsordning. Aamdal (2015) uttrykker en liknende optimisme, og mener at selv en oljepris på 50 dollar fatet ikke gir nedgang i fastlandsøkonomien. Mork (2013) er derimot mer pessimistisk, og peker på at lønnsnivået i fastlandsøkonomien må reduseres markert for å ligge mer på linje med de andre nordiske landene. Han frykter også et brått omslag i petroleumsinvesteringene, som kan gjøre omstillingene i næringslivet krevende. Bjørnland og Thorsrud (2015) peker på at kraftige oljeprisfall ofte etterfølges av økonomiske resesjoner i Norge, særlig når fallet er etterspørselsdrevet. Det synes ikke å være situasjonen nå, hvor tilbudssiden har vært en viktigere driver for fallet i oljeprisen enn etterspørselssiden.

Brander m.fl. (2013) har gjennom en spørreundersøkelse blant nær 600 leverandørbedrifter i Norges Banks regionale nettverk analysert hvordan omsetningen i norske bedrifter på kort sikt kan bli påvirket av et fall i oljeprisen. Undersøkelsen ble foretatt før oljeprisen startet å falle sommeren 2014. Rundt 40 pst. av bedriftene i undersøkelsen hadde petroleumrelatert omsetning. Et flertall av bedriftene med slike leveranser rapporterte at de utgjør inntil 25 pst. av den samlede omsetningen i bedriften. De anslåtte konsekvenser

av et prisfall avhenger av hvilket nivå prisen faller til. Et mindre prisfall gir små utslag i aktiviteten, fordi det i liten grad endrer vurderingen av lønnsomheten i investeringsprosjekter. Bedriftene i undersøkelsen rapporterte at et fall i oljeprisen ikke har store negative konsekvenser for den petroleumrelaterte omsetningen i egen bedrift dersom oljeprisen holder seg over 100 dollar per fat. En del av omsetningen blir derimot påvirket dersom oljeprisen faller under 90 dollar per fat, og et prisfall til 70 dollar per fat eller lavere får store negative konsekvenser for den petroleumrelaterte omsetningen i bedriftene. Effekten av lavere oljepris ble anslått å komme etter 3-4 kvartaler for hoveddelen av den petroleumrelaterte omsetningen. Bedriftene anslo samlet sett at de på 1-2 års sikt bare i begrenset grad kan erstatte et bortfall av petroleumrelatert omsetning ved å øke omsetningen i andre markeder.

Balanseprisene (den oljeprisen feltene må ha for å gå i null, såkalt «break-even») for utbygginger på norsk sokkel har generelt økt etter 2005, jf. figur 8.7. Dette må dels sees i sammenheng med høy oljepris og høyere aktivitet i petroleumssektoren i Norge og internasjonalt. Lønnsomheten i nye prosjekter på norsk sokkel varierer, og forskjellene er til dels store. For feltene som er aktuelle for utbygging i årene framover, anslår Oljedirektoratet balanseprisen til 30-42 dollar fatet for Johan Sverdrup i Nordsjøen, 60-85 dollar fatet for

Johan Castberg i Barentshavet og 40-50 dollar fatet for Edvard Grieg, Ivar Aasen og Gina Krogh i Nordsjøen, jf. Dagens Næringsliv (2014). Lavere oljepris og økt kostnadsdisiplin vil trolig redusere kostnadene ved utbygginger framover.

Holden III-utvalget drøftet hvor sårbar norsk økonomi er for et mer varig fall i oljeprisen, med utgangspunkt i framskrivinger til 2040 på den makroøkonomiske modellen MODAG. I analysens referanseforløp fortsetter utvinningen av petroleum på dagens nivå fram til 2020 og går deretter gradvis ned, jf. beskrivelsen i avsnitt 2.1 i rapporten. Etterspørselen etter varer og tjenester fra petroleumsvirksomheten halveres fra 2015 til 2040, målt som andel av BNP Fastlands-Norge. Det svarer til et gjennomsnittlig fall på 0,4 pst. av BNP Fastlands-Norge per år.

Et stort og brått fall i etterspørselen fra petroleumsvirksomheten vil øke utfordringene for norsk økonomi. Holden III-utvalgets rapport vurderer to alternativer: ett hvor nedgangen i oljeprisen er drevet av et fall i den globale etterspørselen etter olje, og ett hvor nedgangen er drevet av økt tilbud i verdens energimarkeder. Virkningen på petroleumsnæringen vil i stor grad være lik i de to tilfellene. Ved et tilbuds-drevet fall i oljeprisen vil imidlertid virkningen på norsk økonomi være mindre negativ, fordi andre eksportnæringer vil nyte godt av økt internasjonal aktivitet.

I alternativet med et *etterspørselsdrevet oljeprisfall* er det lagt til grunn et fall i realprisen på olje fra 94 til 40 dollar per fat. Den dypeste prisnedgangen er forbigående, og prisen antas å stige til 60 dollar fra 2016. Prisfallet gir lavere aktivitet i petroleumsnæringen. I tillegg rammes norsk fastlandsøkonomi av lavere internasjonal etterspørsel.

Holden III-utvalget peker på at en slik situasjon vil stille store krav til den økonomiske politikken og til lønnsdannelsen. Historisk har real lønnsnivået i Norge tilpasset seg raskt når det har vært behov for det. Norge har hatt større fleksibilitet i reallønningene enn mange andre tradisjonelle industriland, mye ved hjelp av valutakursen, slik at ledigheten ikke har trengt å øke så mye for å få kostnadsnivået ned. Utvalget framhever at hvis vi får til dette også i årene framover, vil det begrense de negative virkningene på produksjon og sysselsetting. I modellberegningen er veksten i reallønningene i gjennomsnitt rundt 1 pst. lavere per år de første fem årene sammenliknet med referansebanen. I tillegg svekkes kronekursen vesentlig, noe som også bidrar til å bedre den kostnadsmessige konkurranseevnen. Svekkelsen i kronekursen begren-

ses imidlertid i beregningen ved at styringsrenten ikke kan settes lavere enn null.

I analysen i Holden III-utvalget er det lagt til grunn at oljeprisfallet ikke får vesentlige følger for finansiell stabilitet. Norges Banks (2014) stresstest for det finansielle systemet legger i større grad vekt på slike virkninger, med utgangspunkt i et etterspørselsdrevet oljeprisfall ned til 50 dollar per fat i 2015, og deretter en gradvis økning de påfølgende to årene opp til 65 dollar per fat. Dette utløser en situasjon hvor alle risikopåslag i finansmarkedene øker markert, samtidig som det oppstår fornyet mistillit bankene imellom, som fører til økte påslag også i pengemarkedene. I bankens analyse leder dette til et kraftig økonomisk tilbakeslag, med en arbeidsledighet i 2017 på hele 6½ pst. og et fall i boligprisene på rundt 30 pst. Disse sterke utslagene i økonomien kommer til tross for at styringsrenten settes til null fra og med 2015 og at kronen forutsettes å svekke seg.

Beregningene fra Holden III-utvalget og fra Norges Bank illustrerer at ved et kraftig fall i oljeprisen vil også Norge kunne komme i en situasjon hvor vi ikke lenger har handlefrihet til å stimulere økonomien gjennom konvensjonell pengepolitikk.

Langvarig stagnasjon hos viktige handelspartnere kan også svekke etterspørselen etter vår eksport. Uten drahjelp i form av stigende etterspørsel etter varer og tjenester fra utlandet kan det bli tyngre å få til omstillinger i norsk økonomi. Virkningen på Norge av stagnasjon i Europa kan i noen grad motvirkes av sterk vekst hos andre viktige handelspartnere. I flere store, framvoksende økonomier er veksten fortsatt høy, selv om vekstratene er noe lavere nå enn før finanskrisen. Veksten hos Norges 25 viktigste handelspartnere kan vektes med andelen av eksporten fra Fastlands-Norge som selges dit. I et slikt aggregat utgjør euroområdet knapt 40 pst. Selv om utsiktene ser svake ut for eurosonen i årene som kommer, har heller ikke de historiske vekstratene her vært spesielt høye. Det alvorlige med situasjonen i eurosonen er at veksten ser ut til å forbli lav selv om kapasitetsutnyttningen er lav og produksjonen under nivået før finanskrisen. For Norges handelspartnere under ett anslår Finansdepartementet i Revidert nasjonalbudsjett 2015 veksten til om lag 2,5 pst. i 2015, som er nær gjennomsnittet for de siste 20 årene. Fallet i oljeprisen de siste månedene trekker isolert sett i retning av høyere vekst i verdensøkonomien.

8.4 Implikasjoner for finanspolitikken

Vi vet lite nå om hvilke økonomiske forstyrrelser vi kan møte i framtiden. Norge har i dag et godt utgangspunkt for å møte slike hendelser. Arbeidsledigheten er lav, sysselsettingen høy og statsfinansene er solide. Norske bedrifter og arbeidstakere har tidligere vist evne til omstillinger, understøttet av en koordinert lønnsdannelse og fleksibel valutakurs. Det er viktig å ha velfungerende markeder for arbeid, produkter, kreditt og kapital som legger til rette for at nødvendige omstillinger kan gjennomføres til lavest mulig kostnad. Solide banker, gode reguleringer og et godt tilsyn i finansmarkedene har også stor betydning.

Omtalen i dette kapitlet viser samtidig at det er noen utviklingstrekk som kan være kilder til ustabilitet i norsk økonomi framover. Utfordringene vi står overfor på mellomlang sikt, har også betydning for finanspolitikken og hvordan vi bør praktisere retningslinjene for bruken av oljepenger. Nedenfor drøfter utvalget implikasjonene i lys av tre forhold: samspillet mellom økt bruk av oljeinntekter over offentlige budsjetter og de direkte etterspørselsimpulser fra aktiviteten på norsk sokkel, usikkerhet om nivået på underliggende skatteinntekter, samt finanspolitikkenes rolle i en situasjon der pengepolitikken begrenses av null som nominelt gulv for styringsrenten.

Samspillet mellom finanspolitikken og etterspørselen fra oljevirkksomheten

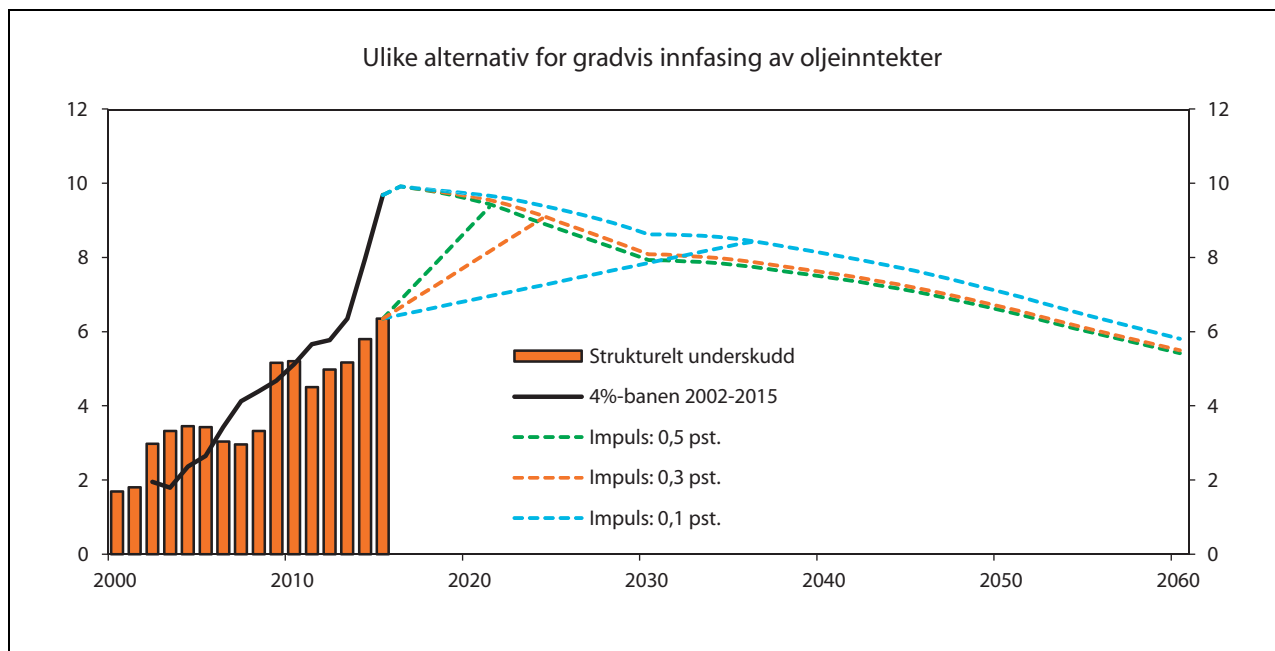
Etterspørselen fra virksomheten på norsk sokkel og statens bruk av oljeinntekter har etter årtusenskiftet trukket i samme retning, og gitt betydelige impulser til fastlandsøkonomien. Målt som andel av fastlandsøkonomien har etterspørselen fra petroleumssektoren økt fra om lag 8 pst. i årene etter tusenårsskiftet til om lag 14 pst. i 2014. Mye av denne etterspørselen retter seg mot innenlandske produsenter. Også stigende bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet har gitt impulser til økt etterspørsel. Da handlingsregelen ble innført i 2001, tilsvarte bruken av oljeinntekter knapt 2 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge. For 2015 anslås nivået til nærmere 6½ pst. I gjennomsnitt gir dette en etterspørselsimpuls fra finanspolitikken på om lag 0,3 prosentenheter hvert år, målt ved endringen i det strukturelle oljekorrigerede budsjettunderskuddet som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge.

Norsk økonomi ser nå ut til å være på vei over i en mellomperiode der etterspørselen fra sokkel målt som andel av BNP for Fastlands-Norge

går ned, mens det i finanspolitikken er rom for en videre økning i bruken av oljepenger, i hovedsak på grunn av avstanden vi nå har opp til banen for forventet fondsavkastning på 4 pst. Framover venter vi at etterspørselen fra norsk sokkel vil svinge langs en nedadgående bane. Her er imidlertid usikkerheten stor, og utviklingen i prisene på olje og gass kan få stor betydning for forløpet. Vi kan risikere at det fallet vi nå har sett i oljeprisen blir varig, men det er også mulig at oljeprisen øker igjen og at etterspørselen fra petroleumsnæringen blir sterkere enn ventet. I innretningen av finanspolitikken er usikkerheten noe mindre, men også her må vi være forberedt på at budsjettssituasjonen kan endre seg raskt og betydelig. Kildene til slike endringer kan både være nye vurderinger av den underliggende balansen i budsjettet og store endringer i kapitalen i pensjonsfondet, jf. drøftingen i kapittel 6.

I mellomperioden vi nå går inn i, vil økt bruk av oljeinntekter over budsjettet kunne dempe virkningene på norsk økonomi av at etterspørselen fra oljevirkksomheten går ned. Lavere aktivitet på norsk sokkel vil kreve omstillinger i fastlandsøkonomien siden norsk næringsliv må vende seg mot nye markeder. Det kan gi forbigående høyere ledighet som følge av at det kan ta litt tid å finne sysselsetting i nye bransje og bedrifter. Den økonomiske politikken må støtte opp om nødvendige omstillinger. Pengepolitikken er den første forsvarslinjen ved et tilbakeslag i konjunktorene. Lavere rente vil isolert sett gi en svakere krone, som vil medvirke til de nødvendige omstillingene. Finanspolitikken må tilpasses konjunktorene, men er ikke svaret når hovedutfordringen er å styrke konkurranseutsatt sektor, og særlig ikke så lenge det fortsatt er handlefrihet i pengepolitikken.

Lengden på mellomperioden vi nå ser ut til å gå inn i, bestemmes av hvor raskt vi faser oljeinntektene inn over statsbudsjettet, jf. figur 8.8. Hvis innfasingen av oljepenger fortsetter om lag i samme tempo som i årene med handlingsregelen, vil bruken nå en topp om rundt 10 år, målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Langs denne banen er økningen i bruken av oljeinntekter som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien (budsjettimpuls) anslått til 0,3 prosentenheter per år. Reduserer vi takten i innfasingen til 0,1 prosentenheter per år, vil vi først nå toppen drøyt 20 år fram i tid. Dersom bruken av oljeinntekter trappes raskere opp, vil toppen nås tidligere. Med en budsjettimpuls på linje med budsjettforslagene for 2014 og 2015, på om lag ½ prosentenheter hvert av årene, blir perioden det blir mulig å føre ekspansiv finanspolitikk vesentlig



Figur 8.8 Ulike alternativ for gradvis innfasing av oljeinntekter. Forløp med 2 pst. årlig realavkastning i fondet de neste 15 årene og deretter 4 pst. Strukturelt, oljekorrigert underskudd og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland som prosent av trend-BNP for fastlands-Norge

Kilde: Finansdepartementet.

kortere. Allerede rett etter 2020 vil anslås det at en vil være tilbake på 4-prosentbanen, og rommet for ekspansiv finanspolitikk vil i hovedsak være brukt opp. Framskrivningene i figuren er basert på en realavkastning av fondet på 2 pst. de neste 15 årene, og deretter 4 pst., jf. nærmere drøfting i kapittel 9.

Jo raskere oljeinntektene fases inn i økonomien de nærmeste årene, jo tidligere vil toppen nås, og desto raskere må finanspolitikken legges om i kontraktiv retning. Langs banen med impuls på 0,5 prosentenheter blir omleggingen også kraftigere enn langs de to andre banene. Ved å holde igjen i finanspolitikken nå, blir banen for bruk av oljeinntekter framover jevnere. En slik innretning av finanspolitikken legger også bedre til rette for nødvendig omstilling av norsk økonomi og er samtidig mer robust overfor et fall i olje- og gassprisene eller i verdien av fondet. I tillegg etterlater vi et større pensjonsfond til kommende generasjoner.

På lenger sikt må vi vente at både finanspolitikken og virksomheten på norsk sokkel begge vil bidra til lavere vekst i etterspørselen i fastlandsøkonomien. Omslaget i finanspolitikken skyldes at bruken av oljeinntekter under handlingsregelen gradvis vil avta som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Finansieringsbidraget fra bruk av oljeinntekter faller når verdiskapingen i

fastlandsøkonomien vokser raskere enn kapitalen i pensjonsfondet. Dette omslaget vil gi behov for ytterligere omstillinger i norsk økonomi, i tillegg til de som følger av den anslåtte nedgangen i leveransene til oljevirkosomheten. Det kan bli langt mer krevende for den økonomiske politikken enn dagens situasjon. Slik tallene nå står, vil nedtrappingen i bruken av oljeinntekter langs 4-prosentbanen skje mer gradvis enn opptrappingen vi har hatt i årene etter at handlingsregelen ble innført. I 2060 anslås bruken av oljepenger å ligge om lag på dagens nivå som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien.

Usikkerhet om nivået på de strukturelle skatteinntektene

I tillegg til kortsiktige konjunktursvingninger er det holdepunkter for at økonomien også preges av mer langvarige bølger. For eksempel kan se det ut som om finansielle utviklingstrekk kan gi langvarige utslag, jf. Borio (2013), og for Norge kan også utvinningen av olje og gass gi slike utslag, jf. Mork (2015). Det er imidlertid vanskelig å finne gode holdepunkter for å vurdere og tallfeste slike langvarige svingninger annet enn i ettertid, og det tas derfor i liten grad høyde for slike svingninger i beregninger av strukturelle budsjettunderskudd. Statens underliggende inntekter fra skatter og

avgifter kan likevel være påvirket av slike mer langvarige bølger.

Konsekvensene av å overvurdere den underliggende balansen i statsbudsjettet (dvs. å undervurdere det underliggende, oljekorrigerte budsjettunderskuddet) kan være at finanspolitikken forsterker de langsiktige svingningene i økonomien, slik at fallet blir brattere hvis situasjonen raskt skulle snu. En annen konsekvens av å overvurdere den underliggende budsjettbalansen er at vi over tid risikerer å tappe av selve hovedstolen i pensjonsfondet. Dersom det i ettertid viser seg at det faktiske strukturelle underskuddet var større enn realavkastningen, innebærer det at det ikke er satt av nok penger i gode tider til å dekke de faktiske underskuddene når utviklingen snur. Ved et kraftig tilbakeslag må vi regne med at feilvurderingen av den underliggende balansen kan komme brått til syne. I en slik situasjon vil det trolig være hensiktsmessig å gjennomføre tilpasningen i finanspolitikken over tid ved å la budsjettet svekkes på kort sikt, selv om det kan føre til avvik fra målet for strukturell balanse og ha en motpost i redusert formue. Hvis det er grunn til å tro at økonomien løftes av slike lange sykler, kan myndighetene ta høyde for det ved å holde uttaket fra fondet vel under banen for forventet avkastning. Grunnlaget for en robust finanspolitikk må legges i gode tider. Slike langvarige bølger er nærmere omtalt i kapittel 6.

Finanspolitikkenes rolle i en situasjon med styringsrente nær null

I vurderingen av norsk økonomi de nærmeste årene må vi også se hen til at pengepolitikken kan komme i en situasjon der pengepolitikken begrenses av null, eller litt under null, som nominelt gulv for styringsrenten. Med omleggingen i 2001 fikk pengepolitikken en tydeligere rolle i å stabilisere den økonomiske utviklingen. Renten er rettet inn mot lav og stabil inflasjon, men er også første forsvarslinje mot svingninger i produksjon og sysselsetting. Erfaringene fra den internasjonale finanskrisen viste at finanspolitikken likevel kan ha en viktig rolle når renten ligger nær null, banksystemet er i ulage eller når sterke rystelser gir behov for å øke slagkraften i stabiliseringspolitikken. De offentlige finansene må imidlertid være solide for å gi handlingsrom i en slik situasjon. Uten nye kilder til etterspørsel kan vi få en langvarig periode med svak økonomisk vekst, der kapital og arbeidskraft blir satt varig ut av spill.

Som omtalt i avsnitt 8.3, kom styringsrenten raskt ned i null både i beregningene fra Holden

III-utvalget og i Norges Banks beregninger. Jo lavere styringsrentene er hos våre handelspartnere i en slik situasjon, jo raskere risikerer vi å møte null som nedre grense også her hjemme. De utfordringer USA og eurolandene har slitt med de siste årene, der en styringsrente nær null er blitt supplert med ukonvensjonelle tiltak i pengepolitikken, kan derfor bli aktuelle også i Norge hvis oljeprisen faller langt nok ned. Handlingsrom i finanspolitikken kan da komme godt med. Dette taler for å holde igjen på innfasingen av oljeinntekter de nærmeste årene.

8.5 Oppsummering og utvalgets vurderinger

De siste ti årene har flere forhold bidratt til å heve veksten i fastlandsøkonomien. Prisene på olje og annen eksport har gitt oss høye inntekter, mens importprisene har vært lave. Økt aktivitet på norsk sokkel har gitt sterke impulser inn i fastlandsøkonomien. I husholdningene har det vært en lånebølge understøttet av lave renter, samtidig som boligprisene har økt raskt. Etterspørselen i økonomien er også trukket opp av stigende bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet, samt rask gjeldsvekst i kommunene. Høy arbeidsinnvandring har styrket vår evne til å produsere, og bidratt til at vi har kunnet møte høyere etterspørsel etter varer og tjenester fra det offentlige og andre skjermede sektorer. Vi kan ikke forvente at norsk økonomi får samme drahjelp i årene som kommer.

Vi vet lite nå om hvilke økonomiske forstyrrelser norsk økonomi kan møte i framtiden. Mange forhold bestemmer økonomiens evne til å håndtere nødvendige omstillinger og uventede sjokk. Velfungerende markeder for arbeid, produkter, kreditt og kapital legger til rette for omstillinger og er viktige støtdempere ved midlertidige endringer i etterspørselen. En stabiliseringsrettet pengepolitikk og flytende kronekurs kan lette tilpasningene i økonomien. Det er også viktig med solide banker, gode reguleringer og et godt tilsyn i finansmarkedene. Erfaringene fra Norge og andre land de siste årene viser at også finanspolitikken kan spille en sentral rolle, både i forkant og i etterkant av markerte omslag i økonomien. Særlig kan dette gjelde i en situasjon med begrenset handlingsrom i pengepolitikken. I et slikt perspektiv er praktiseringen av handlingsregelen viktig.

Norsk økonomi ser nå ut til å være på vei over i en mellomperiode der etterspørselen fra norsk sokkel målt som andel av BNP for Fastlands-Norge går

ned, mens det i finanspolitikken fortsatt er rom for å øke bruken av oljeinntekter i ytterligere noen år. Fram mot 2020 dempes nedgangen i oljeaktiviteten av den planlagte utbyggingen av Johan Sverdrupfeltet. Lavere aktivitet på norsk sokkel vil kreve omstillinger i fastlandsøkonomien siden norsk næringsliv må vende seg mot nye markeder. Det kan gi forbigående høyere ledighet som følge av at det kan ta litt tid å finne sysselsetting i nye bransje og bedrifter. Den økonomiske politikken må støtte opp om nødvendige omstillinger. Pengepolitikken er den første forsvarslinjen ved et tilbakeslag i konjunktorene. Lavere rente vil isolert sett gi en svakere krone, som vil medvirke til de nødvendige omstillingene. Finanspolitikken skal tilpasses konjunktorene, men er ikke svaret når hovedutfordringen er å styrke konkurranseutsatt sektor, og særlig ikke så lenge det fortsatt er handlefrihet i pengepolitikken.

Omstillinger som følge av lavere etterspørsel fra norsk sokkel vil bli mer krevende hvis det skjer i en periode med innstramminger i finanspolitikken fordi også bruken av oljeinntekter avtar som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Et slikt sammenfall av negative impulser fra finanspolitikken og redusert aktivitet på norsk sokkel kan inntreffe utover på 2020-tallet dersom en på kort sikt får en rask innfasing av oljeinntektene, f.eks. i et forsøk på å holde arbeidsledigheten svært lav gjennom en omstillingsperiode. Ved å strekke innfasingen ut i tid blir den forventede banen for bruk av oljeinntekter framover jevnere og bedre tilpasset utviklingen i økonomien. Det kan lette en gradvis omstilling til annen eksportrettet virksomhet. På den måten kan vi unngå unødige store omstillinger i norsk økonomi på et senere tidspunkt.

Utviklingstrekkene omtalt ovenfor har de siste årene bidratt til å løfte statens inntekter fra skatter og avgifter. Når de langsiktige bølgene som har løftet norsk økonomi trekker seg tilbake, kan vi risikere at anslagene for den underliggende veksten i statens inntekter fra skatter og avgifter må justeres ned, jf. drøftingen i kapittel 6. Dersom omslaget kommer brått, vil vurderingen av den underliggende bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle budsjettunderskuddet, trolig måtte oppjusteres, slik vi har sett i flere OECD-land de siste årene. Dette bør det tas høyde for i planleggingen av finanspolitikken.

Hvis bruken av oljepenger legges klart under den anslåtte banen for forventet realavkastning av pensjonsfondet, reduserer vi faren for at finanspolitikken forsterker svingningene i norsk økonomi. Også faren for å tære på hovedstolen i pensjons-

fondet i årene framover blir mindre. Handlingsrom i finanspolitikken kan også komme godt med i en situasjon der pengepolitikken begrenses av null som nominelt gulv for styringsrenten. Det illustreres av utfordringene som USA og eurolandene har slitt med de siste årene, hvor styringsrenten har vært null lenge og en har måttet ty til ukonvensjonelle tiltak i pengepolitikken.

8.6 Referanser

- Aamdal, Kyrre (2015): *Norsk økonomi tåler oljeprisfallet*, Samfunnsøkonomen 2/2015.
- Aastveit, K.A., H.C. Bjørnland og L.A. Thorsrud (2012): *What drives oil prices? Emerging versus Developed Economies*. Norges Bank Working Papers 2012/11. Kommer i *Journal of Applied Econometrics*.
- Bjørnland, Hilde C. og Leif Anders Thorsrud (2014): *Boom or gloom? Examining the Dutch disease in two-speed economies*, Working Paper 12/2014, Norges Bank. Kommer i *Economic Journal*.
- Bjørnland, Hilde C. og Leif Anders Thorsrud (2015): *Hva skjer når oljeprisen faller?* Samfunnsøkonomen 2/2015.
- Borio, Claudio, Pita Disyata og Mikael Juselius (2013): *Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle*, BIS Working Papers No. 404, February 2013.
- Brander, Anna Sandvig, Henriette Brekke og Bjørn E. Naug (2013): *Hvordan vil omsetningen i norske bedrifter bli påvirket av et fall i oljeprisen?* En analyse basert på Norges Banks regionale nettverk, Aktuell kommentar fra Norges Bank 4/2013.
- Cappelen, Ådne, Torbjørn Eika og Joakim Prestmo (2013): *Petroleumsvirksomhetens virkning på norsk økonomi og lønnsdannelse, framtidig nedbygging og følsomhet for oljeprissjokk* i Vedlegg til NOU 2013:13 Lønnsdannelsen og utfordringer for norsk økonomi.
- Cappelen, Ådne, Torbjørn Eika og Joakim Prestmo (2015): *Oljeprisfallet gir ingen krise*, Samfunnsøkonomen 2/2015.
- Dagens Næringsliv (2014): *Oljefeltene break-even*, 4. november 2014.
- Friberg, Jon H., Jon Erik Dølvik og Line Eldring (2013): *Arbeidsmigrasjon til Norge fra Øst- og Sentral-Europa*, Temanotat Forskningsrådet.
- Igan, D. og P. Loungani (2012): *Global Housing Cycles*. IMF Working Paper 12/217.
- IMF (2014): *World Economic Outlook*, September 2014.

- Lie, Einar (2012): *Norsk økonomisk politikk etter 1905*, Universitetsforlaget.
- Mellbye, Christian, Sveinung Fjose, Ola Thorseth og Erik W. Jakobsen (2012): *Internasjonalisering av norsk offshoreleverandørindustri 2011 – øker omsetning og blir med global*, Menon Business Economics, juni 2012.
- Mork, Knut Anton (2013): *Etter oljen: Utfordringer for norsk økonomi*. CME Working paper 2/13.
- Mork, Knut Anton (2015): *Resesjon og omstilling*, Samfunnsøkonomen 2/2015.
- Norges Bank (2014): *Finansiell stabilitet 2014 – sårbarhet og risiko*, Norges Bank, oktober 2014.
- NOU 2011: 7 *Velferd og migrasjon – Den norske modellens framtid* (Brochmann-utvalgets innstilling).
- NOU 2013: 13 *Lønnsdannelsen og utfordringer for norsk økonomi* (Holden III-utvalgets innstilling).
- NOU 2015: 1 *Produktivitet – grunnlag for vekst og velferd* (Produktivitetskommisjonens første rapport).
- Reinhart, Carmen M. og Kenneth Rogoff (2009): *This time is different: eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.
- Rodrik, Dani (2011): *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, W.W. Norton & Company.
- Rolfe, Heather, Cinzia Rienzo, Mumtaz Lalani and Jonathan Portes (2013): *Migration and productivity: employers' practices, public attitudes and statistical evidence*, NIESR.
- Rystad Energy (2014): *Internasjonal omsetning fra norske oljeserviceselskaper*, rapport til Olje- og energidepartementet, Rystad Energy, 23. oktober 2014.
- Rødseth, Asbjørn (2014): *Høg fart og hard landing*, i Finansdepartementet 200 år – Norsk økonomi fra bankerott til overskudd, Finansdepartementet.

Kapittel 9

Forventet avkastning og risiko i Statens pensjonsfond utland

9.1 Innledning

Dette kapitlet drøfter følgende del av mandatet:

«De siste årene har kapitalen i pensjonsfondet vokst svært raskt. I 2013 alene økte fondet med 1 200 mrd. kroner, og kapitalen utgjør nå mer enn to års verdiskaping i fastlandsøkonomien. Svingninger i fondets verdi og i forventet fondsavkastning vil dermed kunne bli betydelige sett i forhold til størrelsen på statens øvrige inntekter og norsk økonomi, og særlig sett i forhold til den underliggende veksten i fastlandsøkonomien fra ett år til det neste. ...

Med et stort fond kan banen for forventet realavkastning endre seg mye fra et år til det neste, og blir dermed mindre egnet som operativt mål for finanspolitikken på kort sikt. Dette illustreres av dagens situasjon, der en rask tilbakevending til banen for forventet fondsavkastning ville gitt en svært sterk økning i bruken av oljeinntekter over en kort tidsperiode. ...

Utfordringene for norsk økonomi og offentlige finanser har også på andre områder endret seg siden 2001: ...

- Et lavt internasjonalt rentenivå, også for obligasjoner med lang løpetid, samt utsikter til moderat vekst i verdensøkonomien, kan gi en periode med noe lavere avkastning på kapital.»

Det første innskuddet i Statens pensjonsfond utland (SPU) ble foretatt i mai 1996 og var på knapt 2 mrd. kroner. Over tid er det bygget opp en betydelig, global portefølje av finansielle investeringer i aksjer, obligasjoner og eiendom. SPU er nå blant verdens største statlige investeringsfond, og fondet er blitt en betydelig eier i finansmarkedene.¹

Fondsverdien har økt kraftig de senere årene. Ved utgangen av mars 2015 utgjorde markedsverdien av investeringene 7 012 mrd. kroner, som tilsvarende mer enn to og et halvt års verdiskaping i

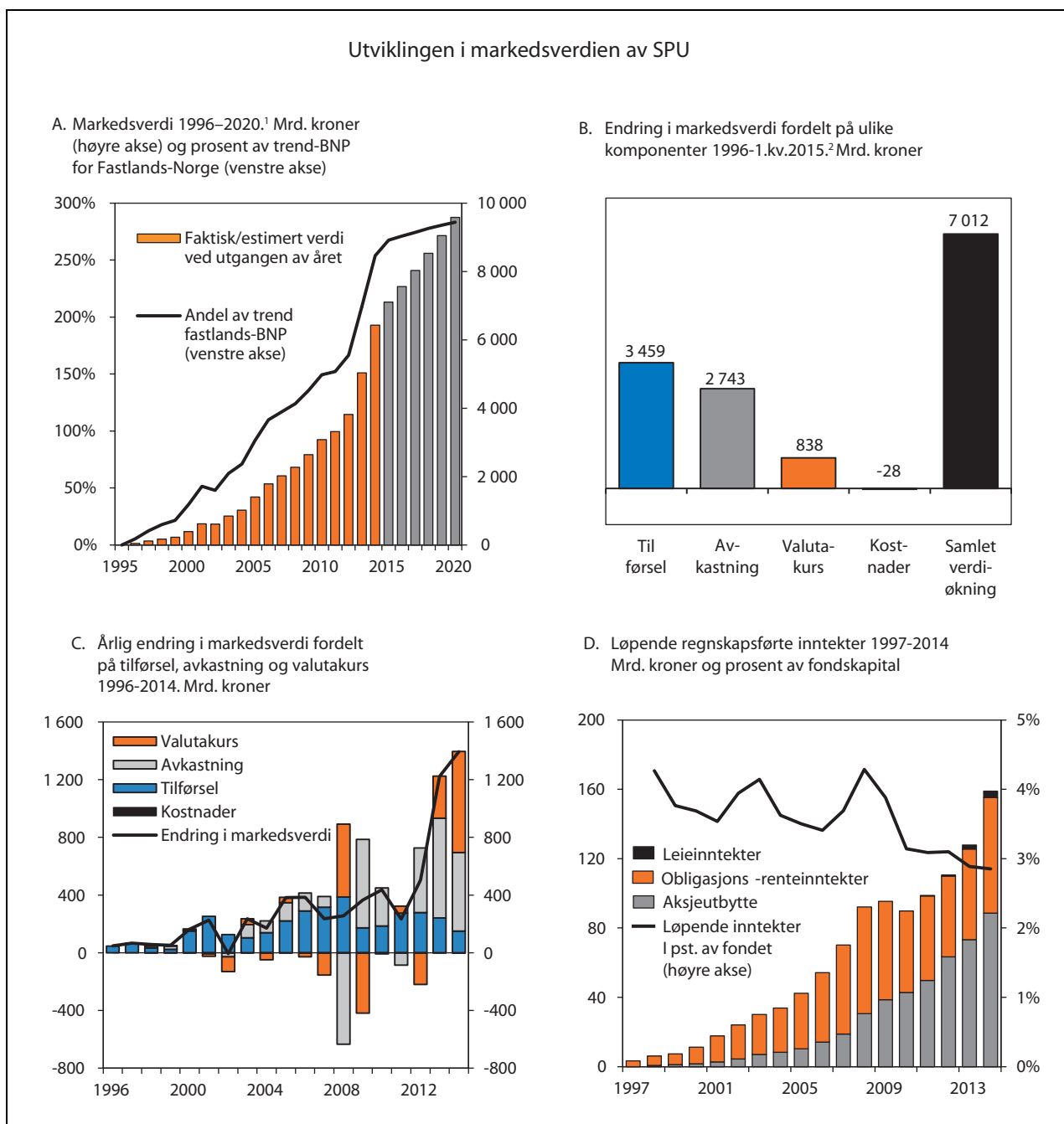
fastlandsøkonomien, jf. figur 9.1A. Det forventes at fondet vil fortsette å vokse i verdi i de neste årene, men som andel av fastlandsøkonomien ventes veksten å dempes, jf. figuren. En slik utvikling må ses i sammenheng med at det ventes at statens netto kontantstrøm de neste årene vil være mindre enn uttaket fra fondet, samtidig som den økonomiske veksten holdes oppe, med en antatt vekst i arbeidsproduktiviteten på 2 pst. per år og en betydelig arbeidsinnvandring også de neste 10–15 årene, se figur 6.9 i kapittel 6.

Siden 1996 er SPU tilført netto vel 3 450 mrd. kroner, dvs. statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten fratrukket overføringen til statsbudsjettet til å dekke det oljekorrigerte budsjettunderskuddet. Den samlede avkastningen på investeringene i denne perioden utgjør nesten 2 750 mrd. kroner, jf. figur 9.1B. Det største bidraget til vekst i fondskapitalen så langt har dermed kommet fra netto tilførsel av ny kapital. I løpet av fondets historie har endringer i kronekursen gitt betydelige utslag i verdien av fondet målt i kroner, jf. figur 9.1C. En svakere kronekurs har så langt bidratt til å øke fondsverdien med om lag 840 mrd. kroner, jf. figur 9.1B. I enkelte år har en svekkelse av kronekursen bidratt til å motvirke effekten på fondsverdien målt i kroner av svak avkastning, for eksempel i 2008 og 2011. For utviklingen i den internasjonale kjøpekraften av fondet er imidlertid endringer i kronekursen uten betydning.

I løpet av fondets historie er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig realavkastning på 4,2 pst., etter fradrag for skatt, inflasjon og forvaltningskostnader.² Det er noe over den langsiktige forventningen. Samtidig har de årlige svingningene i avkastningen vært betydelige, med størst utslag i 2008 og

¹ Jf. <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>. Ved utgangen av 2014 var fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper, målt som andel av aksjeindeksen FTSE Global All Cap, på 1,3 pst. I Europa var gjennomsnittlig eierandel 2,4 pst.

² Målt som geometrisk (tidsvektet) avkastning for perioden fra januar 1997 til utgangen av mars 2015.



Figur 9.1 Utviklingen i markedsverdien av SPU

¹ Anslag for 2015–2020. Fondsverdien er beregningsteknisk framskrevet med utgangspunkt i en realavkastning på 4 pst. og et uttak på 4 pst. av fondskapitalen ved inngangen til hvert budsjettår i tråd med handlingsregelen. Statens netto kontantstrøm fra oljevirkosomheten er basert på anslagene i Revidert nasjonalbudsjett 2015.

² Tilførsel er regnet netto, dvs. beløpet som blir overført fra statsbudsjettet etter at overføringen fra fondet til statsbudsjettet for å dekke det oljekorrigerede budsjettunderskuddet er trukket fra.

Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank.

2009 da den nominelle avkastningen målt i fondets valutakurs var henholdsvis -23 pst. og 26 pst.

Endringer i aksje- og obligasjonskursen bidrar til store svingninger i avkastningen på fondets investeringer. De løpende inntektene i form av utbytte, rentekuponger og leieinntekter er derimot mer stabile, jf. figur 9.1D. For tiden utgjør

disse inntektene noe under 3 pst. av fondskapitalen, eller i underkant av 160 mrd. kroner. Andelen løpende inntekter har vist en fallende tendens i perioden, noe som gjenspeiler at renteinntektene på obligasjonslån har falt og at fondsverdien målt i kroner har økt.

SPU er etter hvert blitt en viktig kilde til finansiering av offentlige utgifter. For 2015 er overføringen fra fondet for å dekke det oljekorrigerte underskuddet anslått til om lag 181 mrd. kroner. Det tilsvarer om lag 12 pst. av de samlede utgiftene over offentlige budsjetter. Fondets betydning som finansieringskilde for offentlige utgifter ventes å øke de nærmeste årene. Offentlige utgifter som andel av BNP for Fastlands-Norge i 2015 er anslått å utgjøre knapt 58 pst. Med dagens utgiftsandel vil fondet i 2020 i prinsippet kunne finansiere vel 18 pst. av de offentlige utgiftene.

Dette kapitlet er organisert på følgende måte: I kapittel 9.2 beskrives rammeverket for forvaltningen av SPU og den langsiktige investeringsstrategien. I kapitlene 9.3 og 9.4 drøftes forventet avkastning på henholdsvis lang sikt og for de neste 10–15 årene. I avsnitt 9.5 illustreres størrelsen på usikkerheten i fondsavkastningen tallmessig. Omtalen i disse avsnittene er delvis basert på Finansdepartementets årlige meldinger til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond. Mulige implikasjoner for praktiseringen av handlingsregelen er drøftet i avsnitt 9.6.

9.2 Fondets rammeverk og investeringsstrategi

9.2.1 Rammeverk for forvaltningen

Finansdepartementet er i lov om Statens pensjonsfond gitt ansvaret for forvaltningen av SPU, mens den operasjonelle forvaltningen ivaretas av Norges Bank.³ Forvaltningen er regulert gjennom et eget mandat fastsatt av departementet. Mandatet inneholder bestemmelser om investeringsrammer, ansvarlig investeringspraksis, risikostyring og rapportering. Reguleringen av forvaltningen i mandatet er rammepreget og prinsippbasert, og forutsetter at de overordnede rammene og bestemmelsene i mandatet fra departementet fylles ut med mer detaljerte regler på de ulike beslutningsnivåene nedover i styringskjeden, jf. boks 9.1.

9.2.2 Investeringsstrategi

I henhold til lov om Statens pensjonsfond § 1 er formålet med Statens pensjonsfond å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og å underbygge langsiktige hen-

syn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter. Sparingen skjer i form av generell fondsoppbygging. For å legge til rette for at veksten i fondet skal reflektere en reell fordringsoppbygging for staten, er SPU integrert med statsbudsjettet. Det er derfor ikke stilt krav om at fondskapitalen til enhver tid skal svare til en bestemt andel av statens pensjonsforpliktelser i folketrygden.

Forvaltningen er innrettet med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning målt i internasjonal kjøpekraft innenfor et moderat risikonivå. Det er i tillegg lagt vekt på at fondet skal utøve en ansvarlig forvaltningspraksis, innenfor rollen som finansiell investor. Norges Bank utøver fondets eierrettigheter og følger opp mandatets krav om ansvarlig forvaltningspraksis. Videre er det etablert en ordning med observasjon og utelukkelse av selskaper som selv er ansvarlig for eller medvirker til grove brudd på grunnleggende etiske normer. Norges Bank treffer beslutning i slike saker, etter anbefaling fra Etikkrådet for SPU.

Finansdepartementet har fastsatt en investeringsstrategi for SPU som er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt, og som er avledet av formålet med fondet, fondets særtrekk og fortrinn, og antakelser om finansmarkedenes virkemåte, jf. boks 9.2. Strategien bygger på at en må ta risiko for å oppnå en tilfredsstillende avkastning over tid. Investeringsstrategien sikrer for øvrig at kapitalen investeres i en bredt sammensatt portefølje av verdipapirer fra mange land. Dette gir fondet en god risikospredning.⁴

Fondets særtrekk er knyttet til at det er stort og har en lang tidshorisont. Mange andre fond kan risikere at svingninger i avkastningen fører til at eier foretar store uttak, men det er lite trolig at det vil skje med SPU. Fondet kan derfor sies å ha høy risikobærende evne. Evnen til å tolerere store svingninger i fondets verdi gjør det mulig å holde fast ved en investeringsstrategi som gir en høyere forventet avkastning over tid.

Mandatet fra Finansdepartementet gir uttrykk for den langsiktige investeringsstrategien for SPU, herunder fondets strategiske referanseindeks. Den strategiske referanseindeksen består av separate referanseindekser for aksjer og obligasjoner, samt eiendomsporteføljen. Den strategiske referanseindeksen angir en fast aksjeandel på

³ Jf. lov om Statens pensjonsfond § 2 første og annet ledd. Den daglige, operative forvaltningen av SPU foregår i Norges Bank Investment Management (NBIM), som er en avdeling i Norges Bank.

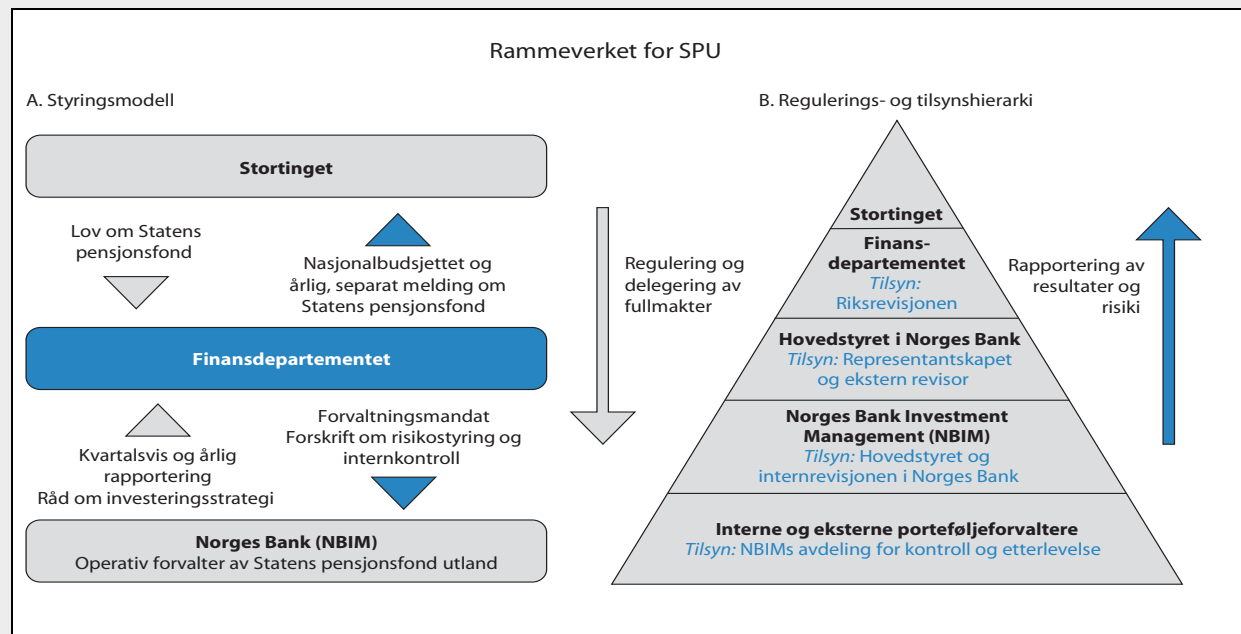
⁴ Fordelene ved diversifisering er utledet teoretisk i kapitalverdimodellen (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966). Modellen viser at investorer kun får betalt for å påta seg risiko som ikke kan diversifiseres bort ved å investere i en portefølje bestående av alle aktiva i økonomien (markedsporteføljen).

Boks 9.1 Rammeverket for forvaltningen av SPU

Den formelle organiseringen av forvaltningen og beslutninger som er med på å fastlegge risikonivået i SPU, er forankret i Stortinget. Dette skjer gjennom behandlingen av en årlig melding til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond. Stortingets behandling danner grunnlag for de rammer som er nedfelt i mandatet for SPU. Beslutninger som påvirker det samlede risikonivået i fondet, er i liten grad delegert til forvalter.

Det er lagt vekt på en klar ansvars- og rollefordeling både mellom eier og forvalter, og mellom de ulike organene som fører tilsyn og kontroll

med fondet, jf. figur 9.2. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i systemet, mens rapportering av resultater og risiko går oppover. Norges Banks representantskap fører tilsyn med bankens virksomhet, og velger bankens eksterne revisor. Representantskapet organiserer også et eget sekretariat som utfører løpende tilsynsoppgaver. Bankens internrevisjon påser at interne retningslinjer gitt av Norges Banks hovedstyre innenfor bankens forvaltningsmandat, følges opp. Riksrevisjonen påser at Finansdepartementet forvalter fondet i tråd med Stortingets vedtak og forutsetninger.



Figur 9.2 Rammeverket for forvaltningen av SPU

Kilde: Finansdepartementet.

60 pst. Andelen obligasjoner kan være ned mot 35 pst. og andelen i eiendom inntil 5 pst.

Aksjeandelen er det valget som i størst grad bestemmer fondets samlede risiko. Aksjeplasseringene gjør at fondet tar del i verdens økonomiske vekst og verdiskaping og ventes å gi vesentlige bidrag til avkastningen over tid. Det gjenspeiler at aksjer er mer risikable enn obligasjoner, og at investorer vil kreve å få betalt for dette i form av en høyere forventet avkastning, jf. boks 9.2. Markedsbevegelser kan føre til at aksjeandelen i referanseindeksen beveger seg bort fra denne strategiske vekten. En høyere (eller lavere) aksjeandel

vil endre avkastnings- og risikoegenskapene til fondet. Det er derfor etablert en ordening som bringer vektene i referanseindeksen tilbake mot de valgte strategiske vektene, såkalt tilbakevektning. Uavhengig av aksjeandelen i referanseindeksen vil risikoen i fondet variere over tid i takt med markedsutviklingen.

Den strategiske referanseindeksen er definert med utgangspunkt i ledende, lett tilgjengelige globale markedsindekser for aksjer og obligasjoner. FTSE⁵ er valgt som leverandør av referanseindeksen for aksjer, mens Barclays er valgt som leverandør av referanseindeksen for obligasjoner.

Boks 9.2 Antakelser om finansmarkedenes virkemåte

Velfungerende markeder

Investeringsstrategien for SPU er basert på at finansmarkedene i stor grad er velfungerende (effisiente) i den betydning at ny, offentlig tilgjengelig informasjon raskt gjenspeiles i prisene på finansielle aktiva.

Risikopremier

Risikoen ved utviklingen i aksjemarkedet omtales ofte som markedsrisiko. Investorer som er villig til å akseptere markedsrisiko, forventer å få betalt i form av høyere avkastning enn ved antatt mer sikre plasseringer. Den forventede meravkastningen kalles aksjemarkedets risikopremie, og er den mest sentrale risikopremien for SPU. Andre risikopremier er knyttet til obligasjoners løpetid (terminpremie) og til at låntaker ikke innfrir sine forpliktelser (kredittrisiko). Forskning viser at flere ulike egenskaper ved aksjer, slik som verdi, størrelse, momentum og likviditet, også kan påvirke verdiutviklingen over tid.¹ Egenskapene har vist seg å bidra til å forklare historisk avkastning i et bredt sett av aksjer og kalles derfor gjerne systematiske risikofaktorer. Operasjonell risiko er en annen type risiko; for tap som følger av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil eller eksterne hendelser. Det knyttes ingen forventet avkastning til operasjonell risiko.

Stordriftsfordeler

Siden fondet er så stort, forventes det å være stordriftsfordeler i forvaltningen. Alt annet likt vil forvaltningskostnadene målt som andel av fondskapitalen være lavere for et stort fond enn for et lite fond. Stordriftsfordeler gjør det også mulig å bygge kompetanse i alle deler av forvalt-

ningen, noe som er en fordel når en skal investere i nye markeder, land og finansielle instrumenter.

Størrelsesbegrensninger

For et stort fond kan det være vanskelig å skalere opp posisjoner i mindre aktivaklasser og i enkelte strategier, og visse strategier er derfor ikke tilgjengelig for SPU. Det kan også være mer krevende for et stort fond å gjøre store endringer i porteføljen i løpet av kort tid uten å påføre betydelige transaksjonskostnader.

Prinsipal-agent problemer

Det er ikke alltid fullt interessesammenfall mellom oppdragsgiver (prinsipalen) og den som skal utføre oppdraget (agenten). I situasjoner med asymmetrisk informasjon kan agenten ta valg som ikke nødvendigvis tjener oppdragsgiver. I kapitalmarkedene vil prinsipal-agent problemer generelt kunne gjøre seg gjeldende både mellom kapitaleier og kapitalforvalter og mellom kapitalforvalter og ledelsen i selskapene en investerer i. En eierskapsutøvelse i tråd med uttrykte prinsipper for god selskapsstyring kan bidra til å redusere prinsipal-agent problemer ved at selskapet og dets eiere i større grad får sammenfallende interesser.

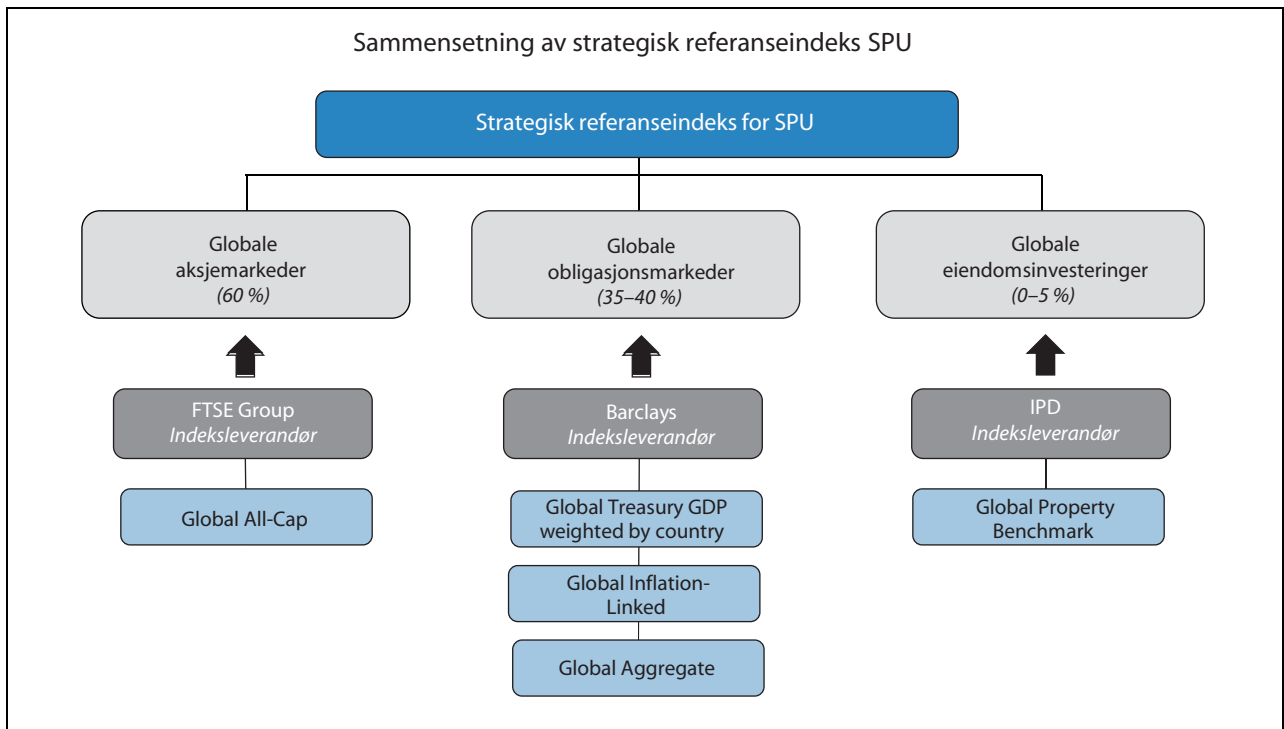
¹ Verdi betegner aksjer i selskaper med lav verdsettelse (verdiaksjer). Slike aksjer har over tid hatt en høyere avkastning enn aksjer med høy verdsettelse. Størrelse viser til markedsverdien på selskapets aksjer. Aksjer i små selskaper har hatt en annen og over tid høyere avkastning enn aksjer i store selskaper. Aksjer med høyt momentum viser til aksjer som nylig har hatt høy avkastning. Slike aksjer har hatt en annen og over tid høyere avkastning enn aksjer som nylig har hatt lav avkastning. Lav likviditet viser til aksjer som ikke er like enkle å omsette. Disse har hatt en annen og over tid høyere avkastning enn aksjer som er enklere å omsette.

Disse indeksene inneholder flere tusen aksjeselskaper og obligasjonslån, som er bestemt av de kriterier som indeksleverandørene legger til

⁵ FTSE Group er en britisk indeksleverandør, og ble i sin tid opprettet som et felles foretak mellom Financial Times (FT) og London Stock Exchange (SE).

grunn ved valg av verdipapirer i indeksen.⁶ For eiendomsinvesteringer er det fastsatt et avkastningsmål som bygger på IPD-indeksen.⁷

Referanseindeksen for *obligasjoner* er delt i en statsdel (70 pst.) og en selskapsdel (30 pst.). Statsdelens rolle er særlig å dempe svingningene i fondets avkastning. Landsammensetningen i denne



Figur 9.3 Sammensetningen av den strategiske referanseindeksen til SPU

Kilde: Finansdepartementet.

delen av indeksen bestemmes i utgangspunktet av størrelsen på landenes økonomi målt ved bruttonasjonalprodukt (BNP-vekter). Obligasjoner utstedt av selskaper forventes å bidra til noe høyere avkastning enn statsobligasjoner, blant annet som følge av en forventet kompensasjon for kredittrisikoen ved slike investeringer. Referanseindeksen for selskapsdelen inneholder også obligasjoner med fortrinnsrett, og tar utgangspunkt i globale markedsvekter.

Sammensetningen av referanseindeksen for aksjer tar utgangspunktet i markedsverdivekter, og den har ingen faste regionvekter.⁸ En markedsvektet portefølje gjenspeiler den kapitalen som er

tilgjengelig for fondet i verdens noterte aksjemarkeder og kan ses på som den porteføljen globale investorer har i gjennomsnitt.

Vektingsprinsippene innebærer at den geografiske fordelingen i referanseindeksen ikke vil være fast, men variere med utviklingen i de ulike markedene, den relative utviklingen i BNP, samt av at markeder tas inn eller ut av indeksen.⁹

Som følge av vurderinger av risiko og investerbarhet har Finansdepartementet supplert prinsippet om BNP-vekter for statsobligasjoner og markedsverdivekter for aksjer og selskapsobligasjoner med enkelte justeringsfaktorer. Disse justeringsfaktorene innebærer bl.a. en viss overvekt mot Europa og en undervekt mot Nord-Amerika sammenliknet med det som følger av rene markedsverdivekter. Ved utgangen av 2014 var fondets investeringer fordelt på 75 land og 47 valutaer, jf. figur 9.4.

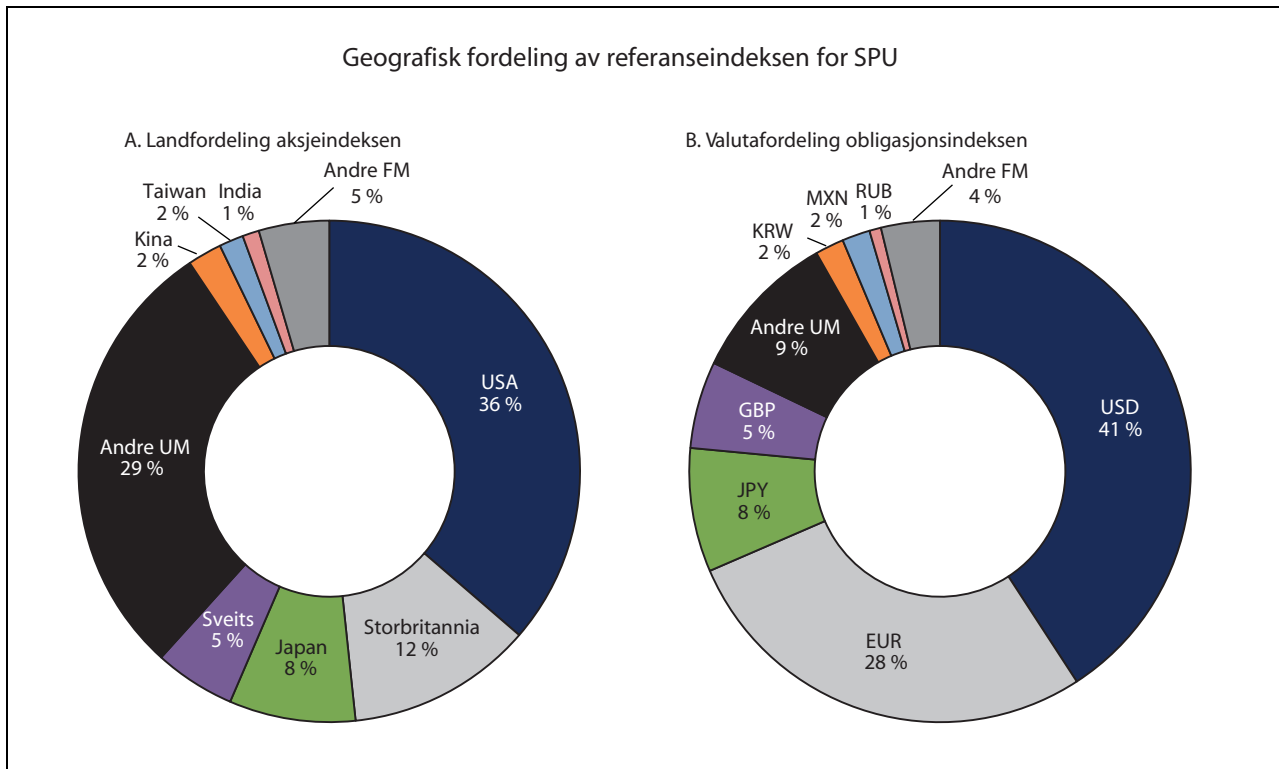
Det meste av risikoen i SPU følger over tid av utviklingen i de brede aksje- og obligasjonsmarkedene. Norges Bank kan i den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningen likevel avvike noe

⁶ Finansdepartementet har pekt på at indekser fra ledende indeksleverandører har en rekke svakheter som følge av måten indeksene er satt sammen på, jf. Meld. St. 19 (2013-2014) s. 17. Indekser er laget ut fra at de skal tilfredsstillende en rekke krav, blant annet representere investeringsmulighetene i et bestemt marked sett fra ståstedet til en gjennomsnittlig investor, noe som innebærer at indeksen ikke nødvendigvis er tilpasset en investor med SPU's særtrekk som størrelse og langsiktighet.

⁷ IPD er en forkortelse for Investment Property Databank, som er en leverandør av indekser for investeringer i fast eiendom. Selskapet er et datterselskap av det amerikanske analyseselskapet og indeksleverandøren MSCI Inc.

⁸ Fram til 2011 var fondskapitalen fordelt på tre geografiske regioner: Europa, Amerika/Afrika og Asia/Oseania. Innenfor hver region var investeringene i hovedsak fordelt på land etter markedenes relative størrelse. Regionvektene for de tre regionene var henholdsvis 50 pst., 35 pst. og 15 pst. for aksjer og 60 pst., 35 pst. og 5 pst. for obligasjoner.

⁹ I Meld. St. 17 (2011-2012) ble det anslått en regional fordeling av referanseindeksen basert på markedsverdier ved inngangen til 2012 med om lag 40 pst. i Amerika/Afrika, 41 pst. i Europa og 19 pst. i Asia/Oseania. Andelen i framvoksende markeder ble anslått til 10 pst. De hensyn som er vektlagt ved justeringen av de globale markedsvektene, er nærmere omtalt i kapittel 2.3 i Meld. St. 17 (2011-2012).



Figur 9.4 Sammensetningen av referanseindeksen for SPU ved inngangen til 2015, fordelt på land¹ og valuta. Prosent

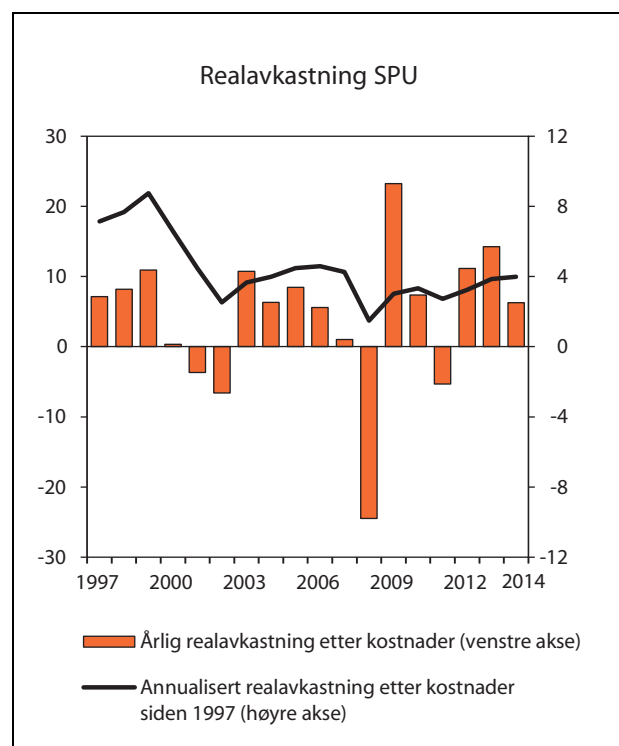
¹ UM: Utviklede markeder. FM= Framvoksende markeder.

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank.

fra referanseindeksene innenfor bestemte risikorammer. Det er blant annet fastsatt en ramme for avvik på 1 pst. per år målt ved såkalt forventet relativ volatilitet.¹⁰

I Meld. St. 27 (2012–2013) vurderte Finansdepartementet om sammensetningen av SPU bør vis mot ulike systematiske risikofaktorer for å påvirke forventet avkastning og risiko, jf. boks 9.2. Vurderingen var at slike beslutninger, i den grad slike risikofaktorer skal utnyttes i forvaltningen, bør gjøres av forvalter innenfor gjeldende rammer. Vridning mot systematiske risikofaktorer kan gi større svingninger i fondets avkastning. Siden 2011 har Norges Bank arbeidet med å utvikle interne referanseporteføljer som er mer skreddersydd for fondets formål og særtrekk, hvor en blant annet søker å tjene på slike risikofaktorer. I boks 9.3 beskrives utviklingen i investeringsstrategien til SPU over tid.

¹⁰ Under visse statistiske forutsetninger, og gitt at Norges Bank utnytter rammen fullt ut, betyr dette at avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen for aksjer og obligasjoner og referanseindeksen for aksjer og obligasjoner forventes å være mindre enn 1 prosentenheter i to av tre år og større i ett av tre år. Finansdepartementet har i Meld. St. 21 (2014–2015) lagt opp til å øke rammen for avvik fra 1 til 1,25 pst.



Figur 9.5 Årlig realavkastning av SPU i perioden 1997–2014 målt i fondets valutakurv. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank.

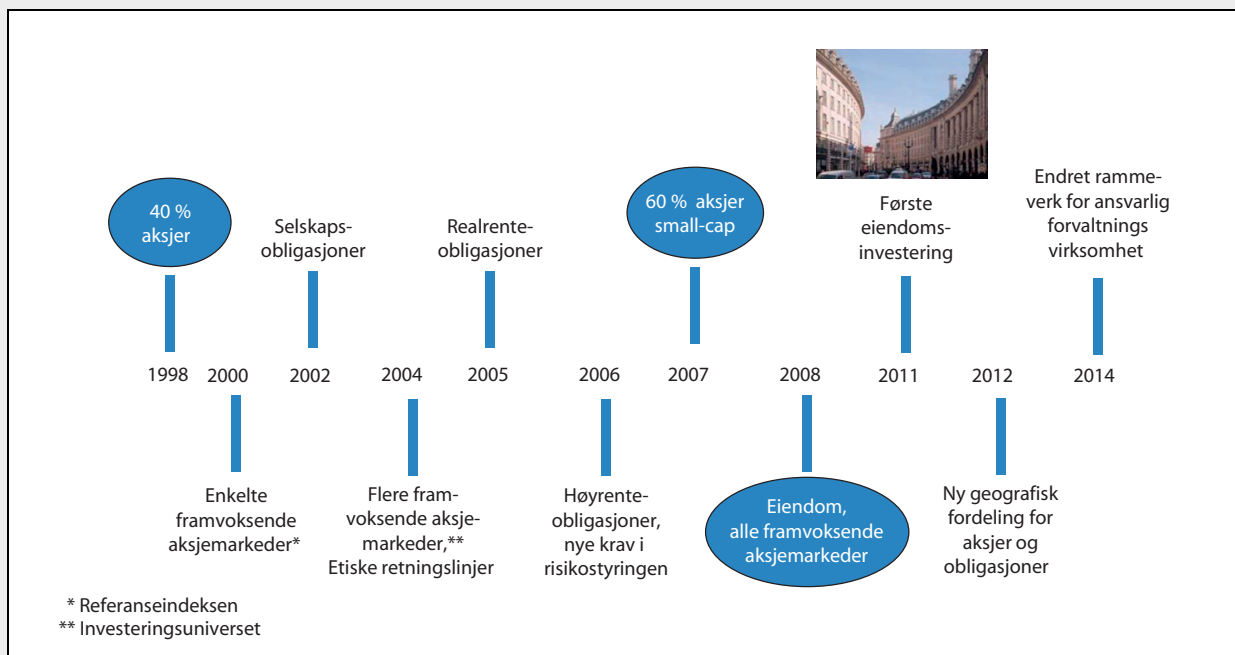
Boks 9.3 Utvikling i investeringsstrategien til SPU

Investeringsstrategien til SPU er blitt utviklet gradvis over tid, jf. figur 9.6. Finansdepartementet har lagt vekt på at endringene skal bygge på grundige, faglige vurderinger av hvordan ulike investeringsvalg vil påvirke forholdet mellom forventet avkastning og risiko på lang sikt. Viktige veivalg er forankret i Stortinget, jf. boks 9.1.

Fram til og med 1997 ble fondsmidlene forvaltet på samme måte som Norges Bank den gang forvaltet valutareservene, dvs. utelukkende i statsobligasjoner og statsgaranterte papirer. I 1998 ble aksjer inkludert i referanseindeksen med en andel på 40 pst., og investeringsuniverset ble utvidet til 21 land. Begrunnelsen var at det over tid er grunn til å forvente en meravkastning på aksjer sammenliknet med obligasjoner, og en kan oppnå en risikospredning ved å investere i aksjer i tillegg til obligasjoner. Aksjeandelen ble senere (2007) økt til 60 pst. ut fra en vurdering av at det ville bidra til høyere forventet avkastning samtidig som risikoen fortsatt ville være moderat. I 2008 ble det besluttet å åpne for en tredje aktivaklasse ved at inntil 5 pst. av fondsmidlene kan investeres i en egen portefølje av fast eiendom. Dette motsvares av en reduksjon i andelen investert i obligasjoner. Mandatet for eiendomsinvesteringene ble fastsatt i 2010 og den første eiendomsinvesteringen ble foretatt i 2011.

Videre er referanseindeksene for aksjer og obligasjoner gradvis blitt utvidet med flere markeder og segmenter. Blant annet er referanseindeksen for aksjer utvidet til å inkludere alle framvoksende markeder (2000 og 2008) ut fra en vurdering om at det kan gi bedre spredning av risikoen i fondet og høyere avkastning. Ikke-statsgaranterte obligasjoner og pantesikrede obligasjoner ble inkludert i referanseindeksen for obligasjoner i 2002 ut fra en vurdering av at det er mer representativt for fondets investeringsmuligheter og kan gi noe høyere avkastning.

Også fondets geografiske fordeling er endret over tid. Ut fra en vurdering av blant annet valutakursrisiko hadde fondet fram til og med 2011 en betydelig overvekt av investeringer i Europa. Nyere forskning om valutakursrisiko tilsa at det ikke lenger var grunnlag for en slik overvekt, og i 2012 ble det fastsatt nye referanseindekser for både aksjer og obligasjoner som la mindre vekt på hensynet til denne risikoen. Formålet med endringene var å få en enda bredere fordeling av fondets investeringer på land og geografiske regioner. Europaandelen i utviklede markeder er likevel noe høyere enn det som følger av globale markedsvekter, mens andelen i Nord-Amerika er noe lavere, jf. ovenfor.



Figur 9.6 Endringer i investeringsstrategien til SPU i perioden 1998-2014

Kilde: Finansdepartementet.

Boks 9.4 Avkastning målt i fondets valutakurv og i norske kroner

Norge har betydelige eksportoverskudd fra salget av olje og gass. Store deler av overskuddene tilfaller staten, og det meste spares i SPU. Fondskapitalen utgjør hoveddelen av statens akkumulerte finansielle sparing. Kroneverdien av SPU er derfor relevant ved en vurdering av statens økonomiske stilling. For eksempel er utgangspunktet for handlingsregelen at overføringene fra SPU til statsbudsjettet regnes som 4 pst. av fondets verdi målt i norske kroner. For Norge som nasjon er imidlertid fondets kroneverdi mindre relevant.

Salget av olje og gass gir Norge inntekter i valuta. Disse inntektene kan brukes til å finansiere import nå eller senere. Gjennom overføringene til SPU blir deler av valutainntektene reinvestert i aksjer, obligasjoner og eiendom i internasjonal valuta. Mengden utenlandske varer og tjenester kapitalen i fondet kan finansiere, avhenger av fondets verdi målt i internasjonal valuta, og ikke av verdien målt i kroner. Siktemålet med investeringene i fondet er derfor å oppnå størst mulig internasjonal kjøpekraft innenfor moderat risiko. Til tross for at regnskapsoppstillingen for SPU føres i norske kroner, rapporteres avkastningen målt i inter-

nasjonal valuta. I Meld. St. 15 (2010–2011) ble det gjort rede for analyser av valutakursrisiko i SPU. Vurderingen var at over tid ventes valutakursene i gjennomsnitt å være nær verdier som er forenlige med kjøpekraftsparitet på lang sikt.

Det finnes ikke én bestemt valuta som er riktig for å rapportere denne avkastningen. I stedet benyttes en kurv av flere valutaer. Fondets valutakurv er en sammenvekting av de valutaer som inngår i referanseindeksen for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer, for tiden til sammen 34 valutaer.

SPUs realavkastning beregnes som nominell avkastning justert for veid gjennomsnittlig internasjonal prisstigning (fondets deflator) og forvaltningskostnader. Landvektene i deflatoren tilsvare vektene i valutakurven. Prisstigningen måles ved endringer i landenes konsumprisindekser. Vekst i konsumprisene er et veletablert mål på generell prisstigning (inflasjon). Metoden uttrykker derfor samlet avkastning justert for generell prisstigning i de markedene og valutaene fondet er investert i. Dette brukes som et tilnærmet mål på fondets internasjonale kjøpekraft.

Resultater i forvaltningen av SPU

I perioden fra januar 1997 til utgangen av mars 2015 var gjennomsnittlig årlig netto realavkastning 4,2 pst., som er noe over den langsiktige forventningen. Siden 1998, da aksjer ble inkludert i referanseindeksen for fondet, er gjennomsnittlig årlig realavkastning 4,1 pst.¹¹ Den realiserte realavkastningen svinger mye, jf. figur 9.5. Realavkastningen har både vært høyere og lavere enn 4 pst. i lengre perioder.

Norges Bank har beregnet at forventede svingninger i fondet, målt ved standardavviket til årlig nominell avkastning, utgjør 9,0 pst. eller om lag 630 mrd. kroner basert på verdien ved utgangen av mars 2015.

¹¹ Beregnet ved hjelp av pengevektet metode er gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til utgangen av mars 2015 anslått til 5,0 pst.

9.3 Forventet avkastning på lang sikt

9.3.1 Måling av forventet avkastning

Handlingsregelen legger til grunn et uttak fra SPU som over tid skal være lik forventet realavkastning av den investerte kapitalen. En intensjon med regelen er å bevare realverdien av fondskapitalen, jf. kapittel 3. Da regelen ble etablert, ble 4 pst. ansett som et rimelig anslag på forventet realavkastning.

Finansdepartementets mandat for forvaltningen av SPU fastsetter at avkastningsmålingen skal utarbeides i samsvar med den internasjonale standarden GIPS.¹² I den løpende rapporteringen om fondet oppgir Norges Bank både nominell avkastning av fondskapitalen beregnet som et geometrisk gjennomsnitt og realavkastning, hvor nominell avkastning er justert for inflasjon og forvaltningskostnader. Det geometriske gjennomsnittet angir den gjennomsnittlige vekstraten til

¹² Global Investment Performance Standards (GIPS).

Tabell 9.1 Punktanslag for forventet langsiktig årlig realavkastning (geometrisk) og risiko (volatilitet) for globale obligasjoner, eiendom og aksjer. Prosent

	Globale obligasjoner	Global eiendom	Globale aksjer
Forventet realavkastning	2,7 ¹	3,5	5,0
Forventet volatilitet (std.avvik).....	6,0	12,0	16,0

¹ Globale obligasjoner inkluderer kredittobligasjoner med en andel omtrent som i obligasjonsindeksen til SPU. Forventet realavkastning på statsobligasjoner er anslått til 2,5 pst., mens forventet realavkastning på kredittobligasjoner er anslått å være om lag 0,5 prosentenheter høyere.

Kilde: Meld. St. 10 (2009–2010).

Tabell 9.2 Punktanslag for forventede langsiktige korrelasjoner mellom realavkastning av globale obligasjoner, eiendom og aksjer

	Globale obligasjoner	Global eiendom	Globale aksjer
Obligasjoner.....	1	0,3	0,4
Eiendom.....		1	0,6
Aksjer.....			1

Kilde: Meld. St. 10 (2009–2010).

investeringene. I framskrivninger av langsiktig forventet årlig prosentvis realavkastning er det vanlig å ta utgangspunkt i en gjennomsnittlig geometrisk avkastning basert på historiske data.

I tråd med at målet for investeringene er høyest mulig internasjonal kjøpekraft innenfor et moderat risikonivå rapporteres fondets avkastning i internasjonal valuta, og ikke i norske kroner, jf. boks 9.4.

9.3.2 Bakgrunn for dagens forventning på 4 pst. realavkastning

I kapittel 3 er det vist til at anslaget på forventet realavkastning i SPU på 4 pst. var basert blant annet på forutsetninger bak formuesberegninger som Finansdepartementet presenterte i nasjonalbudsjetter og langtidsprogram. Anslaget har også støtte i bakoverskuende beregninger av avkastning og risiko for det siste hundreåret. I de årlige meldingene til Stortinget om Statens pensjonsfond har Finansdepartementet gjort nærmere rede for analyser av forventet avkastning og risiko i SPU og de forutsetninger som 4-prosentforventningen bygger på.¹³

Finansdepartementets analyser tar utgangspunkt i anslag for forventet avkastning og risiko

¹³ Se bl.a. kapittel 2.2 i Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009.

(volatilitet) for de globale aksje- og obligasjonsindeksene som inngår i den *strategiske referanseindeksen* og en globalt diversifisert eiendomsportefølje, samt forventet samvariasjon (korrelasjon) mellom disse, jf. tabell 9.1 og 9.2 og boks 9.5 for en omtale av måling av avkastningsrisiko.¹⁴ Det er knyttet stor usikkerhet til disse anslagene.¹⁵ Punktanslagene i tabell 9.1 og 9.2 er utarbeidet på bakgrunn av analyser av historisk avkastning og gjennomgang av nyere forskningslitteratur, jf. boks 9.6.

Ettersom handlingsregelen er en regel for innfasing av oljeinntekter over en lang periode, er anslagene ment å gjelde på svært lang sikt. De representerer derfor anslag for gjennomsnittlig årlig realavkastning og risiko over en periode på mange tiår, eller over en periode som er lang nok til å omfatte mange konjunktursykler med tilhørende oppgangs- og nedgangstider i finansmarkedene. Slike langsiktige forventninger kalles gjerne *ubetingede*, da de i liten grad påvirkes av tidsvarierende faktorer.

¹⁴ Forventet avkastning og risiko av globale eiendomsinvesteringer er vanskelig å anslå ut fra historiske data fordi dataene bare går få år tilbake i tid og dermed ikke reflekterer tidsvariasjonen i avkastningen. Punktanslagene i tabell 9.1 og 9.2 bygger på en vanlig antakelse om at eiendom ligger mellom aksjer og statsobligasjoner hva gjelder avkastning og risiko.

¹⁵ Punktanslagene i tabell 9.1 og 9.2 representerer i realiteten midtpunktet i konfidensintervaller eller i en bestemt sannsynlighetsfordeling.

Boks 9.5 Måling av avkastningsrisiko

Det er betydelig usikkerhet om forventet avkastning. Usikkerheten gjelder flere dimensjoner. En viktig dimensjon er skillet mellom risiko som kan tallfestes og risiko som vanskelig lar seg kvantifisere. Et eksempel på det første er markedsrisikoen for investeringer i verdipapirmarkedet. Markedsrisiko er risikoen for at verdien av en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av prisbevegelser i de brede markedene for aksjer, valutaer, råvarer eller renter. Et eksempel på det andre er den operasjonelle risikoen knyttet til en portefølje. En annen viktig dimensjon er såkalt parameterusikkerhet, dvs. usikkerhet knyttet til anslagene for framtidig forventet gjennomsnittlig avkastning (slik disse er angitt i tabell 9.1), jf. Pastor og Stambaugh (2011). Finansdepartementet har i Meld. St. 21 (2014–2015) illustrert usikkerhet knyttet til framtidige realverdier av SPU gjennom stresstester.

Avkastningsrisiko måles ofte ved standardavvik, som er et mål på hvor mye porteføl-

jens avkastning kan ventes å svinge rundt sin gjennomsnittsverdi. Dersom det ikke er noen variasjon, er standardavviket lik 0. Jo høyere standardavvik, desto større svingninger (volatilitet) eller risiko i forhold til gjennomsnittsavkastningen. Ved å kople standardavviket til en sannsynlighetsfordeling, kan en si noe om hvor sannsynlig det er at porteføljen vil falle i verdi med mer enn x prosent eller stige i verdi med mer enn y prosent i løpet av en gitt periode. Dersom avkastningen er normalfordelt, vil den i 68 pst. av tilfellene være under ett standardavvik fra gjennomsnittlig avkastning. I 95 pst. av tilfellene vil avkastningen ligge innenfor to standardavvik. Empiriske undersøkelser av avkastningen i verdipapirmarkedene indikerer imidlertid at svært lav og svært høy avkastning forekommer oftere enn hva en ville vente dersom avkastningsratene var normalfordelt. Dette omtales gjerne som «fete haler».

Simulering av forventet langsiktig realavkastning og risiko

Gitt punktanslagene i tabell 9.1 og 9.2 ovenfor er forventet realavkastning og risiko for fondets strategiske referanseindeks analysert ved hjelp av en porteføljesimuleringsmodell.¹⁶ Modellen simulerer verdiutviklingen av fondet fram i tid. Utviklin-

¹⁶ Stokastisk porteføljemodell som ved hjelp av Monte Carlo simulering anslår verdiutviklingen i de ulike aktivaklassene, tilbakevektning mellom disse, valutakurseffekter, og tilførsel av nye fondsmidler. Modellen simulerer et stort antall (her 20 000) utviklingsbaner som beskriver mulige utviklingsforløp i totalavkastningsindeksene for de ulike aktivaklassene. De stokastiske prisprosessene beskrives av såkalte korrelerte geometrisk browniske bevegelser, som er en normal forutsetning om prisforløpet for en rekke finansielle aktiva. Det er antatt «mean reversion» i aksjemarkedene, og i analysen er det lagt til grunn den såkalte Ornstein-Uhlenbeck prosessen. Antakelsen om at avkastningen over tid tenderer mot langsiktige «normalnivåer» eller likevektsnivåer bygger på analyser av historisk avkastning. Forutsetningen betyr at volatiliteten ved aksjeinvesteringer er noe lavere enn ellers på lang sikt. I simuleringene er det for øvrig tatt hensyn til reglene for tilbakevektning av aksjeandelen i SPU. Det er lagt til grunn en svak grad av negativ skjevhet i simuleringen av realavkastningen på aksjer. Det antas å gi en mer realistisk beskrivelse av tapersrisikoen, som ofte blir undervurdert når en enkel normalfordeling, uten skjevhet, legges til grunn. Modelleringen av negativ skjevhet gjøres ved hjelp av stokastiske skift i avkastningsfordelingene.

gen for de ulike aktivaklassene kan i en slik simulering følge mange ulike baner, og således avvike vesentlig fra forventningsverdien. En kan dermed anslå utfallsrommet til porteføljeverdien, eller risikoen, over tid, jf. avsnitt 9.5. Tabell 9.3 viser forventet realavkastningsrate for referanseindeksen til SPU over en vilkårlig 15-årsperiode under antakelse om en sammensetning av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner.¹⁷

Beregningene viser en gjennomsnittlig årlig realavkastning av SPU på 4,25 pst., som tilsvarende en nominell avkastning på om lag 6,3 pst., gitt en inflasjonsrate på om lag 2 pst. Forventede årlige svingninger i avkastningen, målt ved standardavvik, er beregnet til 9,8 pst. Det betyr at svingningene rundt den forventede avkastningen ventes å ligge innenfor et område fra -9,8 pst. til +9,8 pst. med 68 pst. sannsynlighet, dvs. forventningsmessig i to av tre år. Over hele 15-årsperioden vil usikkerheten i verdiutviklingen (geometrisk avkastning) derimot være vesentlig mindre. Standardavviket til gjennomsnittlig realavkastning over hele perioden er beregnet til 2,5 pst.,

¹⁷ Den valgte periodelengden har betydning for resultatene siden det er antatt «mean reversion» i aksjemarkedene. Dette medfører at risikoen i aksjemarkedet gradvis faller over tid relativt til risikoen i obligasjonsmarkedet.

Boks 9.6 Nærmere om forventet realavkastning i SPU

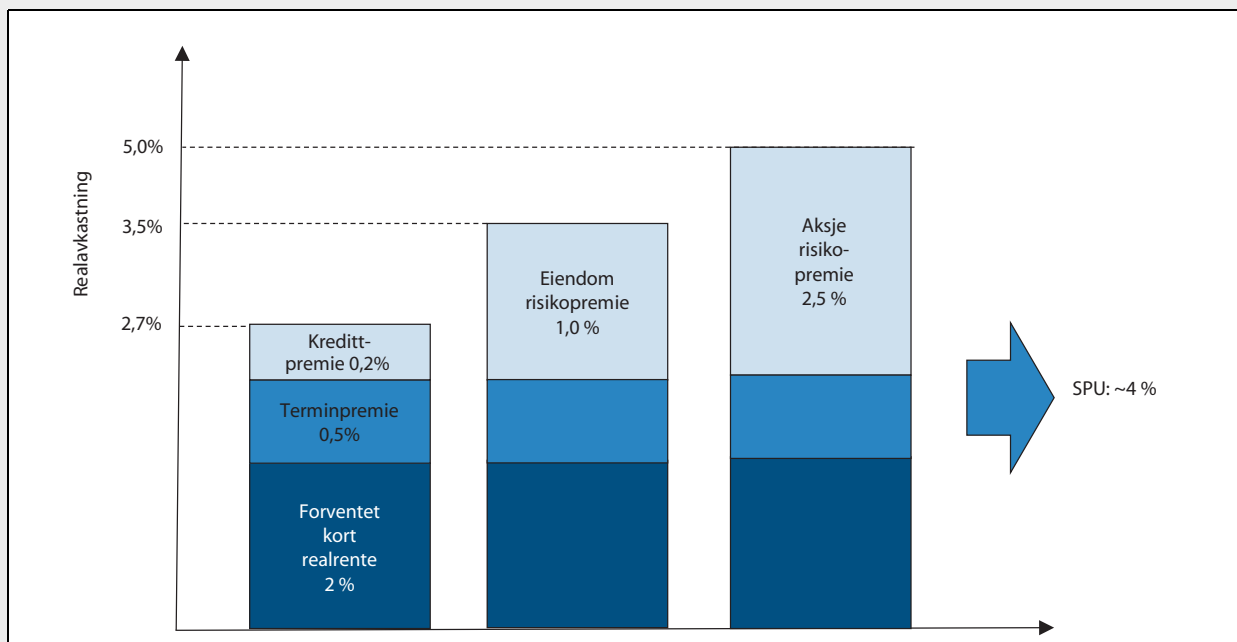
Statsobligasjoner er forventet å gi en årlig realavkastning på 2,5 pst. Dette er høyere enn det historiske gjennomsnittet for perioden 1900–2014, beregnet til 1,9 pst. med data fra Dimson m.fl. (2015) som er USD-baserte tall. Den lave realavkastningen viser at statsobligasjoner var en dårlig investering gjennom flere perioder i det forrige århundre, grunnet høy inflasjon eller hyperinflasjon og kriger. Anslaget på 2,5 pst. er imidlertid vesentlig lavere enn realavkastningen på statsobligasjoner etter 1975 hvor realavkastningen har vært 5,5 pst. Den høye realavkastningen i denne perioden reflekterer bl.a. fallende inflasjonsforventninger på 1980- og 1990-tallet, som mer enn oppveide tap i obligasjonsmarkedene under høyinflasjonsperioden på 1970-tallet. En forventet langsiktig realavkastning på statsobligasjoner på 2,5 pst. er forenlig med en forventet realavkastning på korte statspapirer på 1-2 pst. og en terminpremie på 0,5-1,5 pst. Historisk har terminpremier vært 1,0 pst for statsobligasjoner med lang durasjon ifølge Dimson m.fl. (2015).

Aksjer er forventet å gi en gjennomsnittlig årlig realavkastning på 5 pst. Dette er på linje med det historiske gjennomsnittet for perioden 1900–2014 på 5,2 pst. fra Dimson m.fl. (2015).

Begrenses historien til perioden etter andre verdenskrig (f.o.m. 1946), har gjennomsnittlig realavkastning vært 6,7 pst. Forventet *aksjepremie* er definert som forskjellen mellom forventet avkastning på aksjer og statsobligasjoner. I analysen anslås den langsiktige aksjepremien til 2,5 pst. Dette er lavere enn den gjennomsnittlige historiske aksjepremien over perioden 1900–2014 som var 3,2 pst., men høyere enn aksjepremien i perioden 1975–2014 på 1,0 pst. Den lave aksjepremien i nyere tid har sammenheng med høy realavkastning på statsobligasjoner.

Eiendomsinvesteringer forventes å gi en langsiktig avkastning som ligger mellom statsobligasjoner og aksjer, noe som også gjelder forventet volatilitet. Gitt en forventet aksjepremie på 2,5 pst., er det mulige intervallet for «eiendomspremier» smalt. Premien er anslått til om lag ett prosentpoeng, som gir en forventet realavkastning for eiendomsinvesteringer på 3,5 pst. Anslaget er beheftet med stor usikkerhet.

Figur 9.7 illustrerer hvordan de ulike anslagene ovenfor summerer seg opp til Finansdepartementets anslag på 4 pst. forventet langsiktig realavkastning.



Figur 9.7 Forventet langsiktig realavkastning (geometrisk)¹ i SPU²

¹ Bruk av aritmetiske avkastningstall ville gitt risikopremier som er høyere enn tallene som her er benyttet for de ulike aktivaklassene.

² Det er lagt til grunn en globalt diversifisert statsobligasjonsportefølje med durasjon rundt 5 år. Kredittpremier er anslått med utgangspunkt i en forventet kredittpremie på 0,5 prosentpoeng og en andel omtrent som i obligasjonsindeksen til SPU.

Kilde: Finansdepartementet.

Tabell 9.3 Forventet langsiktig realavkastning (geometrisk) og risiko av referanseindeksen til SPU, målt i fondets valutakurv.¹ Prosent

Portefølje (aksjer/obligasjoner)	Gj.snittlig årlig realavkastning over 15-års perioder	Std.avvik årlig realavkastning	Std.avvik gj.snittlig realavkastning over 15 år	Sannsynlighet for negativ samlet realavkastning etter 15 år	Sannsynlighet for årlig realavkastning < 4 pst.	Sharpe- rate ²
60 / 40	4,25	9,8	2,5	5,3	46,3	0,28

¹ Det legges til grunn en sammensetning av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner over en vilkårlig 15-års periode. Når avkastningen måles i valutakurven, vektet avkastningen i enkeltvalutaer sammen i samsvar med fordelingen av fondets referanseindeks på ulike valutaer. Avkastningstallene er ikke justert for forvaltningskostnader. Disse har siden 1998 utgjort i gjennomsnitt 0,09 pst. per år.

² Sharpe-raten er beregnet som forholdet mellom forventet aritmetisk realavkastning utover risikofri realrente (anslått til 2 pst.) og volatilitet (målt ved standardavviket til årlig realavkastning).

Kilde: Meld. St. 10 (2009–2010).

som betyr at med 68 pst. sannsynlighet vil gjennomsnittlig årlig realavkastning over en 15-års periode ligge mellom 1,75 og 6,75 pst. Tabell 9.3 viser samtidig at sannsynligheten er relativt høy (vel 46 pst.) for at årlig realavkastning blir mindre enn 4 pst. Videre er sannsynligheten for at samlet realavkastning blir mindre enn null etter 15 år beregnet til 5,3 pst.

9.3.3 Historiske trender

Forventet avkastning framover er ikke observerbar, men må anslås. Det kan derfor være interessant å sammenlikne anslagene fra de modellbaserte simuleringene i avsnitt 9.3.2 med historiske tall for avkastningen av en portefølje med liknende investeringsstrategi som SPU. En sammenlikning er bare interessant i den grad en er villig til å legge til grunn at det er strukturelle likhetstrekk mellom fortid og framtid, og dersom en er i stand til å gi tallmessige anslag for virkningen av eventuelle identifiserte forskjeller.

Under forutsetning av slike likhetstrekk i strukturer kan historisk avkastning være et naturlig utgangspunkt for analyser av hvilken avkastning som kan forventes i kapitalmarkedene på lang sikt. Ifølge historiske data har det globale aksjemarkedet gitt en gjennomsnittlig årlig realavkastning på om lag 5,2 pst. i perioden 1900–2014, mens det tilsvarende tallet for det globale markedet av statsobligasjoner med lang løpetid er om lag 1,9 pst., jf. boks 9.6 og figur 9.8.¹⁸

¹⁸ Dimson, Marsh og Staunton Global Returns Data (2015). Avkastningen er målt i amerikanske dollar. Løpetiden på statsobligasjoner er lengre i disse historiske dataene enn i SPU's obligasjonsportefølje.

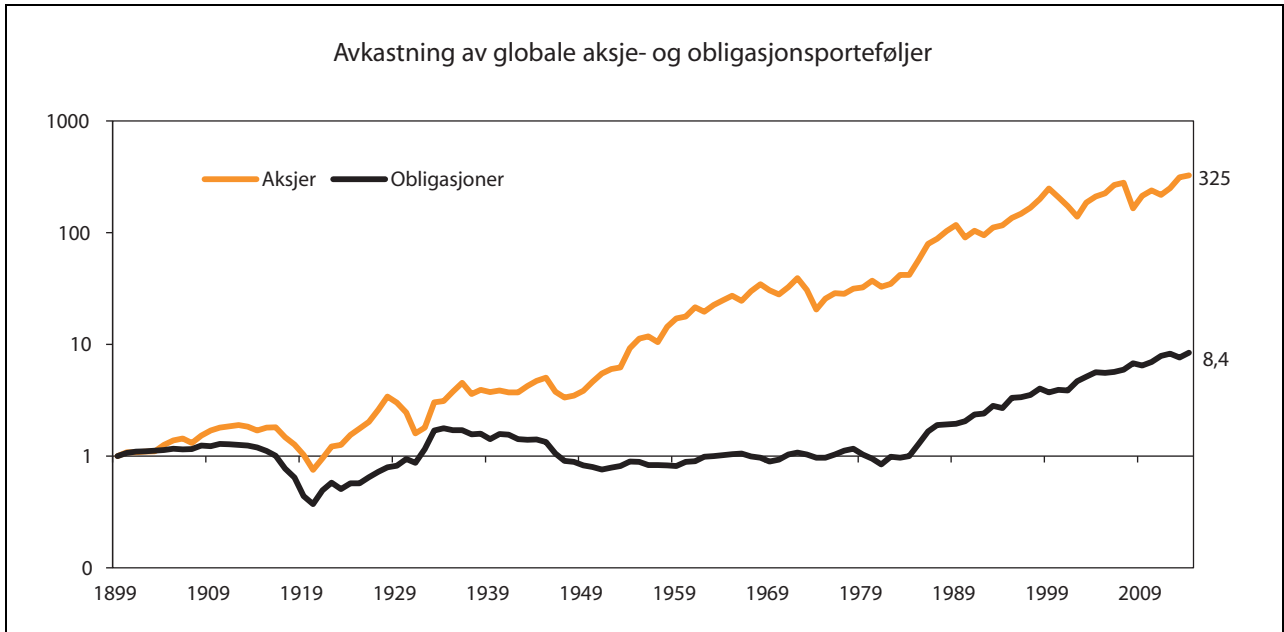
Figur 9.9 viser historisk realavkastning og risiko for en portefølje med 60 pst. aksjer og 40 pst. statsobligasjoner for rullerende tiårs perioder i perioden 1900–2014.¹⁹ I gjennomsnitt for alle tiårsperiodene ville en slik portefølje gitt en realavkastning på 4,2 pst. Det er betydelig høyere enn realavkastningen av statsobligasjoner alene, som i gjennomsnitt var 1,9 pst. Figuren viser at gjennomsnittlig realavkastning over tiårsperioder har variert mye.

9.4 Er 4 prosent en rimelig forventning på 10–15 års sikt?

9.4.1 Innledning

Handlingsregelen er en retningslinje for bruk av statens petroleumsinntekter gjennom mange tiår framover. I tråd med dette er forventningen om 4 pst. realavkastning ment å gjelde for et tidsrom som er langt nok til å inneholde mange oppgangs- og nedgangsperioder i finansmarkedene, jf. avsnitt 9.3.2. Anslagene på langsiktig realavkastning i aksje- og obligasjonsmarkedene er derfor ikke basert på markedspriser og renter slik de er i

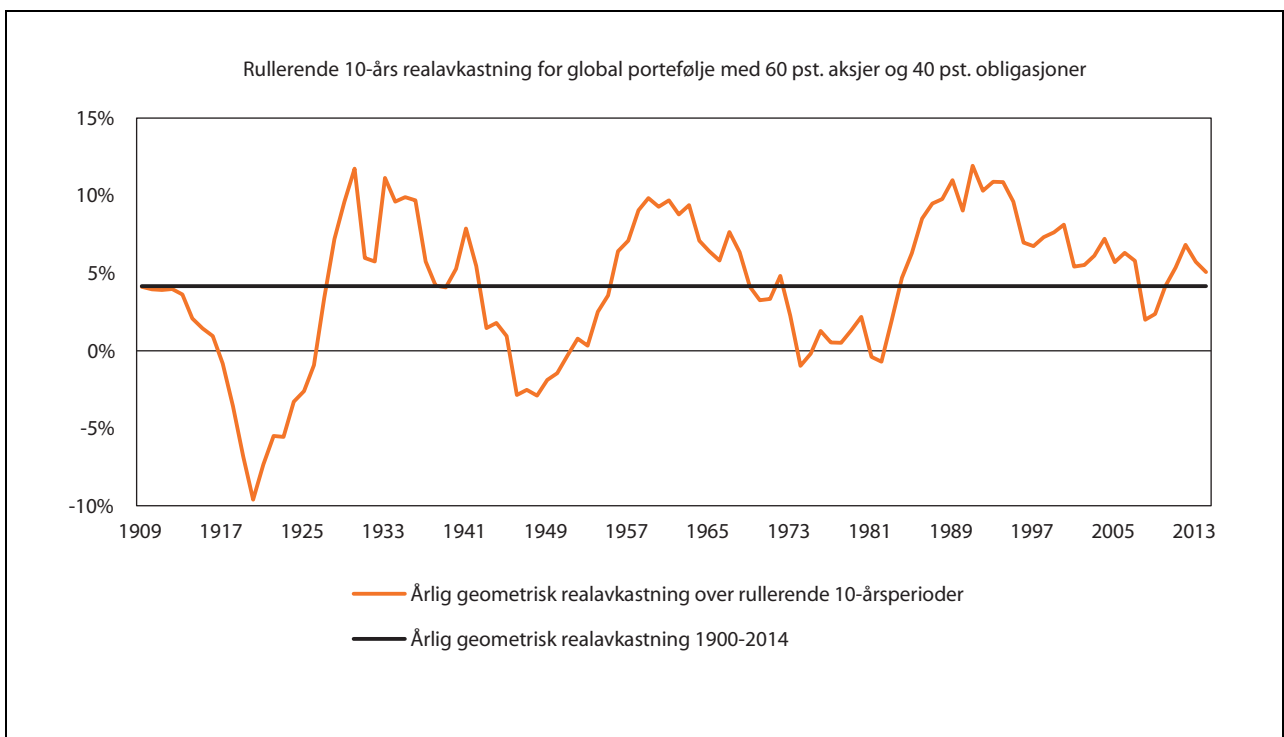
¹⁹ Dataene er basert på Dimson, Marsh og Stauntons verdensindeks for aksjer 1900–2014. I beregningene tas det ikke hensyn til at en mindre andel av SPU er investert i foretaksobligasjoner og fast eiendom. For slike investeringer finnes det ikke data som går like langt tilbake i tid. Analyser basert på historiske avkastningstall for meravkastning for amerikanske foretaksobligasjoner over statsobligasjoner og en andel foretaksobligasjoner som i SPU viser at realavkastningen er noe høyere (0,06 prosentenheter) enn en global portefølje med 60 pst. aksjer og 40 pst. statsobligasjoner. Det er også andre forskjeller mellom datagrunnlaget og fondets sammensetning. Blant annet er løpetiden for obligasjonene i de historiske dataene gjennomgående lengre enn for obligasjonsinvesteringene i SPU. Det gir større utslag ved endringer i rentenivået.



Figur 9.8 Kumulativ realavkastning av globalt diversifiserte aksje- og statsobligasjonsporteføljer målt i amerikanske dollar. Indeks 1899=1¹

¹ Logaritmisk skala. Betyr at prosentvis like store tap og gevinster i figuren vil vises som like store uavhengig av når i tidsperioden de inntreffer.

Kilder: Dimson, Marsh og Staunton og Finansdepartementet.



Figur 9.9 Gjennomsnittlig årlig realavkastning (geometrisk) over rullerende 10-årsperioder for en globalt diversifisert portefølje med 60 pst. aksjer og 40 pst. statsobligasjoner for perioden 1900–2014. Prosent

Kilder: Dimson, Marsh og Staunton og Finansdepartementet.

Boks 9.7 Forventet avkastning

Med utgangspunkt i finasteorien kan prisen på en usikker investering formuleres som

$$(1) \text{ Pris}_t = E_t \sum_{t=0}^{\infty} \left[\frac{\text{Inntekt}_t}{(1+r)^t} \right]$$

dvs. den neddiskonterte verdien av forventede kontantstrømmer gitt et bestemt avkastningskrav. I tråd med kapitalverdimodellen (CAPM) og andre modeller for prising av finansielle aktiva, vil forventet avkastningskrav generelt kunne uttrykkes som $E[r] = \text{risikofri rente} + \text{forventet risikopremie}$. For en obligasjonsinvestering med fast kupongrente kjenner investorene

de framtidige kontantstrømmene og $E[r]$ kan leses direkte ut av effektiv rente på obligasjonen. For en aksjeinvestering er $E[r]$ ikke observerbar fordi framtidige kontantstrømmer fra aksjer er usikre størrelser, særlig langsiktige utbytter og terminalverdier.

Det er derfor mer krevende å anslå forventet avkastning i aksjemarkedet enn i obligasjonsmarkedet. I praksis brukes ulike tilnærminger for å anslå forventet avkastningskrav på aksjer, for eksempel historisk avkastning, spørreundersøkelser og analyser av selskapenes kontantstrømmer.

øyeblikket, men slik de antas å være i en normal konjunktursituasjon, dvs. en situasjon med likevekt i økonomien.

To sentrale problemstillinger som i den sammenheng er særlig relevante, er hvorvidt det er mulig å identifisere endringer i den underliggende likevekten, og om det er grunn til forvente avvik fra likevekt, for eksempel på grunn av konjunktursvingninger, tidsvarierende risikopremier eller ubalanser i finansmarkedene.

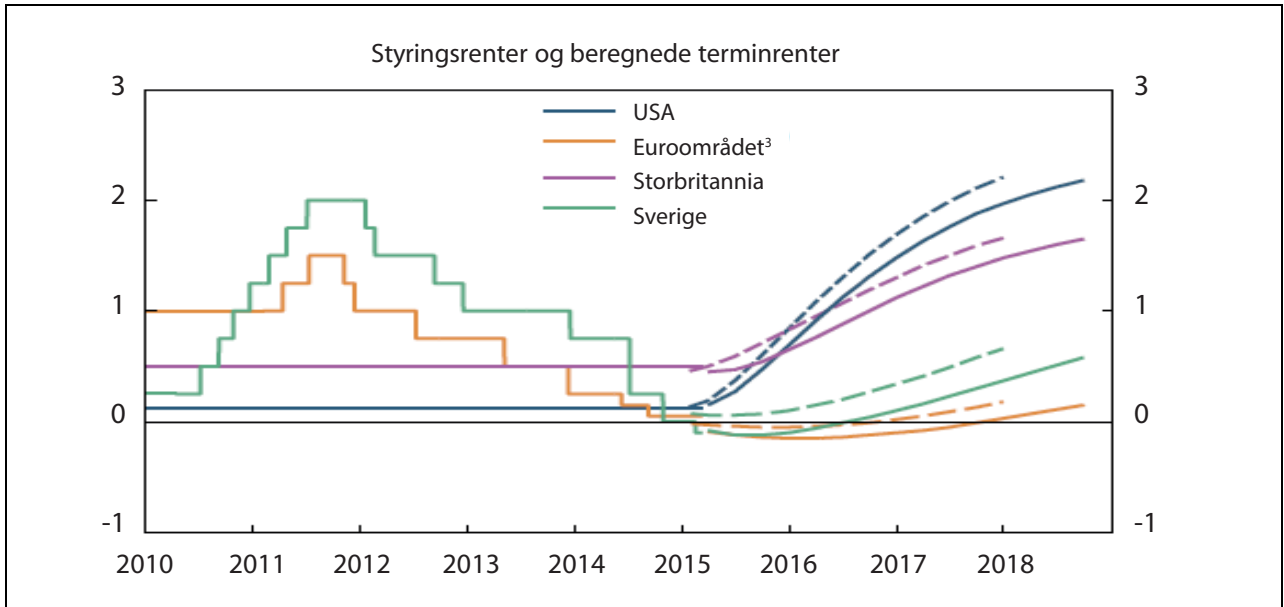
Svingninger rundt en mer fundamental trendavkastning kalles gjerne «mean reversion». På kort sikt kan forventet realavkastning avvike vesentlig fra de langsiktige anslagene – og fra tid til annen kan avvikene bli langvarige. Anslag basert på slike varierende forventninger kalles betingede. De vil i større grad enn ubetingede forventninger være basert på markedspriser og -renter og i mindre grad ta utgangspunkt i historisk avkastning. Finansdepartementet utarbeider ikke denne typen betingede anslag som en del av styringen av SPU, men som en del av arbeidet med konjunkturovervåking utarbeides det anslag for den økonomiske utvikling på kort til mellomlang sikt, herunder også anslag for en del rentestørrelser.

Utvalgets mandat reiser spørsmål om avkastningen fra aksjer og obligasjoner i en periode kan bli lavere enn den investorer har fått historisk. Nedenfor drøftes dette først for obligasjoner, dernest for aksjer, før det til slutt oppsummeres.

9.4.2 Obligasjoner

Markedsrentene bestemmes bl.a. av sentralbankenes styringsrenter. Figur 9.10 viser at styringsrentene forventes å holde seg lave lenge, og langt under normale nivåer. Styringsrenten i euroområdet forventes fortsatt å ligge nær null selv mer enn tre år fram i tid. I Sverige ventes styringsrenten ved utgangen av 2018 å ha kommet opp i ½ pst., i Storbritannia 1½ pst. og i USA vel 2 pst. De samme forholdene som gjør at det forventes lave styringsrenter, vil også kunne holde de lange rentene lave.

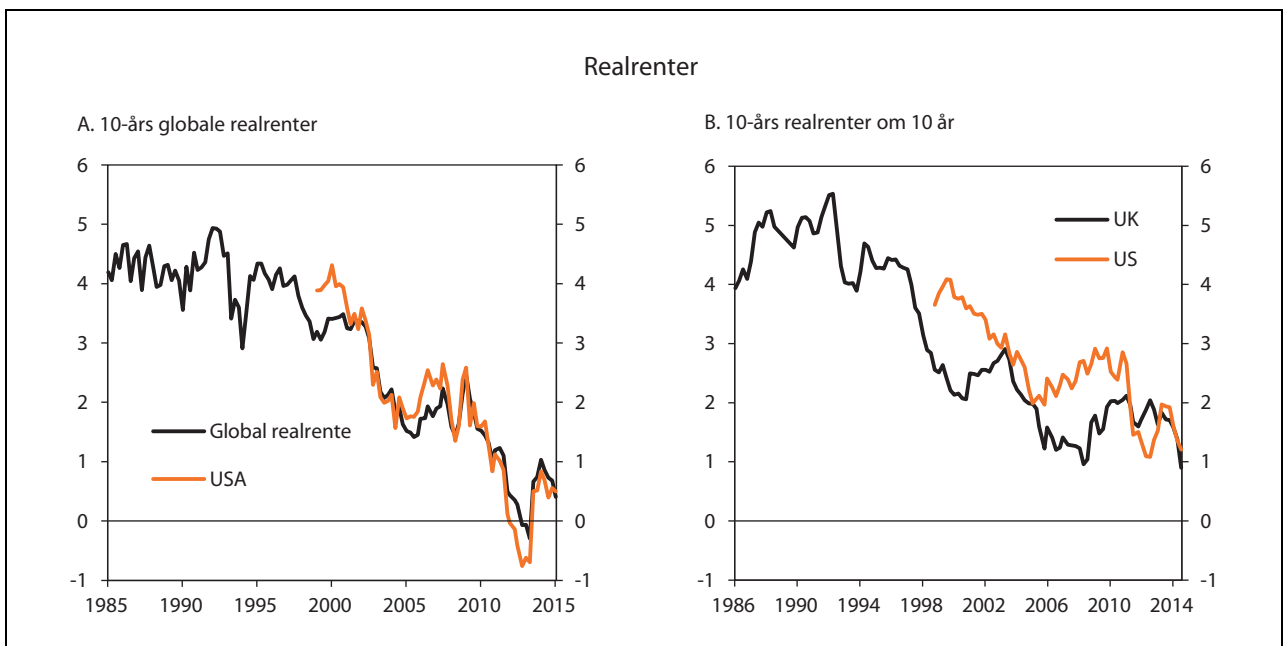
Figur 9.11A viser at den globale realrenten på en tiårs obligasjon de siste årene har ligget mellom 0 og 1 pst., og har i en periode også vært negativ. Den forventede framtidige realrenten ligger om lag 1 prosentenheter høyere, jf. figur 9.11B som viser at markedet forventer at tiårsrenten ti år fram i tid i USA og Storbritannia vil være i størrelsesorden 1½ pst. Både dagens markedsrenter og markedets forventninger om framtidig realrente indikerer således at renten på obligasjoner med lang løpetid og lav kredittrisiko forventes å være klart lavere de neste 10–15 årene enn historiske gjennomsnitt. Olsen (2012, 2015) har pekt på at med realrenter på 0 til 1 pst. må en være forberedt på en lavere forventet realavkastning av SPU enn 4 pst. Dimson (2013) mener også en må forvente lave realrenter i en lang periode framover, og viser til at markedsrenter er det beste estimatet på framtidig avkastning, jf. boks 9.6.



Figur 9.10 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 5. desember 2014 og 12. mars 2015.¹ Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2018²

- 1 Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 5. desember 2014. Tynne linjer viser terminrenter per 12. mars 2015. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter.
- 2 Dagstall fra 1. januar 2010 og kvartalstall fra 1. kvartal 2015.
- 3 Eonia for euroområdet fra 1. kvartal 2015.

Kilde: Pengepolitisk rapport 1/2015, Norges Bank.



Figur 9.11 Realrente på inflasjonsindekserte obligasjoner med lang løpetid 1985–2014.¹ Prosent

- 1 Figuren er en oppdatering av King og Low (2014). Den globale realrenten er beregnet som et uvektet gjennomsnitt av realrenter for G7-landene. Rentene er for obligasjoner med lang løpetid (rundt 10 år), men med noe variasjon mellom de ulike landene. Realrenten på en tiårs obligasjon ti år fram i tid er beregnet som forholdet mellom tjuårs og tiårs realrenter. Rentene som er benyttet her, er spot effektiv rente (yield), som kan defineres som avkastningsrenten beregnet som en internrente. Internrenten viser hvilken rente som gjør nåverdien av kontantstrømmen i obligasjonen lik null (inkludert prisen som er betalt for obligasjonen).

Kilder: King og Low (2014) og Finansdepartementet.

De lave realrentene kan reflektere at investorene antar det vil ta lang tid før det er full kapasitetsutnyttelse i økonomiene. Finanskrisen og ettervirkningene av denne har blant annet ført til at sentralbankene har satt sine styringsrenter nær null for å stimulere økonomiene. I tillegg har sentralbankene kjøpt obligasjoner for å presse de langsiktige rentene ned. Dette har økt etterspørselen etter obligasjoner og redusert obligasjonsrentene.²⁰ Men de lave realrentene kan også skyldes at den langsiktige likevektsrenten har falt.²¹

Statsobligasjoner har de siste 20–30 årene gitt en vesentlig høyere avkastning enn den løpende renten isolert sett skulle tilsi. Dette skyldes at rentene har falt som følge av mer stabile inflasjonsforventninger, noe som har gitt betydelige kursgevinster på obligasjoner.²² Potensialet for ytterligere kursgevinster på obligasjoner er begrenset, ettersom den nominelle renten på statsobligasjoner med lang løpetid allerede ligger på et lavt nivå.

En oppgang i rentene vil bidra til å trekke opp forventet realavkastning i obligasjonsporteføljen på lang sikt ettersom en andel av SPUs obligasjonsinvesteringer fornyes hvert år – lånene forfaller og midlene reinvesteres i nye obligasjoner. På kort sikt vil imidlertid en renteoppgang føre til kurstap på obligasjonsporteføljen. En kraftig oppgang i de lange rentene framstår som lite sannsynlig gitt dagens prising i obligasjonsmarkedene og forholdsvis svake vekstutsikter for OECD-landene, med forventninger om svært lave styringsrenter i mange år framover. De lave markedsrentene indikerer derfor at forventet realavkastning på fondets obligasjonsportefølje på 10–15 års sikt vil være lavere enn den langsiktige forventningen på 2,5 pst. Økonomiske framskrivinger indikerer samtidig at en realrente på 2,5 pst. kan være en rimelig forventning på lengre sikt, jf. boks 9.8.

9.4.3 Aksjer

Investeringsstrategien for SPU er basert på at investorer vil kreve å få betalt for at avkastningen på aksjer svinger mer enn avkastningen på obligasjoner, jf. boks 9.2. Størrelsen på denne meravkastningen eller aksjepremien er imidlertid usik-

ker. I analysen av forventet realavkastning av SPU er det lagt til grunn en forventet langsiktig aksjepremie på 2,5 pst.

Størrelsen på den forventede aksjepremien har vært gjenstand for bred debatt både innen akademia og blant investorer. Uenigheten gjelder både det langsiktige normalnivået på aksjepremien og hva som er rimelig å forvente for de nærmeste 10–15 årene.

Siden SPU startet med å investere i aksjer i 1998 har den realisererte aksjepremien vært betydelige lavere enn det langsiktige anslaget på 2,5 pst.²³ Det må ses i sammenheng med et kraftig fall i lange renter i denne perioden, noe som har gitt betydelige kursgevinster på obligasjoner og dermed høy avkastning på obligasjonsporteføljen i SPU. Imidlertid vil historiske avkastningstall for en begrenset periode, her 1998–2014, i liten grad være egnet til å si noe om framtidig avkastning.

I analyser av forventet aksjeavkastning kan en skille mellom metoder for å vurdere investorers avkastningskrav og metoder for å vurdere selskapenes kontantstrømmer, jf. boks 9.7. Vurderinger av avkastningskrav baseres både på historiske avkastningstall, spørreundersøkelser og økonomisk teori, mens vurderinger av selskapenes kontantstrømmer tar utgangspunkt i ulike verdsettingsindikatorer og mer fundamentale forhold som økonomisk vekst og inflasjon.

Ut fra observerte svingninger i konsumet og normale anslag på investorers risikoaversjon, er det vanskelig å forklare at den historiske aksjepremien har vært så høy. Dette fenomenet kalles i den økonomiske litteraturen for «aksjepremiegåten», jf. Mehra og Prescott (1985). I praksis er det derfor krevende å benytte teoretiske modeller for å anslå størrelsen på aksjepremien.

Ofte er den *historiske* aksjepremien et viktig utgangspunkt når framtidig aksjepremie skal vurderes. Figur 9.13 viser gjennomsnittlig årlig aksjepremie over rullerende 10-årsperioder i perioden 1900–2014. Gjennomsnittlig realisert aksjepremie (geometrisk) over alle 10-årsperiodene var 3,5 pst. per år, som er høyere enn det som er lagt til grunn i analysene av forventet realavkastning i SPU. Det er usikkert om historisk avkastning er et godt estimat for framtidig avkastning, men Goyal og Welch (2008) mener at historisk aksjepremie gir en like god prediksjon på framtidig premie som mer kompliserte metoder.

²⁰ Wu (2014) estimerer at ukonvensjonell pengepolitikk har redusert terminpremien på 10-års amerikanske statsobligasjoner med over 100 basispunkter.

²¹ Jf. Summers (2014), Eggertsson og Mehrota (2014), Thwaites (2014).

²² Ilmanen (2011) viser til at fall i inflasjonsforventningene isolert sett bidro til å øke den årlige avkastningen på amerikanske statsobligasjoner med rundt 1 prosentenheter i perioden 1981–2009.

²³ I denne perioden har aksjeindeksen for SPU i gjennomsnitt bare gitt 0,4 prosentenheter høyere årlig avkastning (geometrisk) enn obligasjonsindeksen.

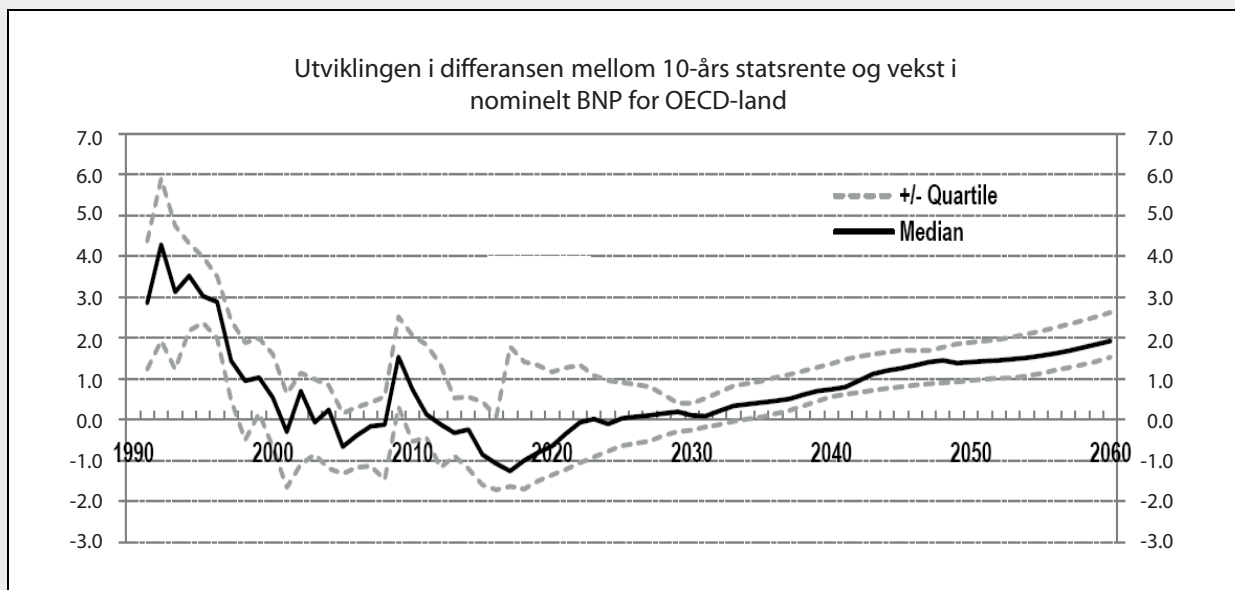
Boks 9.8 OECDs langsiktige anslag for renten

OECD (2014) har på oppdrag fra utvalget oppdatert de langsiktige anslagene for den økonomiske utviklingen som ble lagt fram i *Economic Outlook* fra mai 2014 og hensyntatt oppdaterte kortsiktige anslag i *Economic Outlook* fra november 2014. Det er lagt særlig vekt på å analysere utviklingen i rentene over tid. Beregningene er gjennomført ved hjelp av OECDs makroøkonomiske modell dokumentert i Johansson m.fl. (2013).

Ifølge OECDs framskrivninger forventes realrenten å øke på sikt, jf. figur 9.12 som viser beregnet forløp for den vekstkorrigererte renten, målt som differansen mellom den nominelle renten på 10-års statsobligasjoner og veksten i nominelt BNP. Det er lagt til grunn en gjennomsnittlig vekst i trend-BNP for OECD-landene på 2,2 pst. i årene fram til 2030 og deretter 1,8 pst. i tiårene fram til 2060. Gitt en vekstkorrigert nominell rente som gradvis stiger fra om lag -1 pst. til om lag 0 pst. noen år etter 2020 og om lag 2 pst. i 2060 og et påslag for den økonomiske veksten i tråd med anslagene ovenfor, gir dette

en bane for realrenten for OECD-landene i gjennomsnitt stigende fra om lag 1 pst. i dag til vel 2 pst. i årene 2020–2030, stigende til nærmere 3½ pst. i 2060.

Oppgangen i realrentene i OECDs modellberegninger skyldes fire forhold. For det første forventes det at korte renter normaliseres på noen års sikt, i takt med at økonomiene vender tilbake til full kapasitetsutnyttelse. Dette vil også trekke opp lange renter. For det andre vil høyere gjeldsgrad i en rekke OECD-land forbigående trekke renten opp som følge av økte risikopåslag. Risikopåslagene forventes imidlertid å falle igjen i takt med at landene strammer inn i budsjettene for å bringe statsgjelden ned. For det tredje forventes det at lavere global sparing, særlig etter 2030, som følge av utbygging av velferdssystemer og økt kredittilgang i land utenfor OECD-området vil gi lavere sparing, særlig etter 2030. Dette vil også bidra til høyere realrenter. En fjerde faktor som kan bidra til å trekke opp de lange rentene, er en gradvis reduksjon i de globale ubalansene i verdenshandelen.

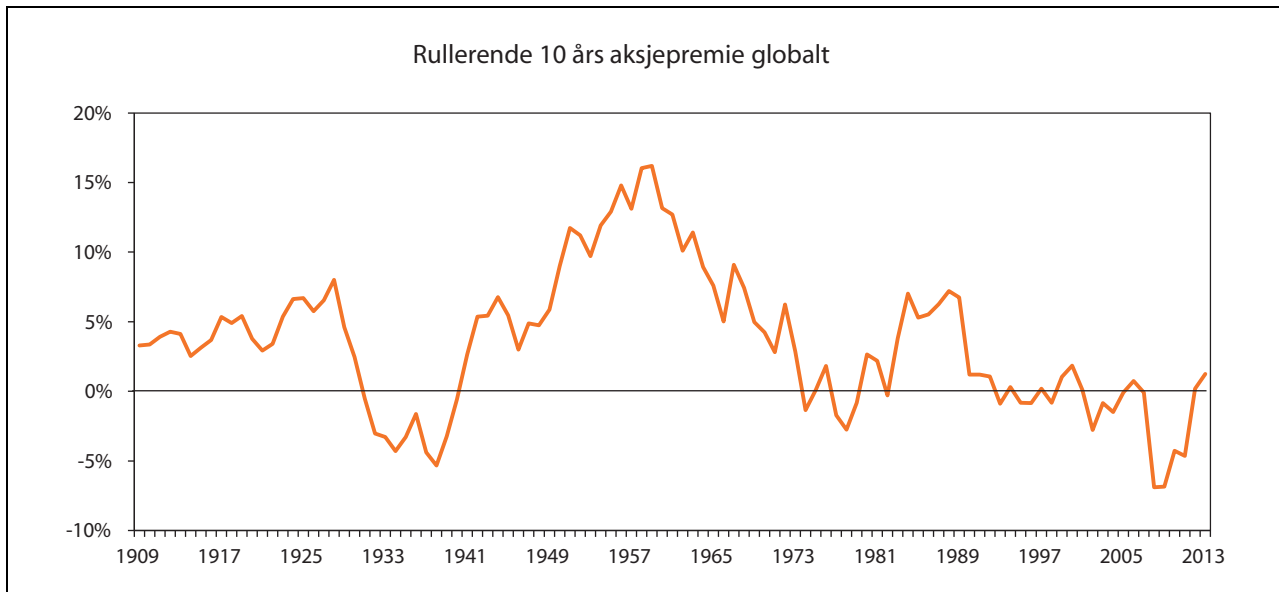


Figur 9.12 Utviklingen i differansen mellom 10-års statsrente og vekst i nominelt BNP for median OECD-landet. Prosentenheter

Kilde: OECD (2014).

Dimson m.fl. (2011) peker på at aksjepremien kan bli lavere framover enn den historiske aksjepremien, og viser bl.a. til at direkteavkastningen på aksjer i form av aksjeutbytte er vesentlig lavere

nå enn det historiske gjennomsnittet for perioden 1900–2010. Videre pekes det på at veksten i selskapenes overskudd (og dermed utbyttegrunnlaget) har vært særlig sterk etter 1950 som følge av



Figur 9.13 Gjennomsnittlig årlig aksjepremie (geometrisk) over rullerende 10-årsperioder for en global aksjeindeks i perioden 1900–2014.¹ Prosent

¹ Aksjepremien er målt mot avkastningen på statsobligasjoner.
Kilder: Dimson, Marsh og Staunton og Finansdepartementet.

sterk vekst i verdensøkonomien. Det pekes også på at investorens avkastningskrav har vært fallende i denne perioden i takt med bedre muligheter for å diversifisere risikoen i aksjemarkedene. Forventet aksjepremie framover kan derfor være lavere enn tidligere. Dimson m.fl. mener at en langsiktig aksjepremie for en global aksjeindeks på 3-3,5 pst. målt mot plasseringer i pengemarkedet er et mer rimelig anslag. Det tilsvarer om lag 2-2,5 pst. målt mot lange statsobligasjoner. Ibbotson og Chen (2003) estimerte en forventet aksjepremie som er 1¼ prosentenheter lavere enn det historiske gjennomsnittet. Videre finner Arnott og Bernstein (2002) at en normal aksjepremie er i underkant av 2,5 pst.

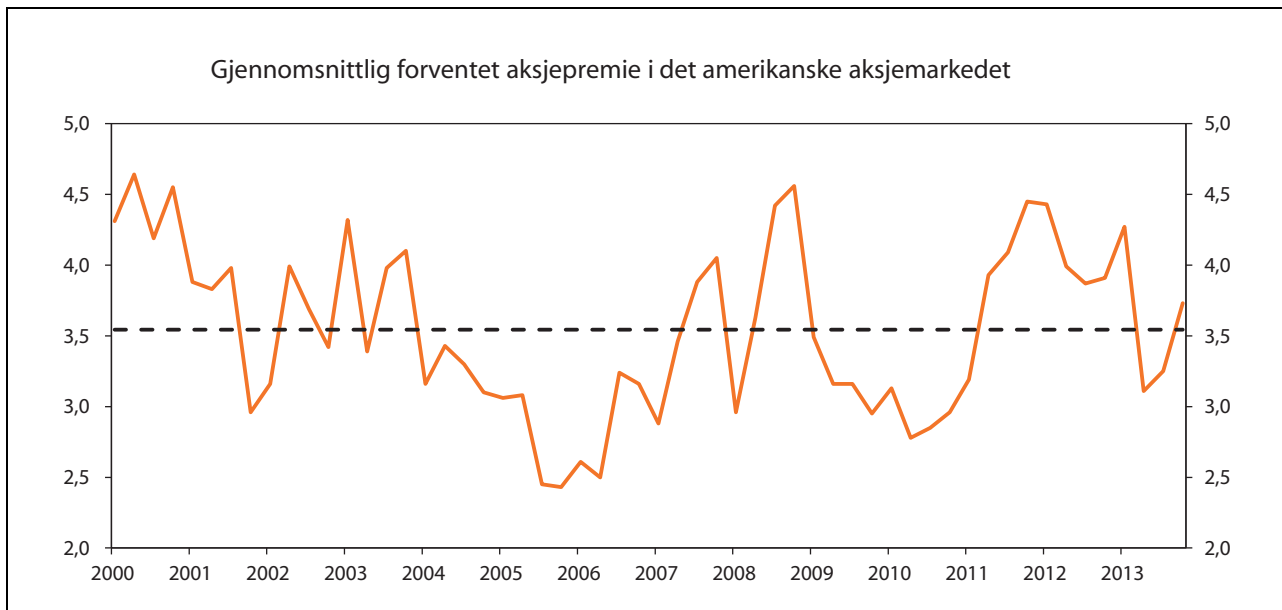
Andre studier presenterer såkalte *konsensusanslag* på forventet aksjepremie basert på spørreundersøkelser. Graham og Harveys (2014) spørreundersøkelse blant finansdirektører i amerikanske bedrifter viser at det i gjennomsnitt forventes en langsiktig (10-års) aksjepremie i det amerikanske aksjemarkedet på om lag 3,8 pst. Dette er noe over gjennomsnittet i perioden hvor denne typen undersøkelser er gjennomført, jf. figur 9.14. Fernandez m.fl. (2014) har spurt akademikere, analytikere og selskaper i 88 land om hvilken aksjepremie de anslår at investorer krevde på aksjeinvesteringer i 2014.²⁴ Gjennomsnittlig aksjepremie ble anslått til over 5 pst. I USA svarte de som deltok i undersøkelsen, at gjennomsnittlig aksjepremie var på 5,4 pst. I en studie av Welch

(2008) anslo 400 amerikanske finansprofessorer i 2007 den årlige forventede aksjepremien over de neste 30 årene til rundt 5 pst.

Historisk aksjeavkastning sier lite om hvordan avkastningen er oppnådd. Såkalte *tilbudsmodeller* bryter ned historisk avkastning i ulike komponenter som utbetalt utbytte, vekst i overskudd og endringer i verdsettelsen av selskapenes overskudd. En oppnår dermed en bedre forståelse av hvordan historisk avkastning har vært sammensatt. Modellene brukes også til å si noe om hvilke komponenter investorer har hatt rimelig grunn til å forvente, gitt tilgjengelig informasjon på beslutningstidspunktet, og hvilke komponenter som må antas å ha vært ren flaks som ikke vil gjenta seg framover, jf. Fama og French (2002) og Dimson m.fl. (2013).

Flere studier viser at utbetalt utbytte og vekst i selskapenes overskudd har gitt de største bidragene til aksjeavkastning over tid. Dimson m.fl. (2013) dekomponerer realavkastningen på en verdensindeks over perioden 1900–2012 i en årlig utbytte på 4,1 pst., en årlig vekst i utbytte på 0,5 pst. og en endring i verdsettelsen av utbytte på 0,4 pst. Jones (2008) sin studie av det amerikanske aksjemarkedet for perioden 1926–2005 viser

²⁴ Studien spør om hva som kreves i risikopremie for å investere i aksjer i dag, og ikke hva den forventede aksjepremien er i en langsiktig normalsituasjon. Den rapporterte aksjepremien bør derfor oppfattes som en betinget risikopremie.



Figur 9.14 Gjennomsnittlig forventet aksjepremie i det amerikanske aksjemarkedet. Spørreundersøkelse blant finansdirektører i amerikanske selskaper. Prosent

Kilde: Graham og Harvey (2014).

at av en samlet realavkastning på 6,9 pst. kom 4,1 prosentenheter fra utbetalte utbytter, 1,9 prosentenheter fra realvekst i selskapenes overskudd (inntjening) og bare 0,7 prosentenheter fra endringer i verdsettelsen av selskapene ut over det som kan forklares av veksten i overskuddet.²⁵ Realveksten i selskapenes overskudd har derfor vært lavere enn BNP-veksten over tid og ligget nærmere veksten i BNP per innbygger, jf. Arnott og Bernstein (2002).

Finansdepartementet har brukt tilbudsmodellen til å analysere de viktigste årsakene til den relativt lave aksjeavkastningen siden SPU startet med aksjeinvesteringer i 1998, jf. Meld. St. 17 (2011–2012). Analysen viser at veksten i overskudd har vært høyere i denne perioden enn det historiske gjennomsnittet for perioden 1926–2005, mens utbetalt utbytte har vært noe lavere.²⁶ Samlet sett har ikke utviklingen i utbytte og overskuddet per aksje siden 1998 vært vesentlig annerledes enn det en har sett historisk. Den lave avkastningen på aksjer sammenliknet med obligasjoner, dvs. den lave aksjemarkedspremien, siden 1998 skyldes først og fremst at aksjemarkedets verdsettelse av selskapenes overskudd falt betydelig i perioden. Den lave avkastningen reflekterte derfor ikke at selskapenes kapasitet til å skape vekst i

utbytter og overskudd var svak i perioden, men at aksjemarkedet var for høyt verdsatt ved inngangen til perioden.

Avkastningen i finansmarkedene knyttes også ofte til fundamentale forhold som økonomisk vekst og inflasjon. Tabell 9.4 viser realavkastningen på aksjer under ulike kombinasjoner av inflasjon og vekst over perioden 1840–2002. Tallene indikerer at år med høy inflasjon historisk har gitt svak aksjeavkastning, uavhengig av om den økonomiske veksten har vært høy eller lav. Sammenhengen mellom avkastning og økonomisk vekst er svakere. Tabell 9.4 viser samtidig at variasjonen rundt gjennomsnittsverdiene har vært stor.

Det framstår som overraskende at inflasjon historisk har hatt stor betydning for realavkastningen i aksjemarkedet, gitt at selskaper forventes å kunne prisjustere sine inntekter. Dette kan skyldes at høy og variabel inflasjon påvirker realøkonomien negativt og skaper usikkerhet hos investorene.

Det er en klar sammenheng mellom utviklingen i lønnsomheten i børsnoterte selskaper og den generelle økonomiske utviklingen. Flere forhold bidrar likevel til at sammenhengen mellom økonomisk vekst og aksjeavkastning er svak, jf. figur 9.15A. Dette kan skyldes at i et velfungerende aksjemarked vil all relevant informasjon om selskapenes framtidige utsikter være gjenspeilt i aksjekursene. Rasjonelle investorer vil derfor kun påvirkes av overraskelser om størrelsen på den

²⁵ De resterende 0,2 pst. tilskrives reinvestert avkastning.

²⁶ Tallene for utbytte er justert for selskapenes tilbakekjøp av aksjer.

Tabell 9.4 Realavkastning på aksjer under ulike kombinasjoner av reell BNP-vekst og inflasjon i USA 1840–2012. Prosent og standardavvik (i parentes)

Vekst	Inflasjon	
	Høy	Lav
Høy	1,5 (16,6)	12,2 (9,8)
Lav	1,3 (20,1)	8,9 (22,2)

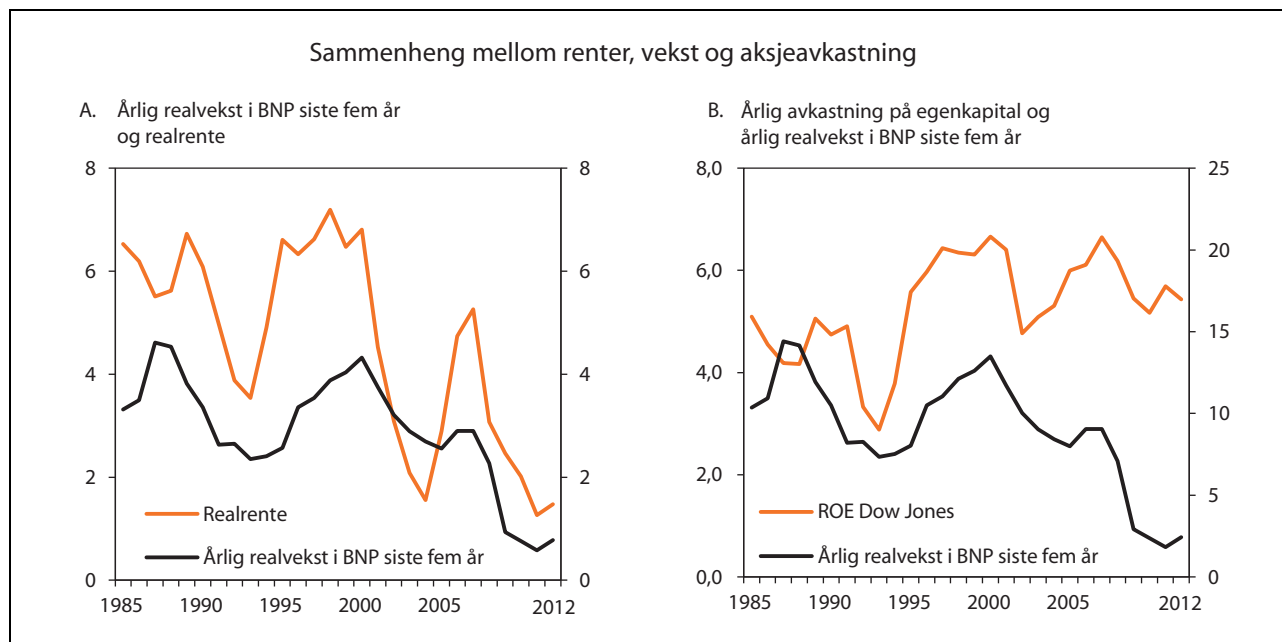
Kilde: Ahmed og Cardinale (2005).

økonomiske veksten som påvirker aksjeavkastningen. Videre viser figur 9.15B at den sterke økonomiske veksten i framvoksende markeder i perioden 1994–2012 ikke har gitt noen vesentlig annen vekst i overskuddet per aksje enn for resten av aksjemarkedet. Dimson m.fl. (2011) peker på at dette skyldes at mye av veksten finansieres med ny egenkapital. Nye investeringer øker overskuddet til den samlede virksomheten, men siden overskuddet nå må fordeles på flere aksjer, vil veksten i overskuddet per aksje være lavere. Andre grunner kan være at globaliseringen gjør selskapene mer avhengige av utviklingen i verdensøkonomien, og mindre avhengige av utviklingen i landet der de er børsnotert. Mangelen på en entydig sammenheng mellom aksjeavkastning og økonomisk vekst kan også skyldes at mye av den økono-

miske veksten i et land skjer i virksomheter som ikke er notert på børs.

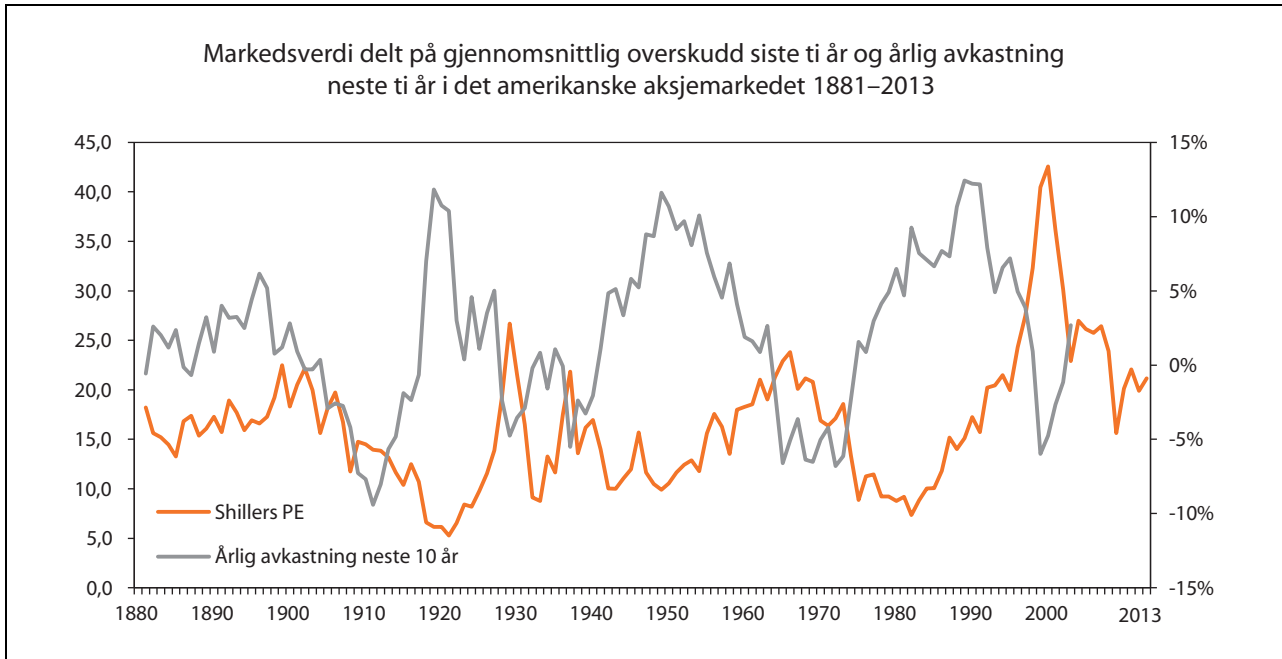
Flere studier ser på betydningen av verdsettelse for framtidig avkastning i aksjemarkedene. Robert Shillers pris-inntjeningsmål (PE) er en ofte brukt indikator for denne typen vurderinger.²⁷ Shillers PE måler prisingen av aksjemarkedet relativt til gjennomsnittlig inntjening per aksje over siste tiårsperiode (inflasjonsjustert), jf. figur 9.16.

²⁷ En høy verdi på Shillers PE kan bety at investorene vurderer risikoen som lav og derfor krever en lav forventet aksjeavkastning og/eller at de vurderer vekstutsiktene som vesentlig høyere. Alternativt kan sammenhengen indikere feilprising av aksjemarkedet i forhold til likevektsinntjeningen.



Figur 9.15 Aksjeavkastning og økonomisk vekst. Prosent

Kilder: NBIM (2012) og MSCI.



Figur 9.16 Markedsverdi delt på gjennomsnittlig overskudd siste ti år (venstre akse) og årlig avkastning neste ti år (høyre akse) i det amerikanske aksjemarkedet 1881–2013

Kilde: Finansdepartementet basert på data fra Robert Shillers internettside (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>).

Tabell 9.5 viser årlige avkastningstall fra det amerikanske aksjemarkedet over perioden 1871–2012. Selskapene er delt i fem størrelsesgrupper basert på Shillers PE. Tabellen viser gjennomsnittlig årlig avkastning de neste 10 årene for selskapene i hver gruppe og variasjoner i avkastningen rundt gjennomsnittsverdiene målt med standardavvik. Tabell 9.6 viser tilsvarende gruppering basert på rente og gjennomsnittlig avkastning påfølgende 10 år for langsiktige amerikanske statsobligasjoner.

Den amerikanske aksjeindeksen S&P 500 hadde per 1. mars 2015 en Shillers PE på 27,1, som er betydelig høyere enn det historiske gjennomsnittet på 16,6. Tabell 9.5 viser at en slik verdi historisk har gitt en gjennomsnittlig realavkast-

ning påfølgende 10 år på 1,2 pst. Standardavviket viser imidlertid at usikkerheten er stor.

Enkelte utviklingstrekk kan indikere at verdsettelsen i dag bør være høyere enn det historiske gjennomsnittet. Omsetteligheten i markedene har økt, og transaksjonskostnadene har falt. Det er også færre investorer som må betale skatt på avkastning. Investorene kan derfor betale mer for selskapenes overskudd og utbytte i dag, men oppnå den samme avkastningen etter justering for disse kostnadene. Videre er Shillers PE basert på overskuddene for de siste 10 årene. Ettersom overskuddene inkluderer ekstraordinære nedskrivninger i bankene i forbindelse med finanskrisen kan disse være kunstig lave, og dermed Shillers PE kunstig høy. Dersom en alternativt ser på

Tabell 9.5 Markedsverdi/overskudd og årlig avkastning de neste 10 årene. Aksjemarkedet i USA over perioden 1871 – 2013. Prosent

Aksjemarkedet	Shiller's PE	Realavkastning neste 10 år	Standardavvik
Billigste 20 pst.	5,3 – 11,1	10,6	3,5
20 – 40	11,1 – 14,5	6,9	5,7
40 – 60	14,5 – 17,2	6,2	5,2
60 – 80	17,2 – 20,7	5,1	3,5
Dyreste 20 pst.	20,7 – 42,5	1,2	3,3

Kilde: Finansdepartementet basert på data fra Robert Shillers internettside.

Tabell 9.6 Effektiv rente¹ på statsobligasjoner med 10 års løpetid og årlig realavkastning de neste 10 årene. Langsiktige statsobligasjoner i USA over perioden 1900–2013. Prosent

Statsobligasjonsmarkedet	Effektiv rente	Realavkastning neste 10 år	Standardavvik
Laveste 20 pst.	1,95 – 2,86	-1,1	1,4
20 – 40	2,86 – 3,74	2,2	3,1
40 – 60	3,74 – 4,37	-0,1	4,2
60 – 80	4,37 – 6,59	2,5	4,4
Høyeste 20 pst.	6,59 – 14,59	5,8	3,4

¹ Effektiv rente (yield) definert som avkastningsrenten beregnet som en internrente. Internrenten viser hvilken rente som gjør nåverdien av kontantstrømmen i obligasjonen lik null (inkludert prisen som er betalt for obligasjonen).

Kilde: Finansdepartementet basert på data fra Dimson, Marsh og Staunton og Robert Shillers internettside.

PE basert på forventet overskudd de neste 12 månedene, er markedsverdien ikke vesentlig høyere enn gjennomsnittet de siste 20 årene.

Selv om renter og Shillers PE på dagens nivå historisk har gitt lav aksjeavkastning påfølgende 10 år, vil avkastningen i aksjemarkedet på lang sikt være bestemt av utviklingen i overskudd og utbytte. For langsiktige investorer er det derfor mer naturlig å vektlegge utviklingen i disse betalingsstrømmene.

Ved utgangen av mars 2015 var effektiv rente på en indeks av amerikanske statsobligasjoner med 10 års løpetid 2,0 pst. Tabell 9.6 viser at realavkastningen historisk har vært negativ når renten har vært på et så lavt nivå, men standardavviket understreker at usikkerheten er stor.

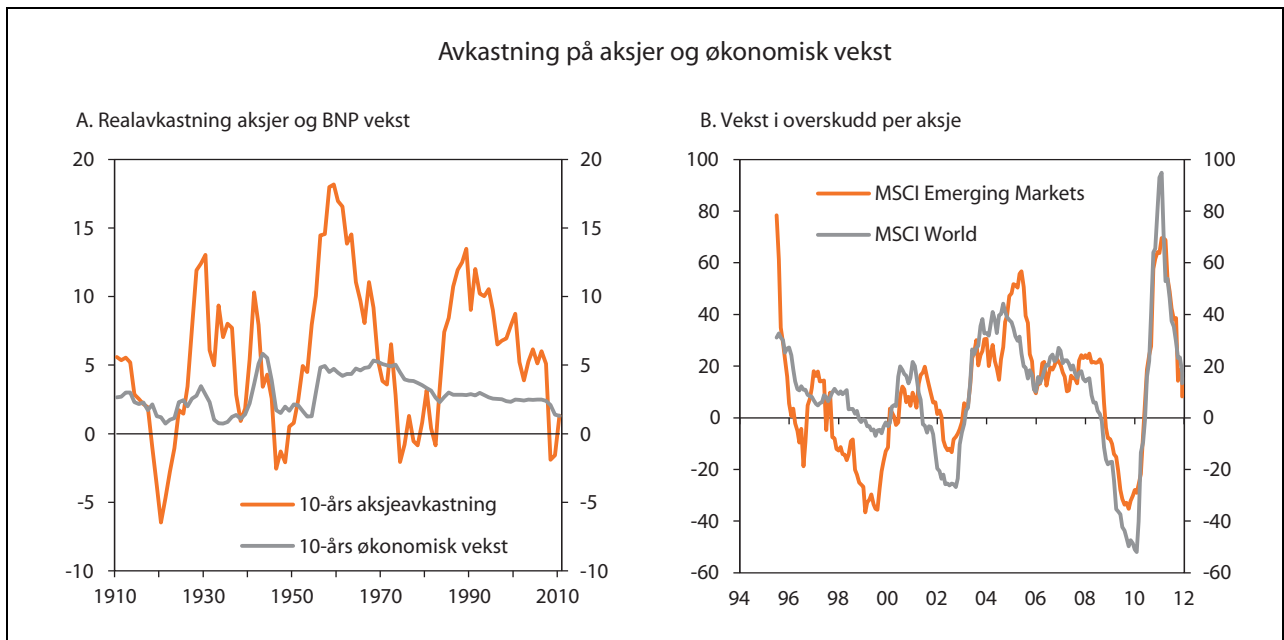
Ifølge økonomisk forskning vil svakere økonomisk vekst gi lavere renter og lavere avkastning på egenkapitalen. Figur 9.17A viser at lavere trendvekst de siste 10–15 årene har falt sammen med lavere realrenter. Flere økonomer har stilt spørsmål ved om de lave rentene kan være av mer permanent karakter. Rogoff og Reinhart (2011) har pekt på at perioder med høy statsgjeld ofte har blitt etterfulgt av lange perioder med negativ realrente. Andre økonomer, som Larry Summers og Paul Krugman, har i ulike sammenhenger pekt på at svak økonomisk vekst og styringsrenter som ikke kan settes lavere fordi de allerede er nær null, gjør det usikkert om en kommer tilbake til full kapasitetsutnyttelse i overskuelig framtid.

Figur 9.17B viser imidlertid at lavere trendvekst ikke har falt sammen med en tilsvarende utvikling for avkastningen på egenkapitalen. Det er derfor ikke gitt at lavere vekst framover vil gi

lavere utbytter og lavere vekst i overskuddene per aksje.²⁸ Først når en har sett et strukturelt fall i avkastningen på egenkapitalen, er det naturlig å forvente lavere utbytter og vekst i overskuddene. Et slikt fall vil innebære at aksjonærene aksepterer lavere lønnsomhet på investeringene. Det kan tenkes at lave renter bidrar til en slik utvikling. Flere har også pekt på at arbeidskraften har fått en stadig lavere andel av verdiskapingen. Dersom dette skulle endre seg slik at arbeidskraften framover skulle få en større andel av verdiskapingen, vil dette kunne bidra til lavere avkastning for kapitalerne.

Dersom lavere renter har bidratt til lavere avkastningskrav, og etter hvert lavere lønnsomhet på selskapenes investeringer i realkapital og andre typer aktiva, vil dette kunne gjenfinnes i selskapenes regnskaper. Figur 9.18 viser at den bokførte avkastningen for selskapene i det globale aksjemarkedet ikke har falt til tross for at rentene er mer enn halvert siden 1994. I perioden har det samlede bidraget til avkastningen fra utbytte og vekst i overskuddet vært på linje med det historiske snittet i perioden 1926–2005.

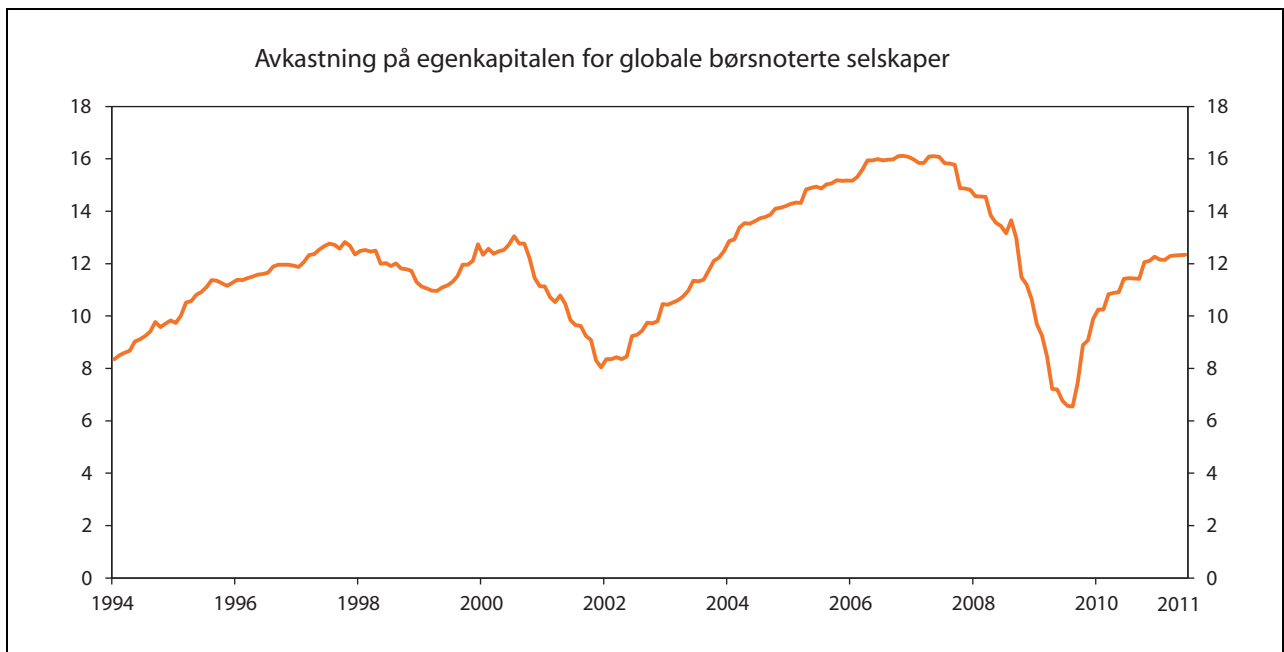
²⁸ Overskudd og utbytter skapes ved at selskapene investerer i bygninger, fabrikker, kunnskap og teknologi. Avkastningen på egenkapitalen gjenspeiler den delen av avkastningen på disse investeringene som tilfaller aksjonærene. Avkastningen på egenkapitalen viser hvor store overskudd selskapene skaper for aksjonærene for hver krone som selskapet har investert. Overskuddene kan enten utbetales til aksjonærene som utbytte eller investeres. Utbytte gir aksjonærene en direkte avkastning, mens nye investeringer gir vekst i overskuddene og utbyttene framover. Før selskapene lavere overskudd for hver krone investert, dvs. lavere avkastning på egenkapitalen, blir det lavere vekst i overskuddene og lavere utbytter.



Figur 9.17 Årlig realvekst i BNP siste fem år, realrente og avkastning på egenkapitalen for den amerikanske Dow Jones-indeksen 1980–2012.¹ Prosent

¹ ROE=avkastning på egenkapitalen.

Kilder: Finansdepartementet, NBIM (2012) og Datastream.



Figur 9.18 Avkastning på egenkapitalen for globale børsnoterte selskaper. 1994–2012. Prosent

Kilder: Finansdepartementet og Datastream.

9.4.4 Andre kilder til avkastning

Om lag 10 pst. av SPU er investert i obligasjoner utstedt av selskaper. Selskapsobligasjonene forventes å gi høyere avkastning enn statsobligasjoner over tid, anslått til 0,2 prosentenheter ut over

den forventede avkastningen på statsobligasjoner på 2,5 pst., jf. boks 9.6. Videre vil inntil 5 pst. av fondet etter hvert være investert i eiendom. Avkastningen av eiendomsporteføljen forventes å ligge mellom nivåene for aksjer og obligasjoner, anslagsvis 1,5 prosentenheter høyere enn obliga-

sjoner og 1 prosentenheter lavere enn aksjer. Bidraget til fondets avkastning fra eiendomsinvesteringer vil avhenge av hvor stor andel av fondet som faktisk investeres i eiendom. I tillegg forventes Norges Banks forvaltning å bidra positivt til avkastningen over tid. Det er lagt til grunn en forventning om en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 0,25 prosentenheter.²⁹

Bidraget til fondets avkastning fra disse tre kildene vil være betydelig mindre enn fra aksjer og statsobligasjoner. Utvalget har derfor valgt ikke å gå nærmere inn på forutsetningene på disse områdene i rapporten. Utvalget ser heller ingen åpenbar grunn til at disse kildene til avkastning skulle trekke spesielt mye opp eller ned på mellomlang sikt, sammenliknet med de langsiktige forutsetningene.

9.4.5 Oppsummering

For obligasjoner gir markedsrenter informasjon om avkastningen på obligasjoner noen år fram i tid. Lave realrenter har historisk gått sammen med lavere framtidig avkastning på obligasjoner. Utsikter til svak økonomisk vekst og styringsrenter nær null trekker også i retning av svak avkastning på obligasjoner de nærmeste årene. Dersom lange renter på sikt tar seg opp, vil fondet i en overgangsperiode få et kurstap på obligasjonsporteføljen. Det er imidlertid vanskelig å tallfeste hvor mye lavere avkastning på obligasjoner en kan forvente innenfor et tidsperspektiv på 10–15 år fordi usikkerheten ved slike anslag er betydelig. Utviklingen i den globale realrenten i figur 9.11 kan isolert sett indikere at obligasjonsrenten de nærmeste årene vil ligge i størrelsesorden 2 prosentenheter under et mer langsiktig normalnivå. OECDs modellbaserte beregninger av vekst-korrigerte renter i figur 9.12 kan indikere at dagens renter er $\frac{3}{4}$ prosentenheter lavere enn nivået om 10–15 år, og kanskje så mye som $2\frac{1}{2}$ prosentenheter lavere enn nivået i 2060.

På lengre sikt er det i hovedsak utbytte og veksten i selskapenes overskudd som bestemmer aksjeavkastningen. Dersom lønnsomheten på selskapenes investeringer opprettholdes på dagens nivå, er det grunn til å tro at utbytte og veksten i overskudd ikke vil bli vesentlig lavere på sikt enn det historiske gjennomsnittet. Det synes rimelig å legge til grunn en forventet aksjepremie (differansen mellom realavkastningen på aksjer og stats-

obligasjoner) på $2\frac{1}{2}$ pst. også innenfor en horisont på 10–15 år. Dette er på samme nivå som den langsiktige forventningen. Med en realavkastning på statsobligasjoner på anslagsvis $\frac{1}{2}$ pst. de nærmeste 10–15 årene gir det en realavkastning på aksjer på rundt 3 pst.

Det kan imidlertid argumenteres for at realavkastningen på aksjer ikke skal trekkes ned av de samme forholdene som trekker ned obligasjonsrentene. En videreføring av dagens direkteavkastning (utbytte) og trendvekst i selskapenes overskudd trekker i retning av en realavkastning på aksjer på 5-6 pst. framover. I motsatt retning trekker at høy vekst i selskapenes overskudd reflekterer fall i lønnstakernes andel av BNP og at investeringene har vært lave. Det har bidratt til høy realavkastning på aksjer de siste 30 årene, og det er usikkert om en kan vente tilsvarende bidrag til realavkastningen framover.

Diskusjonen ovenfor kan oppsummeres i form av to mulige forløp for de neste 10–15 årene:

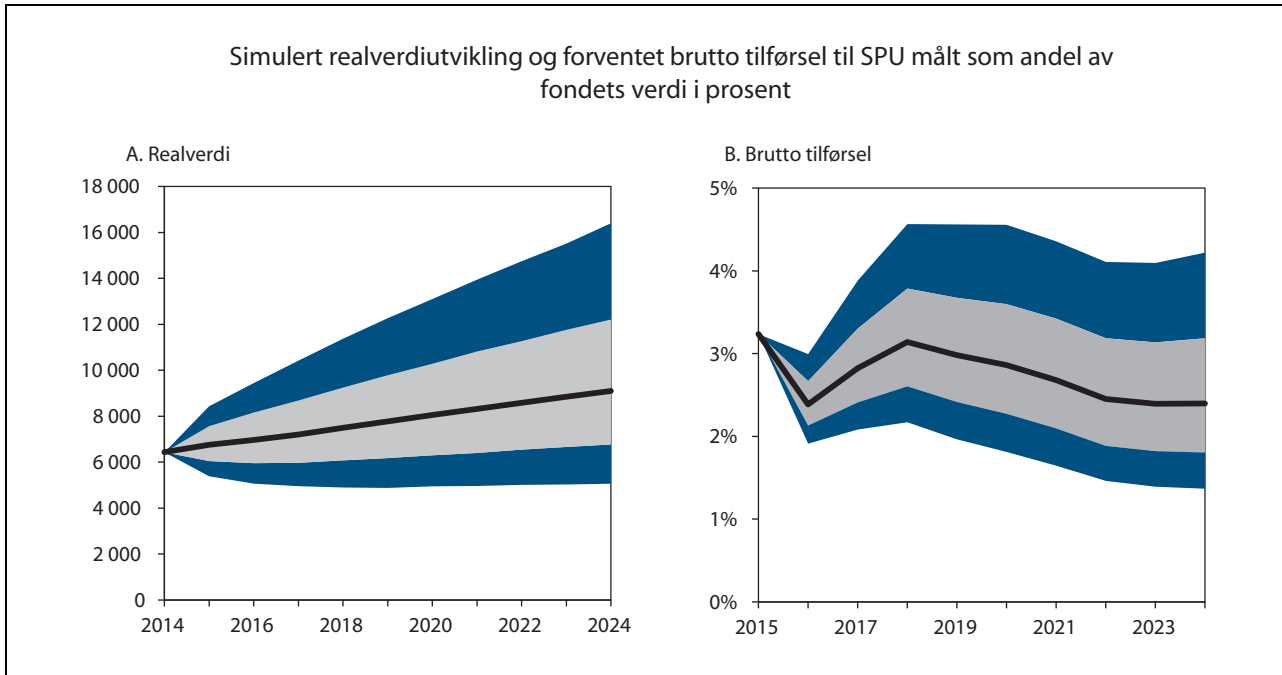
- Et forløp hvor realavkastningen på obligasjonsporteføljen blir 2 prosentenheter lavere enn den langsiktige forutsetningen i for eksempel 15 år framover, samtidig som aksjepremien og eiendomspremien holdes uendret. Da vil realavkastningen av fondet bli trukket ned med 2 prosentenheter til om lag 2 pst. i 15 år framover.
- Et forløp hvor realavkastningen på obligasjonsporteføljen blir 2 prosentenheter lavere enn den langsiktige forutsetningen i 15 år framover, men hvor realavkastningen på aksjer og eiendom holdes uendret fra de langsiktige forutsetningene. Da vil realavkastningen av fondet bli trukket ned til i overkant av 3 pst. i 15 år framover.

9.5 Usikkerhet om framtidig avkastning

I stortingsmeldingene fra Finansdepartementet om Statens pensjonsfond er både historisk avkastning og modellbaserte simuleringer brukt for å illustrere risikonivået ved investeringsstrategien for fondet. Nedenfor belyses risiko ved hjelp av framoverskuende modellberegninger (simuleringer). Historisk avkastning og risiko er belyst i avsnitt 9.3.3 og 9.3.4.

Modellsimuleringer gjør det mulig å ta hensyn til flere forhold som er av betydning for utviklingen i verdien av SPU framover, men som ikke ligger til grunn for de historiske avkastningstillene. Slike forhold omfatter bl.a.:

²⁹ I perioden fra januar 1998 til desember 2014 har Norges Bank oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 0,25 prosentenheter.



Figur 9.19 Simulert realverdiutvikling (mrd. 2015-kroner) og forventet brutto tilførsel til SPU målt som andel av fondets verdi i prosent¹

¹ Forventningsbanen (medianen) er markert med heltrukket svart linje, mens de grå og blå viftene viser henholdsvis 68 og 95 pst. konfidensintervaller. Det er beregningsteknisk lagt til grunn et uttak i 2015 på 2,7 pst. i henhold til faktisk bruk, og et uttak på 4 pst. fra og med 2016.

Kilde: Meld. St. 21 (2014–2015) og egne beregninger.

- Fondet tilføres kapital fra statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, og midler fra fondet tilføres statsbudsjettet i henhold til handlingsregelen. Netto tilførsler vil bidra til å øke fondets verdi uavhengig av avkastningen.
- Den framtidige avkastningen av fondet er forbundet med stor usikkerhet, og utviklingen fram i tid vil ikke nødvendigvis være lik den historiske utviklingen.

Modellberegningene av verdiutviklingen av SPU tar utgangspunkt i prognoser for netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, samt handlingsregelen for overføringer fra fondet til statsbudsjettet. Avkastning av og risiko i aksjer og obligasjoner er basert på punktanslagene i tabell 9.2 og 9.3, jf. boks 9.5. Modellen simulerer utviklingen i fondets kroneverdi. Det tas hensyn til at både oljeprisen og kronekursen kan svinge.

Figur 9.19 viser framskrivinger av pensjonsfondets realverdi og brutto tilførsel over en 10-års periode med usikkerhetsintervaller. Brutto tilførsel er definert som statens netto kontantstrøm før fradrag for overføringen til statsbudsjettet for å dekke det oljekorrigerte budsjettunderskuddet. Realavkastningen i finansmarkedene og statens

olje- og gassinntekter er usikre. Det er også den faktiske bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet. Vifteformen i figuren gjenspeiler først og fremst usikkerheten i framtidig realavkastning. «Forventnings»-banen (medianen) er markert med heltrukket svart linje. Fondets realverdi forventes å stige til om lag 9 100 mrd. kroner 10 år fram i tid, jf. figur 9.19A. Finansdepartementet la i Meld. St. 21 (2014–2015) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014 fram analyser som viser at forventningsbanen (medianen) er om lag den samme uavhengig av om forventet realavkastning er 3, 4 eller 5 pst. så lenge uttaket fra fondet settes lik forventet realavkastning.

De grå og blå vifteformede feltene i figur 9.19 markerer henholdsvis 68 pst. og 95 pst. konfidensintervaller, som under de gitte forutsetningene gir sannsynligheten for at realverdien vil ligge innenfor disse intervallene. Figuren viser at det er stor usikkerhet rundt fondets størrelse 10 år fram i tid. Det er imidlertid høy sannsynlighet for at fondet vil vokse i realverdi. Sannsynligheten for at fondets realverdi 10 år fram i tid blir lavere enn verdien ved utgangen av 2014 er beregnet til om lag 12 pst.

Realavkastningen kan bli vesentlig lavere, men også høyere, enn forventningen på 4 pst. I figuren er det beregningsteknisk lagt til grunn et uttak på 4 pst. av fondsverdien over statsbudsjettet hvert år. Den øverste delen av viften viser virkningen av en svært høy avkastning. I dette tilfellet mer enn doubles realverdien av fondet 10 år fram i tid. Den nederste delen av viften i figuren bygger på den svakeste realavkastningen som er simulert. Her er avkastningen så lav at realverdien av fondet faller til tross for en betydelig tilførsel av oljeinntekter. Viften er ikke symmetrisk om forventningsbanen fordi den stokastiske simuleringsmodellen som er benyttet her tar utgangspunkt i en bestemt statistisk sannsynlighetsfordeling (log-normalfordelingen med justeringer for stokastisk volatilitet og hopp), og ikke normalfordelingen. Gitt denne antakelsen vil den potensielle oppsiden være ubegrenset, mens nedsiden er begrenset (til null).

Slike simuleringer er beheftet med usikkerhet, herunder om antakelsene om framtidig realavkastning, risiko og korrelasjoner og deres gyldighet for kommende 10-årsperioder, og hvorvidt simuleringsmodellen i tilstrekkelig grad fanger opp sannsynligheten for svært store fall i kapitalmarkedene. Resultatene påvirkes også av antakelsen om tilførsel og bruk av oljeinntekter.

Figur 9.19B viser at brutto tilførsel til fondet ventes å avta noe den kommende 10-årsperioden.³⁰ Som andel av fondet ved inngangen til 2015 var brutto tilførsel vel 3 pst., og den forventes å falle til om lag 2,5 pst. i 2016. Figuren viser at usikkerheten rundt denne forventningsbanen er anslått til om lag 1,5 prosentenheter. Det er likevel nesten sikkert (97,5 pst. sannsynlig) at brutto tilførsel som andel av fondets verdi vil overstige 1,4 pst. 10 år fram i tid. Det forventede nettouttaket er imidlertid mindre enn forventet realavkastning (som er i overkant av 4 pst.), slik at realverdien av fondet forventes å stige også de neste 10 årene, jf. figur 9.19A.

9.6 Oppsummering og utvalgets vurderinger

Utvalget er bedt om å vurdere praktiseringen av retningslinjene for bruken av oljeinntekter blant annet i lys av utfordringen knyttet til noe lavere avkastning på kapital i de nærmeste årene. En slik vurdering er en viktig del av grunnlaget for å

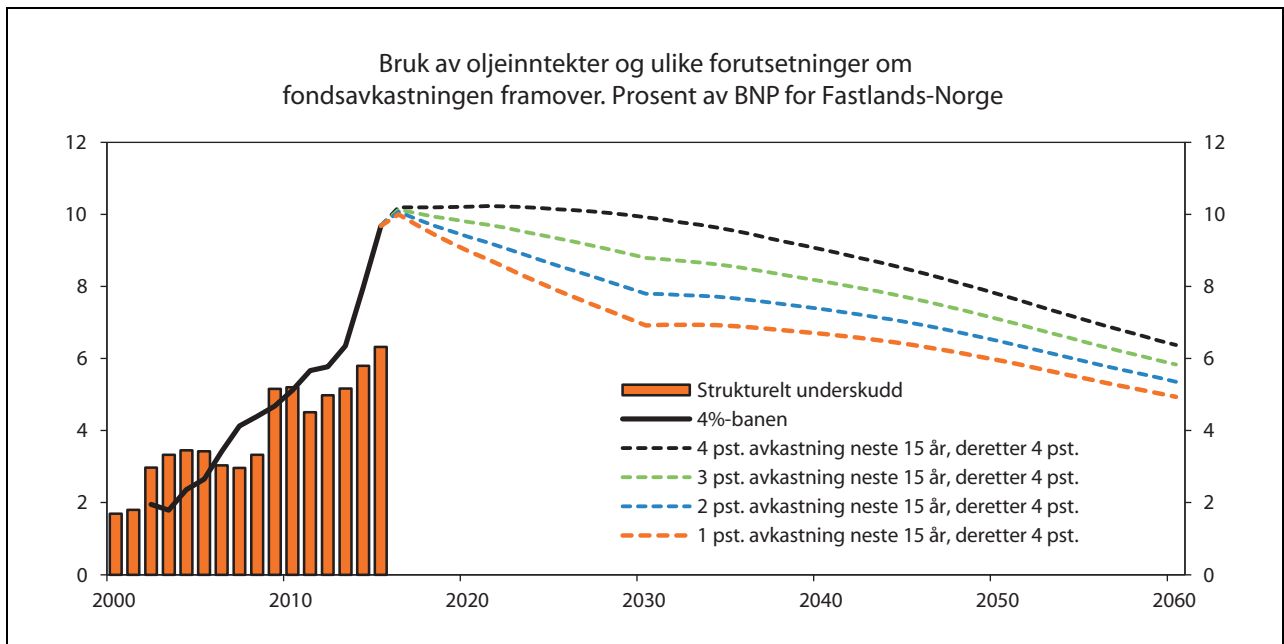
kunne drøfte hvordan handlingsregelen bør praktiseres i årene framover.

Siden januar 1997 og fram til utgangen av mars 2015 har den årlige gjennomsnittlige realavkastningen av SPU vært 4,2 pst. Det er noe over den langsiktige forventningen. Samtidig har variasjonene vært store, og den realiserede realavkastningen har vært både betydelige høyere og lavere enn 4 pst. i lengre perioder. Erfaringer fra det globale aksje- og obligasjonsmarkedet gjennom over 100 år viser videre at avkastningen kan svinge en god del. Analysene av forventet avkastning og risiko ved bruk av modellbaserte simuleringer viser et standardavvik på 2,5 prosentenheter rundt forventningen på 4 pst.

Fondets størrelse og betydning som finansieringskilde for offentlige budsjetter innebærer at endrede antakelser om forventet avkastning eller svingninger i fondsverdien vil kunne gi betydelige utslag, både sammenliknet med størrelsen på statens øvrige inntekter og norsk økonomi, og særlig sett i forhold til den underliggende veksten i fastlandsøkonomien fra ett år til det neste. Dersom en legger til grunn de største prosentvise årlige utslagene i avkastningen målt i fondets valutakurv som en så langt har erfart, tilsvarer dette med dagens fondsverdi et verdifall på nærmere 1 500 mrd. kroner (2008) eller en verdiøkning på vel 1 600 mrd. kroner (2009). Med et uttak fra fondet på 4 pst. tilsvarer dette henholdsvis en nedgang på 60 mrd. kroner og en oppgang på 66 mrd. kroner, dvs. pluss/minus 2 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge. Slike store endringer i bruken av oljeinntekter fra ett år til det neste er ikke forenlig med hensynet til en stabil økonomisk utvikling og en jevn og gradvis innfasing av oljeinntekter i økonomien. De må derfor spres ut over flere år, slik det også ble lagt opp til i St.meld. nr. 29 (2000–2001). Konsekvensene av store endringer i fondskapitalen er nærmere drøftet i kapittel 6 om erfaringer med handlingsregelen så langt og kapittel 10 om fordeler og ulemper ved ulike tilleggsregler til handlingsregelen.

I lys av at tilførselene til fondet forventes å avta som andel av fondskapitalen, kan endringene i fondsverdien framover bli dominert av endringer i avkastning og i kronekursen. I motsetning til endringer i avkastningen av investeringene målt i fondets valutakurv, påvirker ikke endringer i kronekursen den internasjonale kjøpekraften av fondet. Forhold som kan ha betydning for langsiktig forventet avkastning og risiko, blir dermed særlig viktige, herunder global produktivitet, internasjonale økonomiske rammebetingelser, global demo-

³⁰ Med fondets størrelse menes her verdien av fondet ved inngangen av året.



Figur 9.20 Strukturelt, oljekorrigert budsjettunderskudd (bruk av oljeinntekter) og ulike forutsetninger om fondsavkastningen framover.¹ Prosent av trend BNP for Fastlands-Norge

¹ Fondskapitalen er framskrevet med realavkastningsrater på henholdsvis 4 pst., 3 pst., 2 pst. og 1 pst. de første 15 årene. Etter 15 år er fondsavkastningen i alle forløpene 4 pst. per år. I alle forløpene er det rent teknisk forutsatt at uttaket fra fondet fra og med 2016 svarer til 4 pst. av fondskapitalen ved inngangen til budsjettåret.

Kilde: Finansdepartementet.

grafi, miljø- og klimaendringer, ressurstilgang og geopolitisk utvikling.

Et spørsmål er om finanskrisen i 2008 kan påvirke framtidig forventet avkastning. Utvalget er ikke kjent med at det foreligger entydige og allment anerkjente forskningsresultater som tilsier en betydelig revurdering av forventet langsiktig realavkastning og risiko utelukkende som følge av finanskrisen. For utsiktene på mellomlang sikt – de nærmeste 10–15 årene – kan det stille seg annerledes. Dagens realrenter er svært lave, også sett i historisk sammenheng. Dette skyldes dels de økonomiske ettervirkningene av finanskrisen, og dels sentralbankenes forsøk på å stimulere til økonomisk vekst ved tiltak for å presse rentene ned. Lave realrenter trekker isolert sett i retning av at forventet realavkastning på statsobligasjoner kan bli lavere på 10–15 års sikt enn det anslaget på 2,5 pst. som har vært lagt til grunn i de langsiktige analysene av forventet avkastning og risiko. Utvalget mener at dagens markedsrenter kan indikere at rentenivået for obligasjoner i alle fall ligger 2 prosentenheter under et langsiktig normalnivå.

Det er imidlertid mer uklart om lave renter også betyr lav realavkastning på aksjer framover. En gjennomgang av sammenhengen mellom ulike verdsetningsindikatorer indikerer en alt i alt mode-

rat prising av selskapenes overskudd, tross svært lave renter. En videreføring av dagens direkteavkastning (utbytte) og trendvekst i selskapenes overskudd trekker i retning av en realavkastning på aksjer på 5-6 pst. framover. Forhold som trekker i motsatt retning, er at høy vekst i selskapenes overskudd reflekterer at lønnstakernes andel av BNP har falt og at investeringene har vært lave. Dette har bidratt til høy realavkastning på aksjer de siste 30 årene, men det er usikkert om en kan vente tilsvarende bidrag til realavkastningen framover.

I avsnitt 9.3.4 har utvalget pekt på to mulige forløp for utviklingen i fondsavkastningen. I begge forløpene er realavkastningen på obligasjonsporteføljen 2 prosentenheter lavere enn den langsiktige forventningen i 15 år framover. I det ene forløpet er aksje- og eiendomspremiene holdt uendret, dvs. en meravkastning i forhold til obligasjoner på henholdsvis 2½ og 1 prosentenheter. Da vil realavkastningen av fondet bli trukket ned med 2 prosentenheter til 2 pst. i 15 år framover. I det andre forløpet er realavkastningen på aksjer og eiendom uendret fra de langsiktige forutsetningene. Da vil realavkastningen av fondet bli trukket ned mot 3 pst. i 15 år framover. I begge forløpene legges det til grunn at realavkastningen av fondet ligger

på 4 pst. per år etter utløpet av 15-årsperioden. Med utgangspunkt i 2014 er det dermed anslått en langsiktig realavkastning som er noe lavere enn 4 pst. Perioden med lavere fondsavkastning trekker det langsiktige anslaget noe ned, selv om det etter de første 15 årene er lagt til grunn en realavkastning på 4 pst.

Figur 9.20 viser utviklingen i avkastningen fra fondet som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien dersom en legger til grunn disse to forløpene og sammenlikner dem med et forløp hvor realavkastningen er på 4 pst. i alle år framover. I tillegg er det illustrert et forløp med betydelige svakere avkastning enn disse to forløpene, her antatt å være 1 pst. 15 år fram i tid.

I alle de tre alternativforløpene er det antatt at uttaket fra fondet – dvs. overføringen til statsbudsjettet – er på 4 pst. av kapitalen ved inngangen til det enkelte budsjettår. Figuren illustrerer at banen for fondsavkastningen faller vesentlig raskere om en de nærmeste 10–15 årene skulle få en svakere realavkastning av fondet enn 4 pst. Som følge av at det beregningsteknisk er forutsatt at realavkastningen aldri vil overstige 4 pst., vil disse banene ikke komme opp til referansebanen igjen, der realavkastningen er forutsatt å være 4 pst. til enhver tid.

Utvalget vil peke på at vi bør være forberedt på en periode med forholdsvis lav avkastning, særlig på obligasjonsporteføljen.

9.7 Referanser

- Ahmed, S. og M. Cardinale (2005): *Does inflation matter for equity returns?*, Journal of Asset Management, 6, 259-273.
- Arnott og Bernstein (2002): *What risk premium is «normal»?*, Financial Analysts Journal, March/April, s. 64-85.
- Beber, A., M.W. Brandt og M. Luisi (2013): *Economic Cycles and Expected Stock Returns*, Working Paper.
- Bekaert, E. og E. Engstrom (2010): *Inflation and the Stock Market: Understanding the “Fed Model”*, Journal of Monetary Economics, vol. 57 (3), 278-294
- Boudoukh, J., M. Richardson og R.F. Whitelaw (2008): *The Myth of long-horizon predictability*, Review of Financial Studies, vol 21 nr. 4, 1577–1605.
- Dimson, E., P. Marsh og M. Staunton (2011): *Equity premiums around the world*, Rethinking the equity risk premium, Hammond m.fl. (red.), CFA Institute.
- Dimson, E., P. Marsh og M. Staunton, (2013): *The low-return world*, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2013.
- Dimson, Marsh og Staunton (DMS) Global Returns Data (2015).
- Eggertsson, G.A. og N.R. Mehrota (2014): *A model of secular stagnation*, NBER Working Paper No. 20574.
- Fama, E. (1981): *Stocks Returns, Real Activity, Inflation and Money*, American Economic Review, 71 (4), 545-565.
- Fama, E. og K. French (2002): *The equity premium*, Journal of Finance, 57, 637-659.
- Fernández, P., J. Aguirreamalloa og L. Corres (2011), *Market Risk Premium Used in 56 Countries in 2011: A Survey with 6 014 Answers*, Working Paper 920, IESE/CIIF.
- Goyal, A. og I. Welch (2008): *A comprehensive look at the empirical performance of equity premium prediction*, Review of Financial Studies, 21 (4), 1455–1508.
- Graham, J. og C. Harvey (2013): *The Equity Premium in 2013*, Duke University.
- Ibbotson (2011): *The equity risk premium*, Rethinking the equity risk premium, Hammond m. fl. (red.), CFA Institute.
- Imanen, A. (2011): *Expected returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards*, Wiley Finance.
- Johansson m.fl. (2013): *Long-term growth scenarios*, OECD, Economics Department Working Papers No. 1000.
- Jones, C. P. (2008): *Analyzing and Estimating Real Stock Returns*, Journal of Portfolio Management No. 3.
- King, M. og D. Low (2014): *Measuring the «World» real interest rate*, Working Paper 19887, NBER.
- Lintner, J. (1965): *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, Review of Economics and Statistics, 47, 13-37.
- Mehra, R. og E. Prescott (1985): *The Equity Premium: A Puzzle*, Journal of Monetary Economics 15 (2), 145-161.
- Meld. St. 10 (2009–2010) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009*.
- Meld. St. 15 (2010–2011) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010*.
- Meld. St. 17 (2011–2012) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011*.
- Meld. St. 27 (2012–2013) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012*.
- Meld. St. 19 (2013–2014) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013*.

- Meld. St. 21 (2014–2015) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014*.
- Meld. St. 12 (2012–2013) *Perspektivmeldingen 2013*.
- Mossin, J. (1966): *Equilibrium in a Capital Asset Market*, *Econometrica*, 35, s. 768-783.
- NBIM (2012): *Economic growth and equity returns*, Discussion Note 05/2012
- Norges Bank (2014): *NBIM Kvartalsrapport Statens pensjonsfond utland 3.kv./14*.
- OECD (2014a): *Growth prospects and fiscal requirements over the longer term*, kapittel 3 i OECD Economic Outlook 2014/1.
- OECD (2014b): *The long-term global outlook for interest rates*, rapport skrevet på oppdrag utvalget, desember 2014.
- Olsen, Ø. (2012): *Økonomiske perspektiver*, tale til Norges Banks representantskap og inviterte gjester, Norges Banks staff memo 5/2012.
- Olsen, Ø. (2015): *Økonomiske perspektiver*, tale til Norges Banks representantskap og inviterte gjester.
- Pastor, L. og R.F. Stambaugh (2012): *Are Stocks Really Less Volatile in the Long Run?* *Journal of Finance* 67, s. 431-478.
- Reinhart, C.M. og K.S. Rogoff (2011): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Sharpe, W. (1964): *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, *Journal of Finance*, 19, s- 425-442.
- St.meld. nr. 29 (2000–2001) *Retningslinjer for den økonomiske politikken*.
- Summers, L. (2014): *U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the ZSero Lower Bound*, *Business Economics*, Vol. 49, No. 2
- Thwaites, G. (2014): *Why are real interest rates so low? Secular stagnation and the relative price of investment goods*
- Wu, T. (2014): *Unconventional Monetary Policy and Long-Term Interest Rates*, IMF Working Paper 14/189.

Kapittel 10

Sentrale hensyn i finanspolitikken og vurdering av mulige tilleggsregler til handlingsregelen

10.1 Innledning

I utvalgets mandat heter det bl.a.:

«Utvalget skal vurdere om det er behov for å supplere retningslinjene med tilleggsregler eller ved å understreke hensyn som bør tillegges særlig vekt ved utformingen av finanspolitikken i en situasjon med stor avstand til 4-prosentbanen og muligheter for betydelige endringer i nivået på banen fra et år til det neste.»

Ved etableringen av handlingsregelen i 2001 ble det lagt vekt på en rekke hensyn, jf. omtalen i kapittel 3. Handlingsregelen ble ansett som en rimelig avveining av disse hensynene, slik situasjonen den gang ble vurdert. Kapitlene 4-9 drøfter *viktige hensyn* som har hatt betydning for utformingen av finanspolitikken i perioden etter at handlingsregelen ble etablert, og som bør ha betydning framover. Dette kapitlet oppsummerer disse hensynene. Videre behandler kapitlet mandatets punkt om å vurdere behovet for å supplere retningslinjene med *tilleggsregler*. En sentral problemstilling er hvordan eventuelle tillegg til handlingsregelen vil kunne bidra til å ivareta og avveie sentrale hensyn i utformingen av finanspolitikken.

Følgende problemstillinger drøftes:

- Er de hensynene som ble identifisert i 2001, fortsatt dekkende, eller er det også andre hensyn som bør tillegges vekt framover?
- Legger handlingsregelen til rette for en rimelig avveining av disse hensynene også i dagens situasjon? Hvordan bør regelen i så tilfelle praktiseres? Er det spesielle hensyn som bør tillegges større vekt gitt de vurderingene vi nå har av den økonomiske situasjonen, utviklingen framover og usikkerheten om dette forløpet?
- Kan en tilleggsregel til dagens retningslinjer bidra til at disse hensynene blir bedre ivaretatt? Hvilke fordeler og ulemper har ulike tilleggsre-

gler, og hvilke egenskaper har disse reglene under alternative forutsetninger om den økonomiske utviklingen?

Avsnitt 10.2 drøfter hensyn som bør ivaretas i utformingen av budsjettpolitikken i årene framover, og setter opp kriterier for vurdering av eventuelle tilleggsregler. Avsnitt 10.3 tar for seg seks mulige utforminger av slike tilleggsregler, og diskuterer hvilke egenskaper reglene har under alternative forutsetninger om den økonomiske utviklingen. Avsnitt 10.4 oppsummerer fordeler og ulemper ved ulike tillegg til handlingsregelen og gir utvalgets vurderinger.

10.2 Viktige hensyn og kriterier for vurdering av eventuelle tilleggsregler

10.2.1 Hensyn som ble vektlagt i 2001

Som pekt på i kapittel 3 om etableringen av handlingsregelen, ble det i St.meld. nr. 29 (2000–2001) lagt særlig vekt på følgende hensyn som en begrunnelse for handlingsregelen:

- Hensynet til en jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet og til at skattnivået ikke bør øke over tid.
- Hensynet til å oppnå en stabil utvikling i økonomien.
- Hensynet til konkurranseutsatt sektor og til å unngå store omstillinger i økonomien.
- Hensynet til at oljeformuen også tilhører framtidige generasjoner.
- Hensynet til at usikkerhet i framtidige oljeinntekter taler for stor grad av forsiktighet i bruken av dem.

I tillegg ble det lagt vekt på at en retningslinje for bruk av oljeinntekter må være forholdsvis enkel og bør kunne fungere som en rettesnor i det løpende budsjettarbeidet.

Handlingsregelen ble ansett å gi en rimelig avveining av disse hensynene slik situasjonen så ut i 2001. Bruken av oljeinntekter skulle trappes gradvis opp i takt med oppbyggingen av pensjonsfondet. Ved å bruke forventet realavkastning av fondet la handlingsregelen opp til at også framtidige generasjoner skulle få bruke av oljeformuen. Videre ble det understreket i meldingen at handlingsregelen skulle praktiseres fleksibelt. Ved særskilt store endringer i fondskapitalen eller i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet fra et år til det neste, skulle endringen i innfasing av oljeinntekter fordeles over flere år, basert på et anslag på størrelsen på realavkastningen av fondet noen år fram i tid. Det ble dessuten understreket at finanspolitikken fortsatt skulle bidra til å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet, selv om pengepolitikken fikk en økt rolle i stabiliseringspolitikken.

I meldingen ble det framhevet at fondskonstruksjonen og handlingsregelen bidro til å skjerme budsjettet fra svingninger i oljeprisen. Usikkerheten om framtidig fondsavkastning og størrelsen på fondet ble i mindre grad diskutert. Dette må ses i sammenheng med at bruken av oljeinntekter i 2001 lå på et forholdsvis lavt nivå og at det lå an til betydelig vekst i fondets verdi i de påfølgende årene.

Selve fondskonstruksjonen, slik den følger av loven om Statens pensjonsfond (og tidligere loven om Statens petroleumsfond), fastlegger at bruken av oljeinntekter, dvs. overføringen fra fondet, skal inngå i en helhetlig budsjettprosess. Det innebærer at når først beslutningen om størrelsen på bruken av oljeinntekter er tatt, skal disse midlene inngå på samme måte som alle andre inntekter i en samlet prosess for å prioritere mellom ulike formål i statsbudsjettet, jf. nærmere drøfting i kapittel 11.

10.2.2 Utviklingstrekk av betydning for utforming av finanspolitikken

I kapitlene 4-9 drøftes forhold og utviklingstrekk som har hatt betydning for utformingen av finanspolitikken i perioden etter at handlingsregelen ble etablert, og som bør ha betydning framover. Denne gjennomgangen kan oppsummeres i følgende punkter:

- *Handlingsregelen har fungert som rettesnor for finanspolitikken, og er blitt praktisert fleksibelt.* Budsjettoppleggene har vært utformet som en avveining av de overordnede hensynene bak handlingsregelen, og 4-prosentbanen har ikke

vært fulgt mekanisk. Endringer i fondskapitalen har gitt store skift i 4-prosentbanen fra år til år, og anslagene for strukturell balanse er også blitt betydelig endret. Mange enkeltbudsjett har derfor blitt utformet i en situasjon med et betydelig avvik mellom det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og 4-prosentbanen. Noen ganger har avviket framstått som stort på nedsiden (budsjettet for 2008 og 2013–2015) og noen ganger har det vært omvendt (2004–2006 og 2010–2011). Hovedstrategien for å møte relativt store variasjoner i fondskapitalen har vært å glatte konsekvensene for bruken av oljeinntekter ut over flere år, men med klar kurs i retning av 4-prosentbanen et stykke fram i tid. I slike situasjoner har man henvist til de overordnede hensynene fra St.meld. nr. 29 (2000–2001).

- *Pensjonsfondet har blitt stort, slik at endringer i banen for forventet fondsavkastning fra ett år til det neste kan bli betydelige sammenliknet med utviklingen i norsk økonomi og offentlige finanser.* Avstanden opp til 4-prosentbanen er nå stor som følge av at pensjonsfondet gjennom 2013 og 2014 økte med et beløp tilsvarende ett års verdiskaping i fastlandsøkonomien. Også i årene framover må vi regne med at avstanden til 4-prosentbanen kan endres brått og bli stor. Endringene kan gå begge veier.
- *Endringer i fondets verdi som har sin bakgrunn i endret kronekurs, må vies særskilt oppmerksomhet.* Endret kronekurs kan på kort sikt gi store bevegelser i fondskapitalen målt i norske kroner og dermed i 4-prosentbanen. Det er likevel fondets verdi i utenlandsk valuta som over tid er avgjørende for fondets kjøpekraft i utlandet. Norge som nasjon blir dermed verken rikere eller fattigere av at kronen endres i verdi, selv om virkningen for ulike grupper og sektorer kan være ulik. Kursendringer kan dessuten reverseres eller veltes over i det innenlandske pris- og kostnadsnivået. I så fall vil fondets verdi og 4-prosentbanen over tid ikke endres vesentlig målt opp mot verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Løft i 4-prosentbanen som har sin bakgrunn i svekket kronekurs, vil derfor kunne vise seg å være midlertidige, jf. omtalen i boks 8.2.
- *Rommet for ytterligere innfasing av oljeinntekter synes mindre og mer usikkert enn i 2001.* Olje og gass som ennå ikke er hentet opp fra sokkelen, gir oss en reserve til å håndtere usikkerhet. Produksjonen av olje og gass på norsk sokkel passerte imidlertid en topp i midten av forrige tiår, mens bruken av oljeinntekter over stats-

budsjettet har kommet opp på et vesentlig høyere nivå enn i 2001. Rommet for ytterligere innfasing er dermed mindre enn det var da handlingsregelen ble innført. De nærmeste 10–15 årene er det utsikter til svakere realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Også oljeprisen kan bli lavere enn lagt til grunn. De siste 10–15 årene har norsk økonomi fått god drahjelp av økt etterspørselen fra oljevirkksomheten og en gunstig utvikling i bytteforholdet overfor utlandet. Sysselsettingen har økt kraftig, i stor grad gjennom arbeidsinnvandring fra EØS-området. Erfaringer fra andre land er at man bør være ekstra forsiktig med å tolke skatteinntekter som strukturelle når økonomien har blitt løftet av spesielle forhold. Finanspolitikken bør ta høyde for disse usikkerhetsfaktorene og være robust overfor særlig negative forløp.

- *Perioden med økt bruk av oljeinntekter kan ligge bak oss når kostnadene ved aldring av befolkningen for alvor begynner å tilta.* Framskrivninger av budsjettets utgifter og inntekter tyder på at offentlig forvaltning har et betydelig udekket finansieringsbehov etter hvert som det blir flere eldre. Det betyr at dagens velferdsordninger ikke kan videreføres i tiårene framover, uten at inntekter økes eller utgifter reduseres, jf. den oransje linjen i figur 10.1 (demografiforløpet). Denne utfordringen er ikke ny siden 2001. Den gang ble det derimot anslått at 4-prosentbanen ville fortsette å stige som andel av verdiskapingen helt fram til 2050, som var slutt punktet for de langsiktige beregningene som da ble lagt fram, jf. den grønne linjen i figuren. Oppdaterte anslag innebærer nå at 4-prosentbanen allerede kan ha nådd toppen, men på et klart høyere nivå enn tidligere anslått, jf. den svarte linjen i figuren. Dersom bruken av oljeinntekter raskt bringes opp mot 4-prosentbanen, vil finanspolitikken måtte strammes til igjen når aldringsutgiftene for alvor begynner å belaste offentlige finanser. Det vil gjøre det mer krevende å møte de langsiktige utfordringene som følger av en aldrende befolkning.
- *Finanspolitikken bør se hen til etterspørselsimpulsene fra norsk sokkel.* Lavere aktivitet på norsk sokkel vil kreve omstillinger i fastlandsøkonomien siden norsk næringsliv må vende seg mot nye markeder, men fram til 2020 dempes nedgangen i aktiviteten i oljenæringen av den planlagte utbyggingen av Johan Sverdrupfeltet. Finanspolitikken må legge til rette for framveksten av nye, lønnsomme arbeidsplasser i privat sektor, men også kunne støtte opp

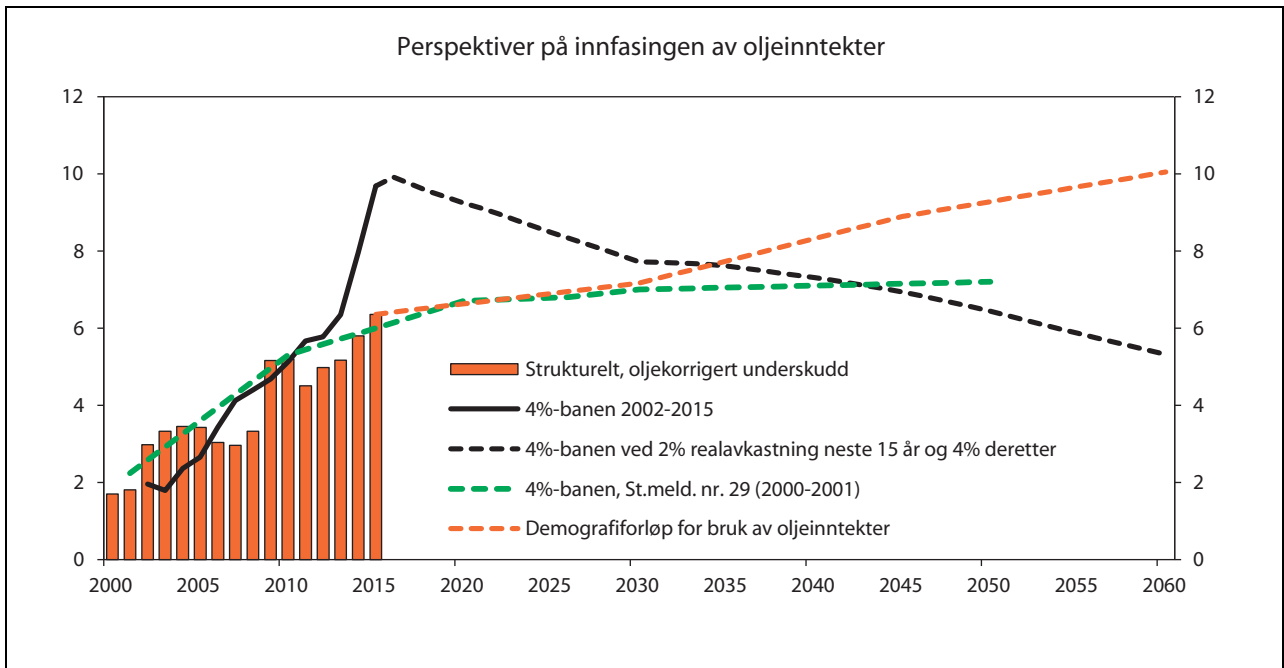
under etterspørselen i økonomien for å bidra til at arbeidsledigheten ikke biter seg fast på et høyt nivå. Det vil være vanskeligere å balansere disse hensynene i en situasjon der vi år for år må stramme inn i finanspolitikken. Ved å strekke innfasingen ut i tid utsetter vi dette tidspunktet, og banen for bruk av oljeinntekter blir jevnere og bedre tilpasset utviklingen i norsk økonomi. Det vil lette en gradvis omstilling til annen konkurranseutsatt virksomhet. Finanspolitikken kan få en særlig viktig rolle i en situasjon med svakt vekst og begrenset handlingsrom i pengepolitikken.

- *Bruken av oljepenger går lettere opp enn ned.* Både økonomisk, og ikke minst politisk, vil det være betydelig mer krevende å håndtere en nedtrapping av bruken av oljeinntekter enn en økning. Dette taler for å strekke den gjenværende perioden med økt innfasing lengst mulig ut i tid, særlig siden potensialet for økt bruk synes mindre enn i 2001. En mer forsiktig innfasing vil gjøre at det tar lenger tid før man kommer til perioden der bruken av oljeinntekter år for år vil måtte trappes ned som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien.

Noe av grunnen til at forløpet for 4-prosentbanen framover er endret siden 2001, er høyere anslag på vekst i produktivitet og arbeidsinnvandring. Økt produktivitet i næringslivet gir økte inntekter i det norske samfunnet og påvirker i liten grad handlingsrommet i finanspolitikken. Forklaringen er at mesteparten av offentlig forvaltnings utgifter og inntekter følger veksten i produktivitet og lønn. Finansieringsbidraget fra pensjonsfondet vil riktignok avta målt som andel av verdiskapingen, men dette motvirkes av at noen offentlige utgifter ikke følger lønnsveksten. En annen grunn til at 4-prosentbanen er endret, er økt innvandring. Det innebærer at finansieringsbidraget fra fondet må deles på flere. På kort og mellomlang sikt vil imidlertid skatteinntektene løftes mer enn utgiftene. Disse problemstillingene er nærmere drøftet i kapittel 7. Her skal vi nøye oss med å understreke at en ikke bør overvurdere utfordringene ved et fall i 4-prosentbanen som har sin bakgrunn i økt produktivitet i næringslivet.

10.2.3 Utvalgets vurdering av viktige hensyn og situasjonen framover

Utvalgets vurdering er at de hensynene som ble identifisert i 2001, i all hovedsak også dekker de hensyn som bør ivaretas ved utformingen av finanspolitikken framover. Hensynet til en stabil



Figur 10.1 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter), demografiforløp og forventet fondsavkastning (4-prosentbanen).¹ Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

¹ Framskrivningene tar utgangspunkt i anslagene i Revidert nasjonalbudsjettet 2015. Det er lagt til grunn 4 pst. uttak fra fondet fra og med 2016.

Kilder: St.meld. nr. 29 (2000–2001), Revidert nasjonalbudsjett 2015 og egne beregninger.

utvikling i økonomien tilsier en jevn innfasing og opprettholdbar bruk av oljeinntektene over tid, samtidig som det tas hensyn til konkurranseutsatt sektor og betydningen av å unngå store omstillinger. Hensynet til en jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet og i skatte- og avgiftsnivået tilsier isolert sett tilbakeholdenhet i bruken av oljeinntekter de nærmeste 10–15 årene, før utgiftene til en aldrende befolkning for alvor starter å øke. Hensynet til at også framtidige generasjoner skal kunne få bruke av oljeformuen, ivaretas ved å bruke forventet realavkastning av pensjonsfondet, men la hovedstolen stå. Samtidig skal disse hensynene ivaretas under usikkerhet, både om størrelsen på framtidige oljeinntekter, om den underliggende balansen i statsbudsjettet og om avkastningen av pensjonsfondet.

En retningslinje for bruk av oljeinntekter bør være enkel og forståelig. Dette sto sentralt da handlingsregelen ble etablert, det vektlegges sterkt av de som faktisk har brukt den, og det står sentralt blant lærdommene fra økonomisk litteratur og andre lands erfaringer. Hensikten med en regel er ikke bare at den skal fungere som en rettesnor for de politiske beslutningene, men også at budsjettpolitikken skal være lett å kommunisere. Det må antas å være en sentral forutsetning for å sikre legitimitet og politisk eierskap til en slik regel.

Slik handlingsregelen har vært praktisert til nå, har en langt på vei klart å ivareta de hensynene som ble identifisert i 2001. Det har sammenheng med at en ikke mekanisk har fulgt 4-prosentbanen, men praktisert handlingsregelen fleksibelt og glattet bruken ved store endringer i fondskapitalen eller i faktorer som påvirker det strukturelle underskuddet. Denne fleksibiliteten har vært en styrke ved regelen. Samtidig har en også blitt hjulpet av at fondet har vokst raskere enn forutsatt. I dagens situasjon er 4-prosentbanen for de nærmeste årene i mindre grad enn i 2001 en god avveining av de sentrale hensynene i finanspolitikken.

Handlingsregelen har bidratt til å gi finanspolitikken en forankring på kort og mellomlang sikt. Det har vært tydelig både i perioder med liten avstand til 4-prosentbanen og når bruken av oljeinntekter har ligget over den forventede fondsavkastningen. Bruken av oljeinntekter ligger nå godt under 4-prosentbanen, etter svært sterk vekst i fondets verdi i norske kroner de siste par årene. I denne situasjonen fungerer den anslåtte 4-prosentbanen i mindre grad som en operativ rettesnor for finanspolitikken på kort og mellomlang sikt. Pensjonsfondet er stort, og vi må regne med at 4-prosentbanen kan svinge mye i forhold til størrelsen på statens utgifter og

verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Slike svingninger vil til tider kunne redusere avstanden til 4-prosentbanen, men kan også øke den, slik vi har sett de siste par årene. Nærmere halvparten av oppgangen i fondskapitalen i 2013 og 2014 skyldes svakere krone.

Ved stor og langvarig avstand til 4-prosentbanen kan det bli krevende å praktisere handlingsregelen slik at de sentrale hensynene ivaretas. Da kan 4-prosentbanen få en svekket operativ funksjon som rettesnor for finanspolitikken. I tillegg til en langsiktig forankring i 4-prosentbanen bør da finanspolitikken gis en forankring på kort og mellomlang sikt som ivaretar de grunnleggende hensynene nevnt ovenfor. En mulighet er at det ved avvik fra 4-prosentbanen stakes ut en kurs for å vende tilbake mot denne banen som formidles i budsjettokumentene.

Med de utsiktene vi nå har for utviklingen i fondet og for norsk økonomi, bør bruken av oljeinntekter etter utvalgets vurdering ligge under 4-prosentbanen i mange år framover. En rask tilbakevending til denne banen, slik den nå anslås, ville ikke støttet opp under en stabil og balansert utvikling i norsk økonomi. Videre er det flere hensyn som trekker i retning av at en bør gå mer gradvis fram i innfasingen av oljeinntektene enn i perioden etter 2001 og fram til i dag. Kostnadene ved en aldrende befolkning anslås for alvor å tilta først om rundt 15 år, lenge etter at 4-prosentbanen ventes å ha passert toppen målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Forløpet for 4-prosentbanen har endret seg markert siden 2001. Hensynet til en jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet og i skattenivået tilsier derfor stor tilbakeholdenhet i innfasingen av oljeinntekter det neste tiåret. Utsikter til avtakende etterspørselsimpulser fra norsk sokkel tilsier også at vi vil ha større glede av å strekke innfasingen ut i tid. En forsiktig innfasing gir i tillegg en sikkerhetsmargin i forhold til usikkerhet om avkastningen av pensjonsfondet, om framtidige oljeinntekter og om den videre utviklingen i norsk økonomi. At det er lettere å øke bruken av oljepenger enn å redusere den, trekker i samme retning. Ved å gå gradvis fram reduseres også risikoen for feil i den økonomiske politikken.

10.2.4 Kriterier som en eventuell tilleggsregel må vurderes opp mot

Et eventuelt tillegg til dagens retningslinjer kan utformes på flere måter. Et sentralt spørsmål er om en tallfestet tilleggsregel vil kunne bidra til at hensynene omtalt ovenfor blir bedre ivaretatt. Det

er særlig fem kriterier eventuelle tilleggsregler til handlingsregelen da bør vurderes opp mot:

1. *Skjerme budsjettet fra store svingninger i fondets verdi.* Dette hensynet er i noen grad ivaretatt i dagens retningslinjer ved at det kun er 4 pst. av endringen i fondets verdi ved inngangen til budsjettåret som slår ut i handlingsrommet i budsjettet. Ved store endringer i fondskapitalen eller i strukturelt, oljekorrigert underskudd skal dessuten konsekvensene gattes ut over flere år. Erfaringene viser imidlertid at utsiktene for finanspolitikken for årene framover kan bli kraftig endret på forholdsvis kort tid. Dette reflekterer først og fremst at det er stor, reell usikkerhet om utviklingen i fondet. En eventuell tilleggsregel bør bidra til å dempe konsekvensene av store svingninger i fondskapitalen ut over det som følger av dagens retningslinjer.
2. *En gradvis innfasing av oljeinntekter som skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen.* Profilen på bruken av oljeinntekter over tid bør vise et rimelig forløp. I 2001 innebar anslagene en gradvis økning i bruken av oljeinntekter i alle år fram til 2050. Oppdaterte anslag tyder nå på at 4-prosentbanen allerede kan ha nådd toppen målt i forhold til verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Utvalgets vurdering er at en nå bør gå mer gradvis fram i innfasingen av oljeinntektene enn i perioden etter 2001 og fram til i dag, slik at bruken holdes under 4-prosentbanen i en forholdsvis lang periode framover. En eventuell tilleggsregel bør legge til rette for dette. En slik strategi vil sikre at perioden med økt bruk av oljeinntekter varer lenger, og at det tar lenger tid før bruken av oljeinntekter må reduseres som andel av verdiskapingen.
3. *Robusthet overfor særlig negative utfall.* Norsk økonomi er særlig utsatt dersom oljeprisen skulle holde seg lav, aktiviteten i oljenæringen skulle falle markert eller avkastningen på fondskapitalen skulle bli lav. Eventuelle tilleggsregler bør være robust overfor slike særlige negative utfall.
4. *Enkelhet og transparens.* Skal en regel kunne fungere som en rettesnor for det løpende budsjettarbeidet, må den være forholdsvis enkel og lett å kommunisere, og den bør være utformet slik at det er mulig å vurdere om den etterleves.
5. *Samsvar med dagens handlingsregel.* Handlingsregelen har spilt en viktig rolle for utformingen av finanspolitikken i Norge siden den først kom til anvendelse i budsjettet for 2002. Et bredt politisk flertall stiller seg bak den. Utvalget er ikke bedt om å foreslå en ny handlings-

regel for finanspolitikken, men vurdere eventuelle tilleggsregler som kan være til hjelp ved praktiseringen av den nåværende handlingsregelen. Hvor godt ulike tilleggsregler samsvarer med de nåværende retningslinjene for finanspolitikken, må derfor tillegges vekt.

10.3 Alternative tilleggsregler

Utvalget har prøvd å komme fram til tilleggsregler som på en god måte ivaretar de fem kriteriene ovenfor. Det er særlig lagt vekt på at mulige tilleggsregler skal skjerme budsjettet fra store svingninger i fondets verdi og gi en gradvis innfasing av oljeinntekter som skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen. På denne bakgrunn drøftes i dette avsnittet fordeler og ulemper ved seks alternative tilleggsregler til handlingsregelen:

- Glatte innfasingen av oljeinntekter ved å gi retningslinjer om maksimal budsjettimpuls i en normal konjunktursituasjon.
- Holde bruken av oljeinntekter uendret på dagens nivå, målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, til en er tilbake på 4-prosentbanen.
- La endringen i bruken av oljeinntekter i årene framover følge et demografiforløp, dvs. øke i takt med de økte kostnadene som utviklingen i befolkningen gir ved en videreføring av dagens dekningsgrader og ressursbruk per bruker i offentlige velferdsordninger.
- Redusere uttaket fra fondet de nærmeste 15–20 årene, for eksempel til 3 pst. av fondskapitalen.
- Glatte beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen.
- Knytte bruken av oljeinntekter til bokførte inntekter i fondet, i stedet for til forventet realavkastning av fondet.

For bedre å kunne bedømme egenskapene ved de seks alternativene vurderes de opp mot følgende mulige antakelser om fondsavkastning og oljepriser:

- Forløp med 4 pst. årlig realavkastning.* Alternativet er basert på framskrivingene i Revidert nasjonalbudsjett 2015.
- Lav avkastning de første 15 årene.* Det er lagt til grunn 2 pst. årlig realavkastning de neste 15 årene, og deretter 4 pst. Det er lagt størst vekt på dette alternativet, siden utvalget mener det nå er gode grunner til å vente en periode med lav fondsavkastning, jf. drøftingen i kapittel 9.
- Lav oljepris.* I dette alternativet er statens netto kontantstrøm beregnet med utgangspunkt i en

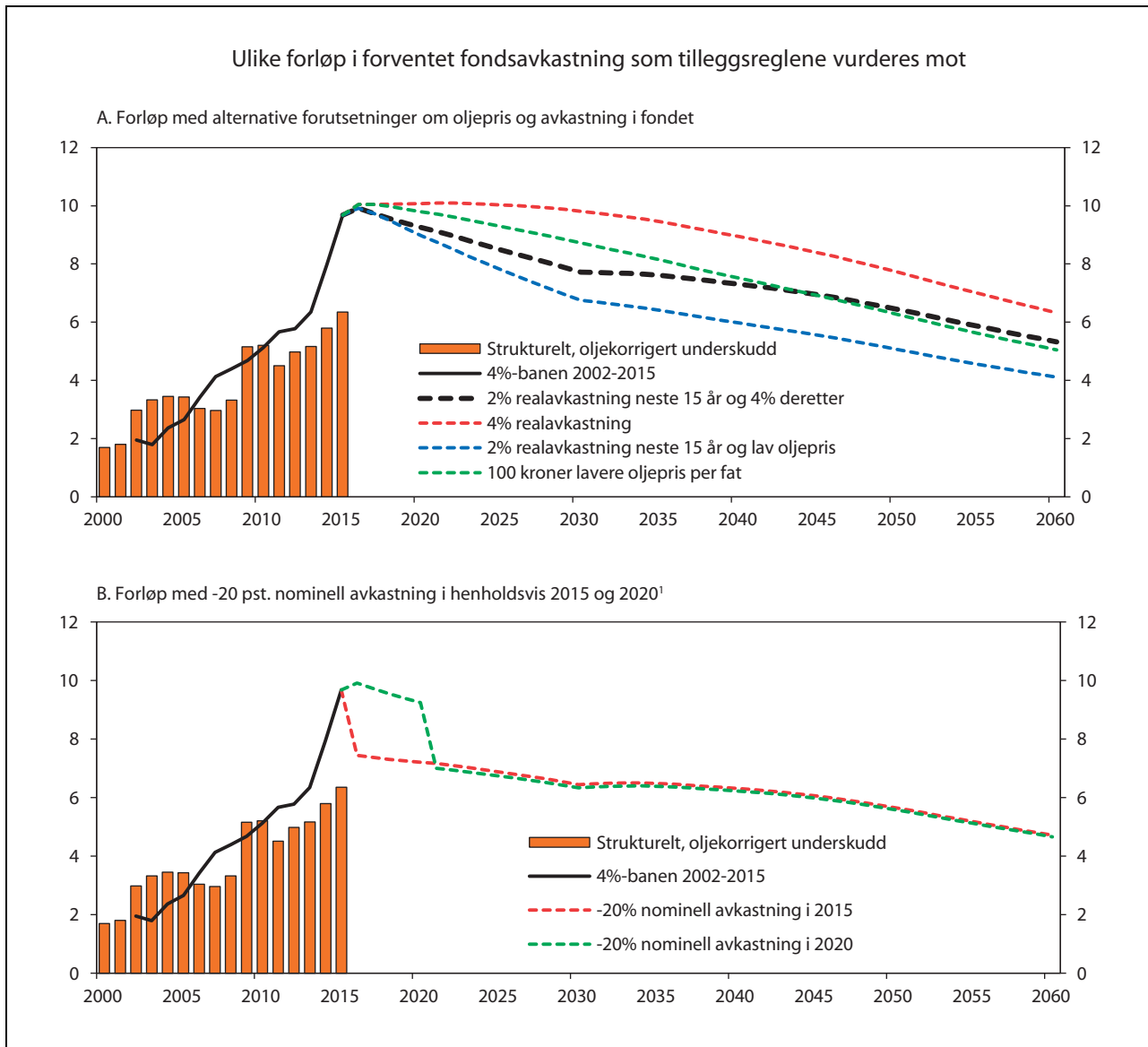
oljepris som er 100 kroner lavere per fat enn lagt til grunn i Revidert nasjonalbudsjett 2015, målt i faste priser. Med dollarkurs per medio juni tilsvarer det en langsiktig oljepris på 56 dollar fatet, mot nærmere 70 dollar per fat i de øvrige alternativene. Det er lagt til grunn en tilsvarende prosentvis nedgang i prisen på gass.

- Lav avkastning og lav oljepris.* En kombinasjon av de to foregående skiftene.
- Et markert fall i fondets verdi i 2015.* Fondets nominelle avkastning settes til -20 pst. i 2015, som tilsvarer en realavkastning på -22 pst. For de neste 15 årene legges det for øvrig til grunn 2 pst. realavkastning per år, mens realavkastningen deretter er satt til 4 pst. per år. Til sammenlikning var fondets nominelle avkastning i utenlandsk valuta -23 pst. under finanskrisen i 2008. Basert på historiske tall kan sannsynligheten for å oppleve en avkastning på -20 pst. i et tilfeldig år anslås til i størrelsesorden 1-2 pst.
- Et markert fall i fondets verdi i 2020.* Fondets nominelle avkastning settes til -20 pst. i 2020. For de neste 15 årene legges det for øvrig til grunn 2 pst. realavkastning per år, mens realavkastningen deretter er satt til 4 pst. per år.

Gjennomgangen i dette kapitlet tar kun hensyn til de direkte konsekvensene av endret oljepris og fondsavkastning for avsetningene til fondet, utviklingen i fondskapitalen og forløpet for 4-prosentbanen. Ved framskriving av fondskapitalen er det, hvis ikke annet er sagt i omtalen av de ulike alternativene nedenfor, som en rent teknisk forutsetning lagt til grunn 4 pst. uttak fra fondet fra og med 2016. Kapittel 7 og vedlegg 2 redegjør nærmere for forutsetningene som ligger til grunn for framskrivingene.

I alle de seks forløpene legges det således til grunn at øvrige størrelser som inngår i beregningene, ikke endres sammenliknet med anslagene i Revidert nasjonalbudsjett 2015. Det er en forenkling. Et forløp med lav oljepris vil for eksempel kunne tenkes å gå sammen med lavere etterspørsel fra oljevirkosomheten og lavere vekst i internasjonal økonomi. Det vil kunne dempe veksten i den norske fastlandsøkonomien og påvirke avveiningene i finanspolitikken, med betydning for uttaket fra fondet.

Også verdien av den norske kronen vil kunne påvirkes. For eksempel kan det være grunn til å tro at kronkursen i hovedsak vil svekkes i perioder når oljeprisen faller. En svakere krone vil øke verdien av pensjonsfondet målt i norske kroner, men kronesvekkelsen kan over tid enten reverseres



Figur 10.2 Forventet fondsavkastning (4-prosentbanen) ved alternative forutsetninger om oljepris og avkastning i fondet. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

¹ Beregningene tar utgangspunkt i 2 pst. realavkastning i fondet de neste 15 årene og 4 pst. deretter.

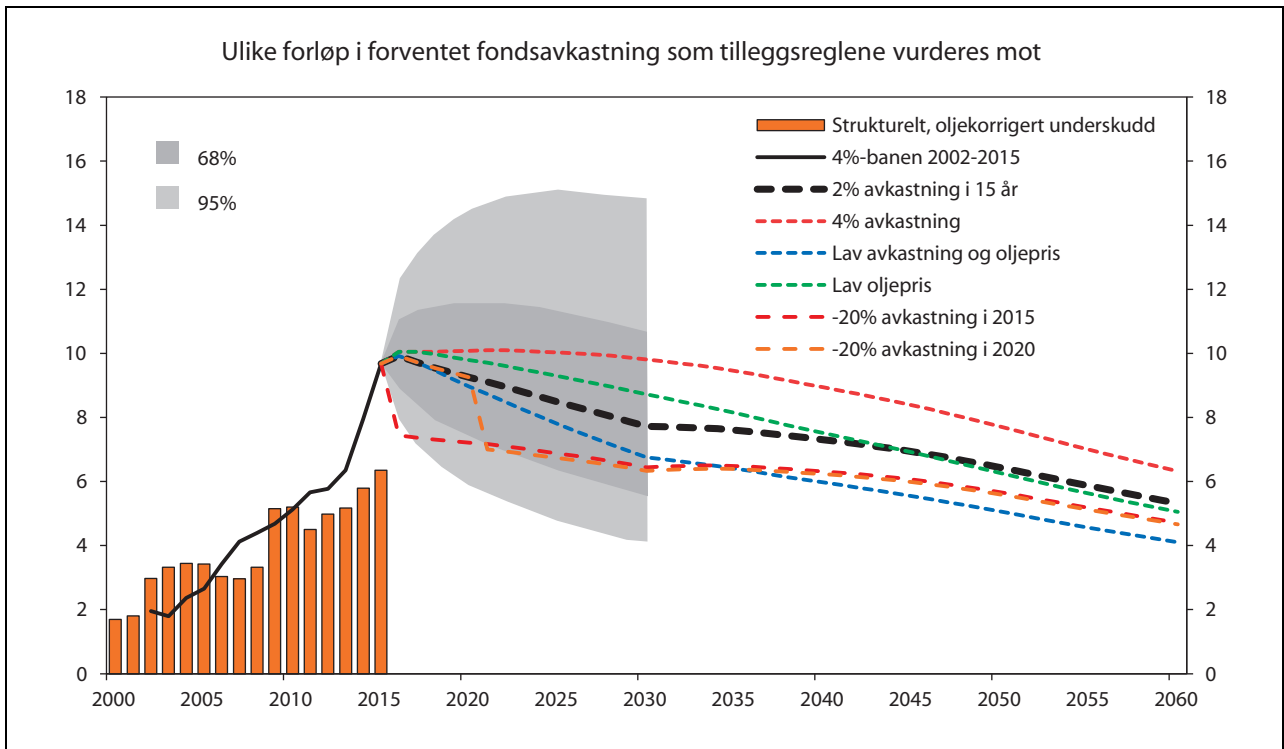
Kilder: Revidert nasjonalbudsjettet 2015, samt egne beregninger.

eller veltes over i innenlandske priser. Slike utslag kommer ikke fram i skiftalternativene. For å kunne si noe om forløpet for 4-prosentbanen i slike situasjoner, må en bygge på antakelser om hvor mye av endringen i kronekursen som veltes over i innenlandske priser og lønninger, og når dette skjer. En lavere oljepris vil samtidig redusere nåverdien av statens framtidige oljeinntekter, slik at staten reelt sett har blitt fattigere. Det trekker i retning av å vise tilbakeholdenhet i uttaket fra fondet når kronekursen svekkes, selv om fondet og 4-prosentbanen øker regnet i norske kroner.

De fire første forløpene vil særlig kunne belyse egenskapene ved de alternative tilleggsreglene

vurdert mot kriterium 2 (skjære gjennom toppen på 4-prosentbanen) og kriterium 3 (robusthet overfor særlig negative utfall). De to siste forløpene belyser egenskapene målt mot kriterium 1 (skjerme budsjettet fra stor ustabilitet i fondets verdi).

Valgene av alternativer må ses i lys av at fondskapitalen har økt svært sterkt de siste par årene, at det er utsikter til forholdsvis lav fondsavkastning de nærmeste årene og at oljeprisen har falt markert. Siden det også vil være mer krevende å håndtere en svak utvikling i fondskapitalen, er det naturlig å fokusere mest på slike alternative forløp. Som det framgår av figur 10.2, gir alle de fem



Figur 10.3 Simulert fondsavkastning (4-prosentbanen)¹ og de seks forløpene som belyses i dette kapitlet. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

¹ Det skraverte arealet markerer henholdsvis 68 pst. og 95 pst. konfidensintervaller (1 og 2 standardavvik fra banen for forventet fondsavkastning, med 2 pst. realavkastning de neste 15 årene og deretter 4 pst.), som under gitte forutsetninger uttrykker sannsynligheten for at realverdien vil ligge innenfor disse intervallene. Simuleringen er basert på de samme forutsetninger som det er redegjort for i kapittel 9.5, dvs. at det kun er usikkerheten i avkastningen og i tilførselen til fondet som belyses.

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.

alternativene en 4-prosentbane som ligger lavere enn i forløpet med 4 pst. avkastning (rød stiplet linje). Kapitalen i fondet kan imidlertid også bli større enn det som legges til grunn i forløpet med 4 pst. avkastning.

En kunne i prinsippet sett for seg en rekke andre mulige forløp både for fondsavkastning, oljepris og andre økonomiske størrelser. Generelt er usikkerheten stor, jf. figur 10.3 som viser utfallsrommet for fondsavkastningen de neste 15 årene basert på samme type stokastiske simuleringer som det er redegjort for i kapittel 9.5. Beregningene tar utgangspunkt i en forventet realavkastning på 2 pst. de neste 15 årene. Figuren viser at alle de alternative forløpene det ses på i dette kapitlet, ikke ligger særlig langt ute i det mulige utfallsrommet. Drøftingen nedenfor avspeiler således bare deler av usikkerheten om utviklingen framover, og langt fra alle risikofaktorer blir belyst.

Handlingsregelen understreker at finanspolitikken skal legge til rette for en stabil økonomisk utvikling ved at bruken av oljepenger tilpasses situasjonen i økonomien. Dette ligger fast også om en

skulle innføre en tilleggsregel til handlingsregelen. Her er det ikke noen forskjell på de ulike tilleggsreglene. Gjennom hele dette avsnittet tas det utgangspunkt i en normal konjunktursituasjon. Konjunktursyn blir dermed ikke noe tema i vurdering av de ulike, mulige tilleggsreglene.

Forløpene for bruk av oljeinntekter og fondsuttaket er i så godt som alle figurene i dette kapitlet vist som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Etter hvert som fastlandsøkonomien vokser, og tilførselen av petroleumsinntekter avtar, vil fondet gradvis få mindre betydning i forhold til resten av økonomien, og fondsuttaket vil gå ned som andel av BNP for Fastlands-Norge. Det gir inntrykk av at bruken av oljeinntekter faller. I realverdi vil imidlertid bruken av oljeinntekter kunne fortsette å øke i flere tiår framover, så lenge fondet tilføres petroleumsinntekter og uttaket ikke overstiger realavkastningen i fondet. Forløp for bruken av oljeinntekter i fast kroneverdi er illustrert i boks 10.1.

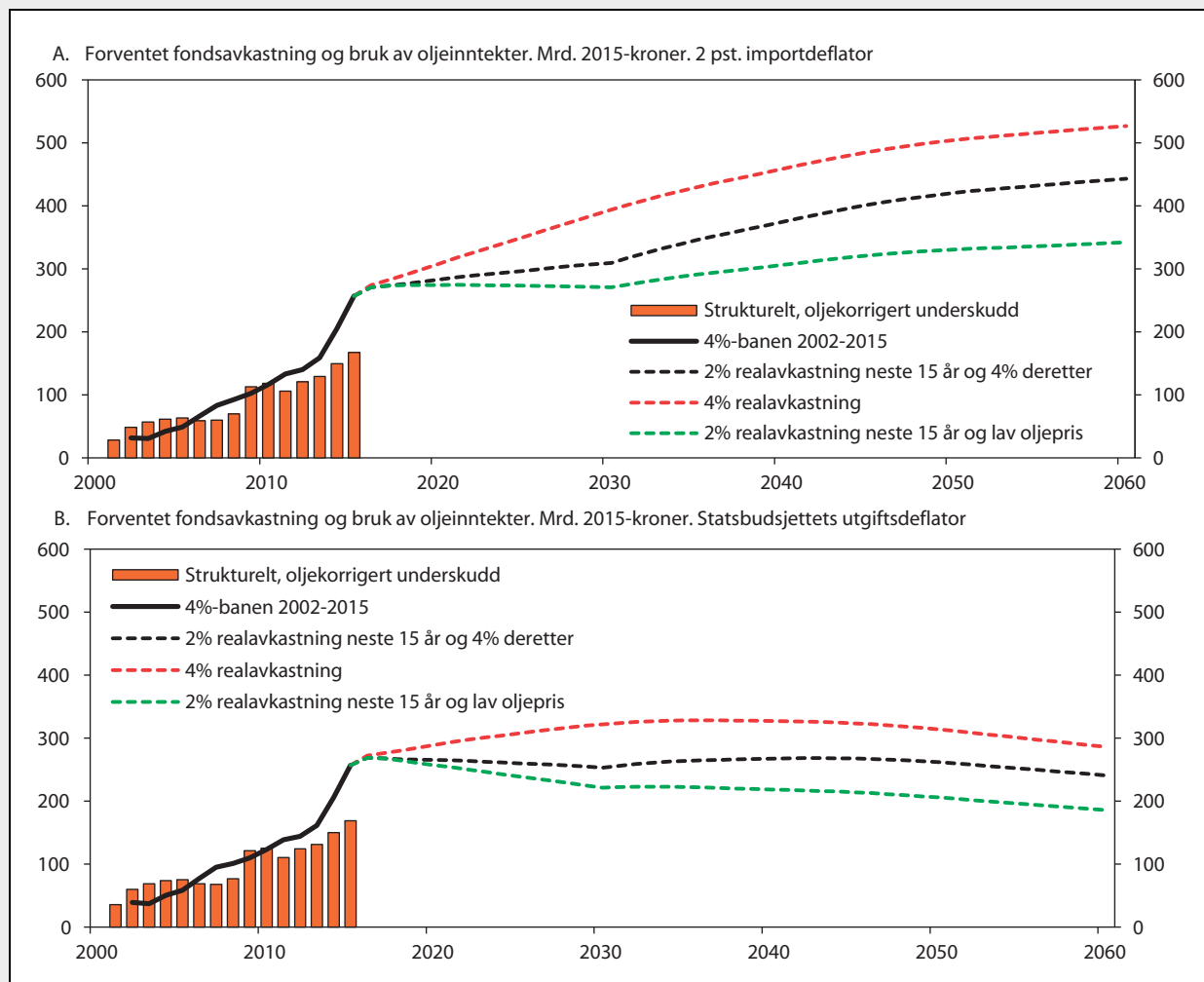
I vurderinger av finanspolitikken er det imidlertid gode grunner til å legge hovedvekten på bruken av oljeinntekter som andel av verdiskapin-

Boks 10.1 Forventet fondsavkastning målt i fast kroneverdi

Handlingsregelens prinsipp om at uttaket fra fondet over tid skal begrenses til forventet realavkastning innebærer at fondets realverdi ikke vil avta selv på lang sikt. Dermed vil heller ikke uttaket fra fondet avta i realverdi når vi prisomregner med samme prisindeks som brukes når realavkastningen beregnes, jf. figur 10.4A. Regnet på denne måten vil bruken av oljeinntekter kunne fortsette å øke i mange tiår framover, så lenge hovedstolen opprettholdes og fondet tilføres nye inntekter fra utvinningen av olje og gass.

Tar vi derimot hensyn til at offentlige utgifter i stor grad består av lønninger til offentlige ansatte og ulike former for trygder som reguleres med utgangspunkt i lønnsveksten, vil den relevante prisindeksen for offentlige utgifter være høyere enn prisindeksen som er relevant når vi skal beregne realavkastningen av fondet.

En stabil realverdi av fondet vil derfor over tid ikke være tilstrekkelig til å finansiere det samme omfanget av offentlige utgifter. I perioden 2002–2015 har forskjellen i den gjennomsnittlige årlige veksten mellom de to prisindeksene vært $1\frac{3}{4}$ prosentenheter per år, siden real lønnsveksten har vært relativt høy. Framover anslås forskjellen noe mindre, anslagsvis knapt $1\frac{1}{2}$ prosentenheter per år. Økningen i realverdien av fondets forventede avkastning blir tilsvarende mindre, jf. figur 10.4B. I alternativet med lav avkastning og lav oljepris blir toppen for 4-prosentbanen passert i 2016, målt i faste utgiftskroner. I alternativet med 2 pst. realavkastning de neste 15 årene vil realverdien målt på denne måten holde seg om lag konstant framover, mens den stiger hvis avkastningen blir høyere



Figur 10.4 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter) og forventet fondsavkastning (4-prosentbanen) i milliarder 2015-kroner

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.

gen i økonomien, slik det er gjort i beregningene i dette kapitlet. Endringen i det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge er en indikator for budsjettets virkning på samlet etterspørsel. Dersom det strukturelle underskuddet øker som andel av trend-BNP, bidrar finanspolitikken normalt til å øke innenlandsk etterspørsel og virker dermed ekspansivt på den økonomiske aktiviteten. Motsatt virker finanspolitikken normalt kontraktivt når underskuddet reduseres som andel av trend-BNP. En ytterligere begrunnelse er at myndighetene kan regne med at skatte- og avgiftsinntektene i grove trekk vil følge trendveksten i økonomien. Det innebærer at det ikke kreves særskilte finanspolitiske tiltak for å finansiere et tilhørende utgiftsnivå som over tid er stabilt som andel av verdiskapingen. Forløpet for uttaket fra fondet langs 4-prosentbanen (eller de øvrige banene som diskuteres i dette kapitlet) vil derimot både kunne stige og falle som andel av verdiskapingen i økonomien. Implikasjonene av dette for finanspolitikken blir særlig viktige, siden det skiller seg fra andre inntekter. Også i analyser av andre strukturelle utfordringer er en gjerne opptatt av de ulike sektorenes rolle i økonomien, for eksempel ved vurdering av arbeidsdelingen mellom offentlig og privat sektor eller i vurderinger av om konkurranseutsatt sektor har et tilstrekkelig omfang. Da er det utviklingen i de ulike sektorenes andel av totalen vi som oftest er mest interessert i.

10.3.1 Glatte innfasingen av oljeinntekter

En tilleggsregel om å glatte innfasingen av oljeinntekter kan ses på som et forsøk på å formalisere måten handlingsregelen så langt har vært praktisert på ved avvik fra 4-prosentbanen. Egenkapene ved en slik tilleggsregel avhenger av hvor kraftig det glattes. En del glatting trengs for å kunne dempe konsekvensene av kortsiktige, men store, svingninger i fondskapitalen. Hvis glattingen er kraftig nok, vil en slik tilleggsregel også kunne skjære gjennom den anslåtte toppen på 4-prosentbanen, men innfasingen må da være lavere enn i perioden etter 2001, og vesentlig lavere enn de to siste årene. En slik vesentlig mer forsiktig innfasing vil gi en bruk av oljeinntekter som samsvarer bedre med demografiforløpet, der økningen i offentlige utgifter først kommer rundt 15 år fra nå.

En mulig utforming av en tilleggsregel om å glatte innfasingen av oljeinntekter er å etablere retningslinjer om maksimal budsjettimpuls i en normal konjunktursituasjon. I dagens situasjon, der

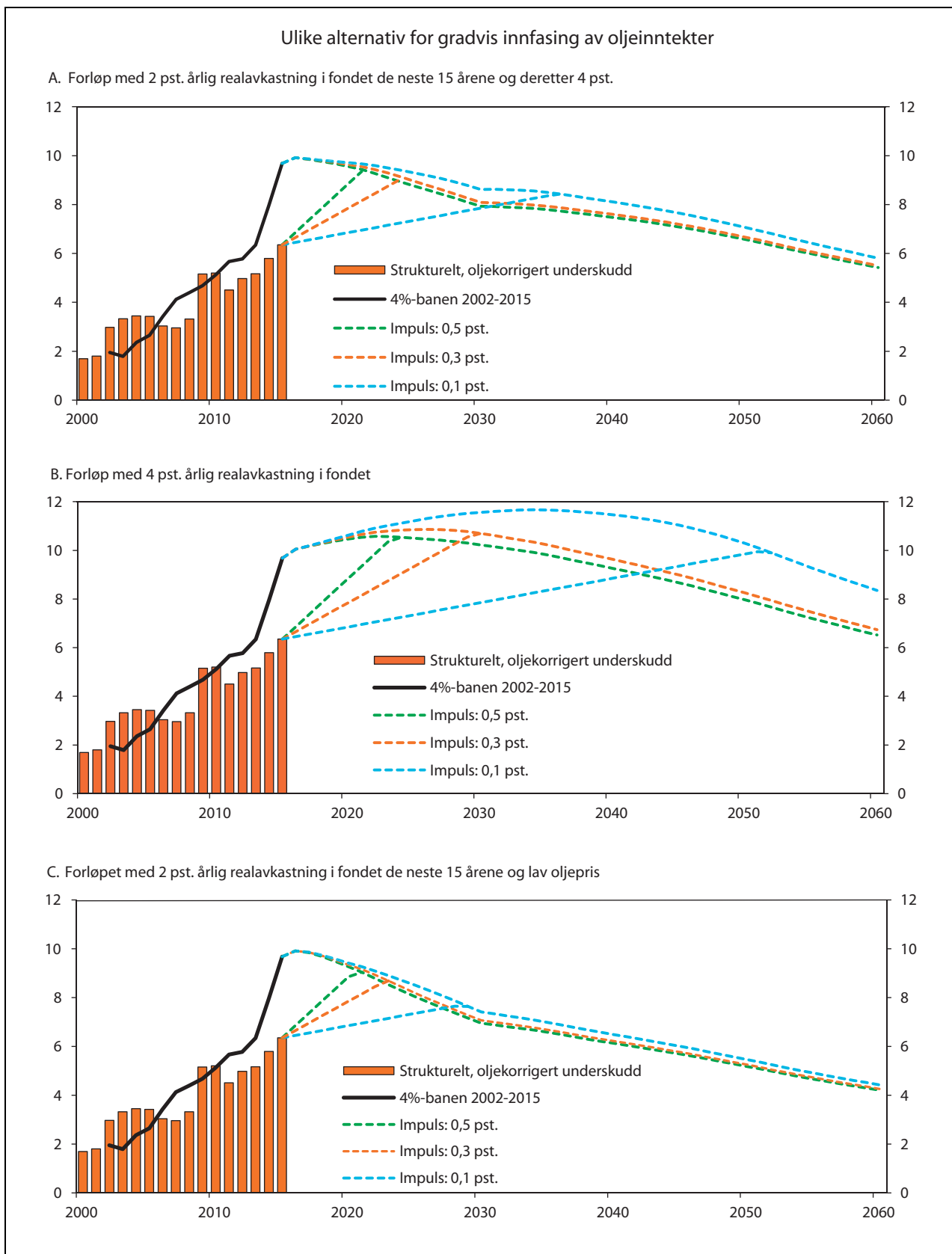
bruken av oljeinntekter ligger langt under 4-prosentbanen, kan dette for eksempel formuleres som at budsjettets ekspansive impuls i en normalsituasjon ikke bør overstige 0,1-0,2 prosentenheter av BNP for Fastlands-Norge.

En fordel med en slik tilleggsregel er at den bygger tydelig på dagens retningslinje, som allerede legger stor vekt på glatting. En mer omfattende og langvarig glatting kan begrunnes med at bruken av oljeinntekter allerede er kommet opp på et høyt nivå, at det er usikkerhet om potensialet for videre økning og at bruken av oljeinntekter etter hvert skal ned under dagens nivå. God evne til glatting gir også god håndtering av en topp i 4-prosentbanen og av store svingninger i fondets verdi. I en situasjon med et uttak som ligger betydelig under 4-prosentbanen, vil en slik tilleggsregel gi en gradvis opptrapping mot 4-prosentbanen, men dette vil skje over en lengre tidsperiode, jf. figur 10.5A. I figuren er det lagt til grunn 2 pst. realavkastning i fondet de første 15 årene, og deretter 4 pst.

Med en avkastning på 4 pst. gjennom hele framskrivingsperioden vil en forsiktig innfasing av oljeinntekter gi betydelige ekstraavsetninger i fondet de nærmeste årene, jf. figur 10.5B. Med en gjennomsnittlig årlig impuls på 0,1 prosentenheter vil fondet således bli en god del større enn ved en impuls på 0,3 eller 0,5 prosentenheter. Forskjellen på de to sistnevnte alternativene framstår ikke som så stor i figuren. Med en impuls på 0,3 prosentenheter tar det likevel ytterligere 6 år før finanspolitikken må legges om, og overføringen fra fondet er da varig noe høyere enn i alternativet med en impuls på 0,5 prosentenheter.

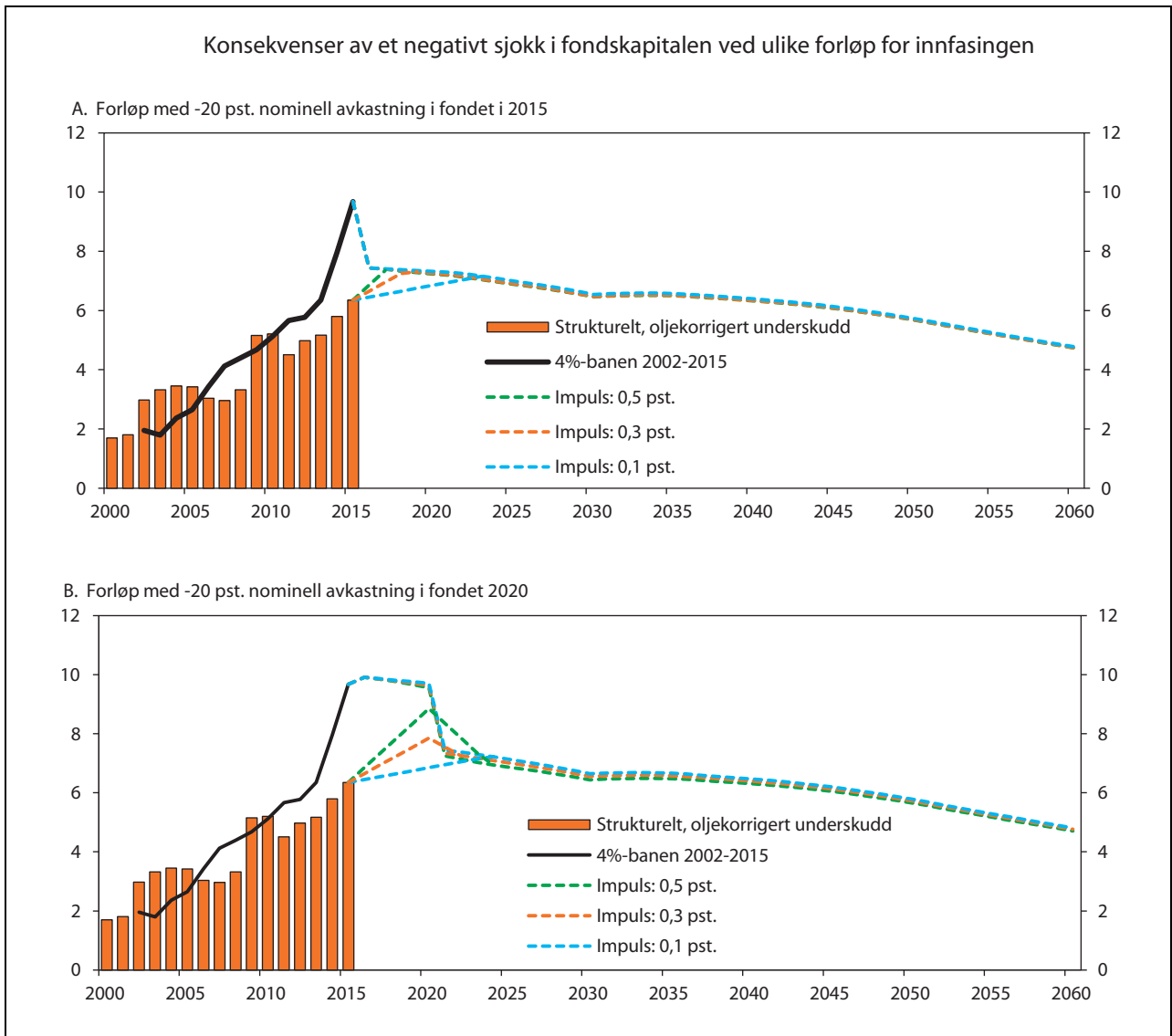
Figur 10.5C viser de samme alternativene i en situasjon med både lav fondsavkastning de neste 15 årene og lav oljepris. Fondet utvikler seg da svakere enn i alternativet med lav avkastning og langt svakere enn i forløpet med 4 pst. avkastning. De tre alternative banene for innfasing av oljeinntekter gir nå svært forskjellige forløp for bruken av oljeinntekter over budsjettet. Med en årlig impuls på 0,5 prosentenheter må finanspolitikken legges kraftig om allerede etter seks år. Med en impuls på 0,3 prosentenheter utsettes omleggingen med to år. Med en impuls på 0,1 prosentenheter blir bruken av oljeinntekter langt jevnere. Da tar det flere år før bruken av oljeinntekter er oppe på 4-prosentbanen og politikken må da i mindre grad legges om. De ekstra avsetningene i fondet gir grunnlag for noe høyere fondsavkastning på varig basis.

Graden av glatting vil også ha stor betydning for hvor robust innfasingen av oljeinntekter vil



Figur 10.5 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter) og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland ved gradvis innfasing av oljeinntekter. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.



Figur 10.6 Konsekvenser av et negativt sjokk i fondskapitalen ved ulike forløp for innfasingen av oljeinntekter. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.

være overfor et fall i verdien av fondet. Dersom fondets nominelle avkastning blir -20 pst. i 2015, vil utsiktene for bruk av oljeinntekter bli vesentlig endret. Avstanden fra dagens anslåtte nivå på bruk av oljeinntekter vil kun være rundt 1 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge, jf. figur 10.6A. Det betyr at finanspolitikken ville måtte legges om etter 2–3 år dersom en legger opp til en budsjettimpuls på 0,3 eller 0,5 prosentenheter de nærmeste årene. Med sterkere grad av glatting vil tidspunktet for en omlegging av finanspolitikken skyves lenger ut i tid.

Forskjellen mellom de ulike alternativene for å glatte innfasingen av oljeinntekter kommer enda tydeligere fram dersom det tar noe tid før den sterke oppgangen i fondet de siste årene reverse-

res. Med en årlig impuls på 0,1 prosentenheter vil bruken av oljeinntekter fortsatt vise en forholdsvis jevn bane, jf. figur 10.6B. Med en slik strategi håndteres dermed både store svingninger i fondet og hensynet til en forholdsvis jevn innfasing av oljeinntekter i økonomien. Med en årlig innfasing på 0,5 prosentenheter vil derimot bruken av oljeinntekter raskt bringes opp til et nivå som er høyere enn 4-prosentbanen etter et fall i fondsverdien. I en slik situasjon må det tas stilling til hvor raskt en skal redusere bruken av oljeinntekter for å vende tilbake til 4-prosentbanen. I figuren er det som en illustrasjon lagt til grunn en innstramming på 0,5 prosentenheter per år til en er tilbake på 4-prosentbanen. Med en årlig innfasing

på 0,3 prosentenheter oppstår noe av de samme utfordringene, men i mindre målestokk.

Beregningene i figur 10.5 og 10.6 illustrerer at de ulike strategiene for innfasing av oljeinntekter gir svært ulik risiko for å havne i en situasjon der det vil være nødvendig med en vesentlig reduksjon i bruken av oljeinntekter. De ulike forløpene for avkastningen i fondet som er illustrert i figurene, ligger godt innenfor det en må være forberedt på å møte i årene framover. Kapitalen i fondet kan imidlertid også bli større enn det som legges til grunn i forløpet med 4 pst. avkastning. Med en forsiktig innfasing av oljeinntekter vil da avstanden til 4-prosentbanen kunne øke ytterligere i årene framover.

Med en tilleggsregel om å glatte innfasingen bør graden av glatting trolig avhenge av om bruken av oljeinntekter ligger over eller under 4-prosentbanen. Det er også relevant å vurdere om 4-prosentbanen antas å følge en økende, stabil eller fallende trend målt som andel av fastlands-BNP i årene framover. Særlig må det pekes på at sterk grad av glatting av innfasingen vil være en dårlig strategi i en situasjon der bruken av oljeinntekter har kommet over 4-prosentbanen og 4-prosentbanen samtidig viser en fallende trend. Med mindre verdien av fondet tar seg opp igjen, må da bruken av oljeinntekter reduseres tilstrekkelig raskt til at en bringes tilbake til 4-prosentbanen innen rimelig tid. En strategi med sterk grad av glatting er således først og fremst relevant når bruken av oljeinntekter ligger under 4-prosentbanen, slik situasjonen nå ser ut til å være de nærmeste årene framover. I utformingen av en eventuell tilleggsregel bør det legges særlig vekt på hvordan regelen vil kunne virke de nærmeste 10–15 årene.

En regel om å glatte innfasingen med en maksimal budsjettimpuls i en normal konjunktursituasjon vil kunne innebære at finanspolitikken i en forholdsvis lang periode mer eller mindre frikobles fra 4-prosentbanen, ved at finanspolitikken styres etter en regel om budsjettimpuls. På den annen side er glatting av innfasingen godt i tråd med hvordan handlingsregelen faktisk er blitt praktisert i årene som er gått siden den ble innført. Som nevnt kan en tilleggsregel om å glatte innfasingen dermed langt på vei ses på som en formalisering av dagens praksis.

Dette betyr likevel ikke at det nødvendigvis er hensiktsmessig å innføre en tilleggsregel som presist tallfester den maksimale impulsen i en normal-situasjon i økonomien. I en slik vurdering må en bl.a. ta hensyn til at beregninger av strukturelle budsjettunderskudd er gjenstand for betydelig revisjoner. Revisjoner i den finanspolitiske impulsen på

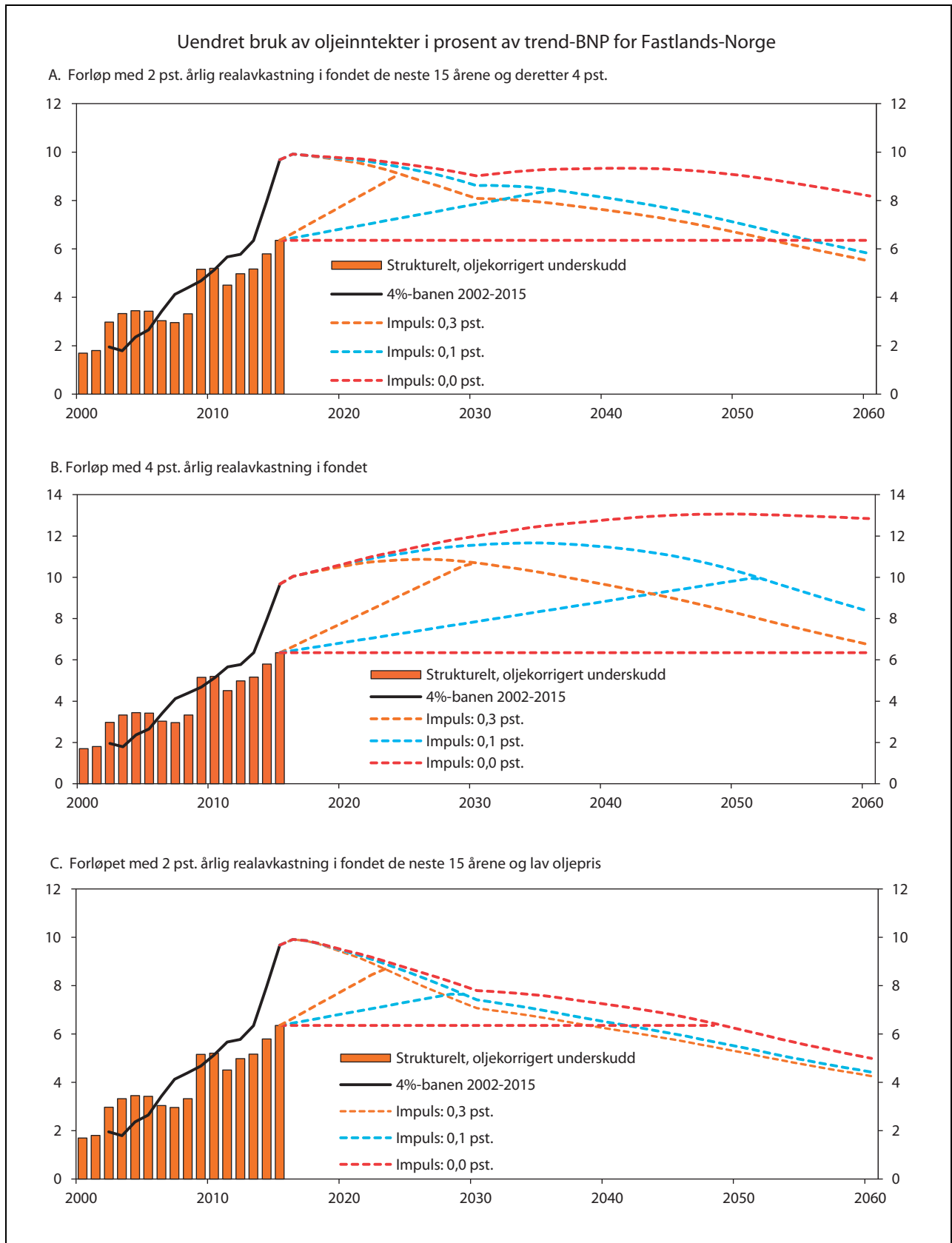
noen tiendedeler er snarere regelen enn unntaket, og ved markerte omslag i økonomien viser erfaringer at revisjonene i nivået på det strukturelle underskuddet fort kan komme opp i 1-2 pst. av verdiskapingen. Dette kan gjøre det vanskelig å anvende en regel som presist tallfester at innfasingen ikke skal være større enn for eksempel 0,1-0,2 pst. av BNP for Fastlands-Norge. Innretningen av finanspolitikken skal også ses opp mot situasjonen i norsk økonomi. I de budsjettene som har vært lagt fram siden 2001, har budsjettimpulsen variert mellom -0,2 prosentenheter og 0,7 prosentenheter, med et gjennomsnitt på 0,3 prosentenheter.

10.3.2 Uendret bruk av oljeinntekter

En mulig, alternativ tilleggsregel er å holde bruken av oljeinntekter konstant på dagens nivå, målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, til en er tilbake på 4-prosentbanen. Det betyr at bruken av oljeinntekter i årene framover økes i takt med veksten i fastlandsøkonomien. En slik strategi kan bl.a. begrunnes med at bruken av oljeinntekter allerede er kommet opp på et høyt nivå, at det er usikkerhet om potensialet for videre økning og at bruken av oljeinntekter etter hvert skal ned under dagens nivå. En kan se på dette som en variant av tilleggsregelen som ble vurdert i forrige avsnitt, nemlig å glatte innfasingen med en begrensning på den maksimale budsjettimpulsen i en normal konjunktursituasjon. Begrensningen i dette tilfellet er at den maksimale impulsen skal være null. Denne varianten er dermed mer forsiktig enn den som er diskutert i avsnitt 10.3.1.

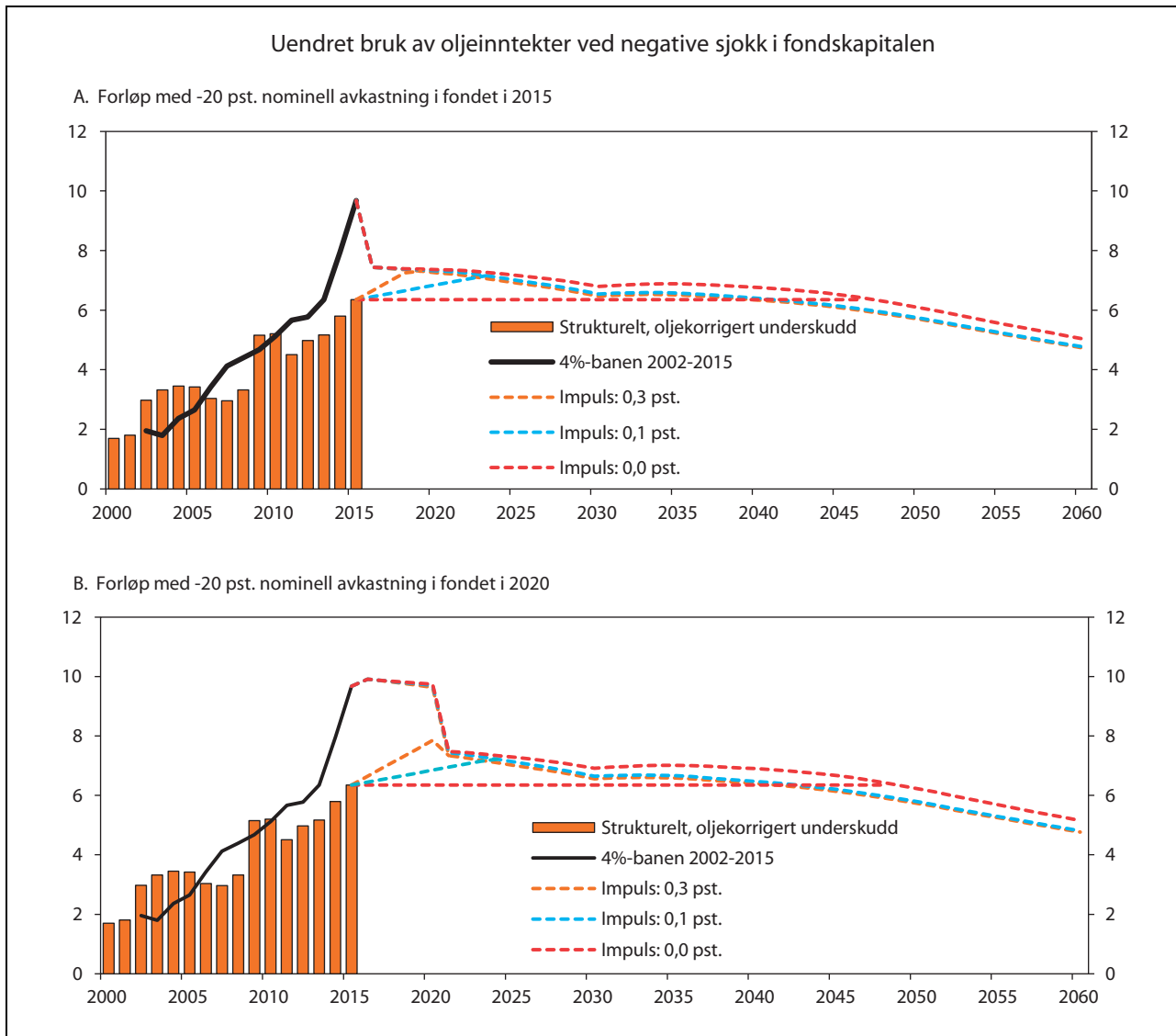
En regel om å videreføre bruken av oljeinntekter på samme nivå som i 2015, målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge, ville innebære at dagens høye nivå på bruk av oljeinntekter kan videreføres gjennom hele beregningsperioden. Avstanden til 4-prosentbanen vil fortsatt være betydelig i 2060, jf. figur 10.7A. En slik strategi vil også være robust overfor en svakere utvikling i oljeprisen, jf. figur 10.7C. I forløpet med både lav oljepris og lav avkastning i fondet de neste 15 årene vil dagens nivå på bruken av oljeinntekter kunne opprettholdes i mer enn 30 år framover, før det også med denne regelen må finne sted gradvise innstramminger.

Dersom fondets nominelle avkastning blir -20 pst. i 2015, vil avstanden fra dagens anslåtte nivå på bruk av oljeinntekter reduseres til rundt 1 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge. Dagens nivå på bruken av oljeinntekter kan også da videreføres i



Figur 10.7 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter) og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland ved uendret bruk av oljeinntekter. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.



Figur 10.8 Konsekvenser av et negativt sjokk i fondskapitalen ved uendret bruk av oljeinntekter. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.

mer enn 30 år før politikken må legges om, jf. figur 10.8A. Det samme gjelder om det negative sjokket i fondskapitalen kommer i 2020 i stedet for i 2015, jf. figur 10.8B.

Å styre finanspolitikken etter en tilleggsregel om å holde bruken av oljeinntekter konstant som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, vil på sett og vis innebære at man vender tilbake til et regime som gjaldt før handlingsregelen ble innført i 2001. Den gang ble finanspolitikken styrt etter den såkalte olje-, aktivitets- og rentekorrigerte budsjettimpulsen, også kalt den finanspolitiske indikatoren eller budsjettindikatoren, jf. omtalen i kapittel 3. Hvis det tar svært lang tid før man er tilbake på 4-prosentbanen,

kan det stilles spørsmål ved om en slik strategi vil være politisk robust, særlig dersom man får store positive endringer i oljeprisen eller fondskapitalen. Noe av grunnen til at handlingsregelen ble etablert, var jo nettopp at man manglet et godt svar på hvordan kraftig økte oljeinntekter og økte fondsavsetninger skulle slå ut i budsjettpolitikken. Både blant de politiske partiene, i de økonomiske fagmiljøene og i opinion økte etter hvert oppslutningen om at i hvert fall noe av de økte inntektene burde kunne brukes. En regel som fryser bruken av oljeinntekter på dagens nivå, vil kunne framstå som lite relevant og nyttig i den politiske prosessen dersom fondet skulle bli større enn det som nå ventes.

10.3.3 La bruken av oljeinntekter følge demografikostnadene

Et alternativ, som for øvrig også ble belyst i St.meld. nr. 29 (2000–2001), er å la bruken av oljeinntekter øke i takt med de anslåtte merkostnadene som følge av utviklingen i befolkningen med uendrede standarder og dekningsgrader i offentlige velferdsordninger (kalt *referansealternativet* i St.meld. nr. 29). Med utgangspunkt i anslagene i Nasjonalbudsjettet 2015 vil et slikt *demografiforløp* bare gi en beskjeden økning i oljepengebruken fram til 2030, og deretter en økning på vel 0,1 prosentenheter per år, jf. figur 10.9. Demografiforløpet i figuren er glattet for å fjerne variasjoner fra år til år, jf. nærmere omtale av dette forløpet i kapittel 7.

Et demografiforløp som tar utgangspunkt i dagens nivå på bruk av oljeinntekter, kan ikke være styrende for finanspolitikken på lang sikt. Hvis bruken av oljeinntekter skal følge demografiforløpet, kan dette bare pågå fram til 4-prosentbanen nås. Deretter må 4-prosentbanen følges. Gradvis økende levealder vil føre til at andelen eldre i befolkningen fortsetter å øke, også etter 2060. Utfordringene dette medfører for offentlige finanser, vil i all hovedsak måtte håndteres på andre måter enn ved å sette til side oljeinntekter. Dette er grundig drøftet i kapittel 7.

En innfasing av oljeinntekter i takt med demografiforløpet gir store avsetninger i pensjonsfondet i årene framover, slik tallene nå står. Hvor store, avhenger av hva som forutsettes om avkastningen i fondet og om oljeprisen. En slik strategi vil kunne dekke økningen i demografisk relaterte utgifter fram til rundt 2040 med lav avkastning de neste 15 årene (figur 10.9A), rundt 2055–2060 i forløpet med 4 pst. avkastning (figur 10.9B) og rundt 2030–2035 med lav avkastning og lav oljepris (figur 10.9C).

I alle alternativene vil det å følge demografiforløpet fram til 4-prosentbanen nås, gi en langt mer jevn bruk av oljeinntekter enn om en mer mekanisk fulgte 4-prosentbanen. Perioden fram til en må redusere bruken av oljeinntekter som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien blir dessuten forlenget.

Demografiforløpet innebærer en vesentlig mer forsiktig økning i bruk av oljeinntekter i årene framover enn i den perioden vi har bak oss. Dette vil gjøre finanspolitikken mer robust overfor et fall i verdien av fondet, jf. figur 10.10. Med et 20 pst. fall i fondets verdi vil finanspolitikken først måtte legges om rundt 2025–2030.

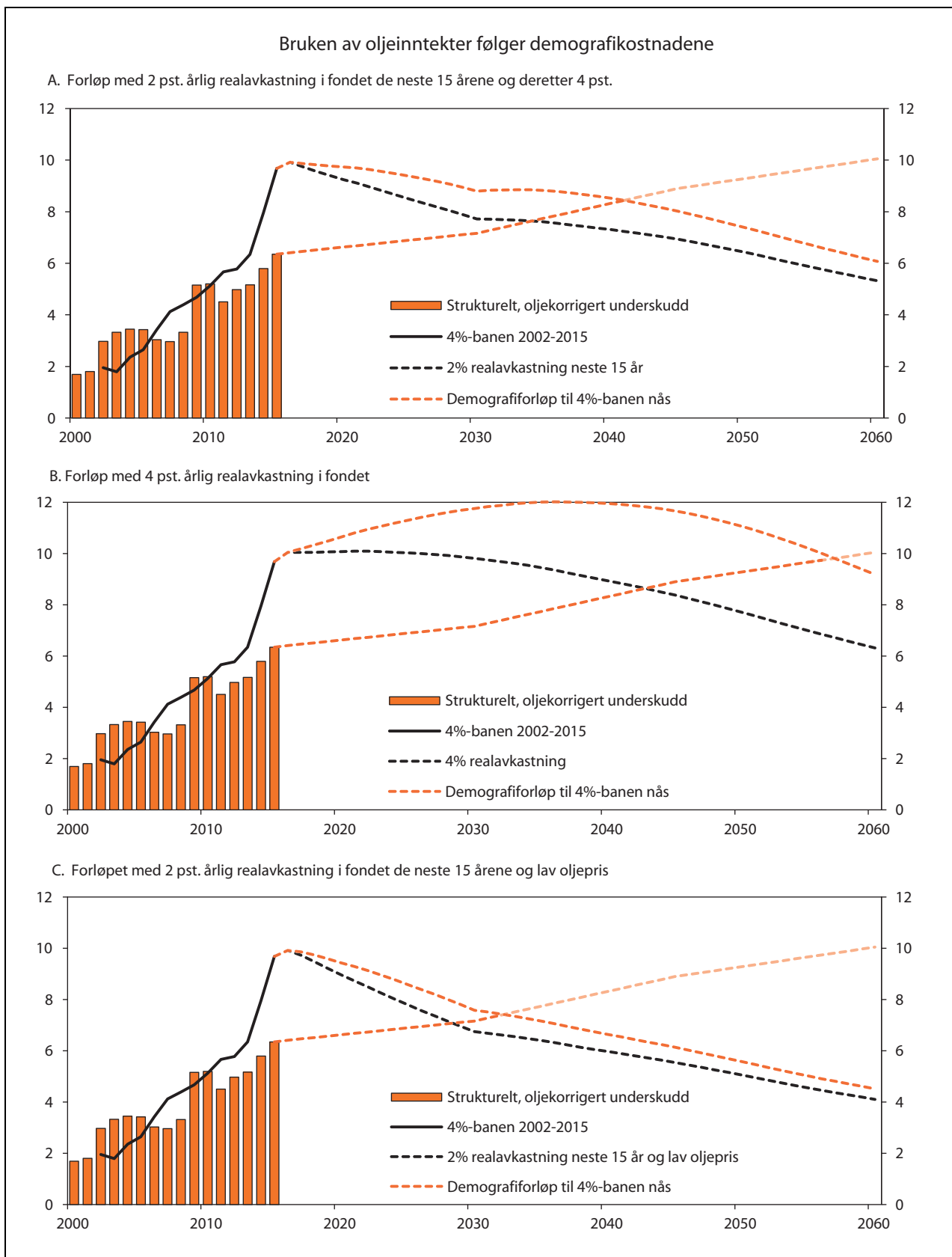
Det er mange gode grunner til at innfasingen av oljeinntekter bør være forsiktig, gradvis og

jevn. Hensynet til økningen som vil komme i aldersrelaterte utgifter til pensjoner, helse og omsorg, er blant dem. En tilleggsregel om å la oljepengebruken følge demografikostnadene vil imidlertid innebære en eksplisitt og regelfestet ordning for å løse en større del av utfordringene med en aldrende befolkning gjennom høy sparing i dag. Som i 2001, kan det fortsatt argumenteres for at aldringsutfordringene så langt det er mulig bør løses ved å gjøre velferdsordningene mer bærekraftige overfor økende levealder og en økende andel eldre i befolkningen. Aldring av befolkningen er et permanent fenomen, og kan derfor ikke løses ved midlertidig høyere statlig sparing. Det var bakgrunnen for at pensjonsreformen introduserte en ordning som gjør at tiden man tilbringer i arbeidslivet må øke etter hvert som levealderen øker, for at pensjonsnivået skal opprettholdes. Det kan nok likevel være vanskeligere å få til tilsvarende reformer for å møte økningen i helse- og omsorgsutgiftene.

Det vil som nevnt bare være en begrenset periode oljeinntektene vil kunne være til hjelp for å møte konsekvensene av aldringsutfordringene for de offentlige budsjettene, siden økningen i forventet levealder er anslått å fortsette også utover horisonten for framskrivingene i denne rapporten. Jo lavere fondsavkastningen og oljeprisen blir i årene framover, jo kortere blir denne perioden.

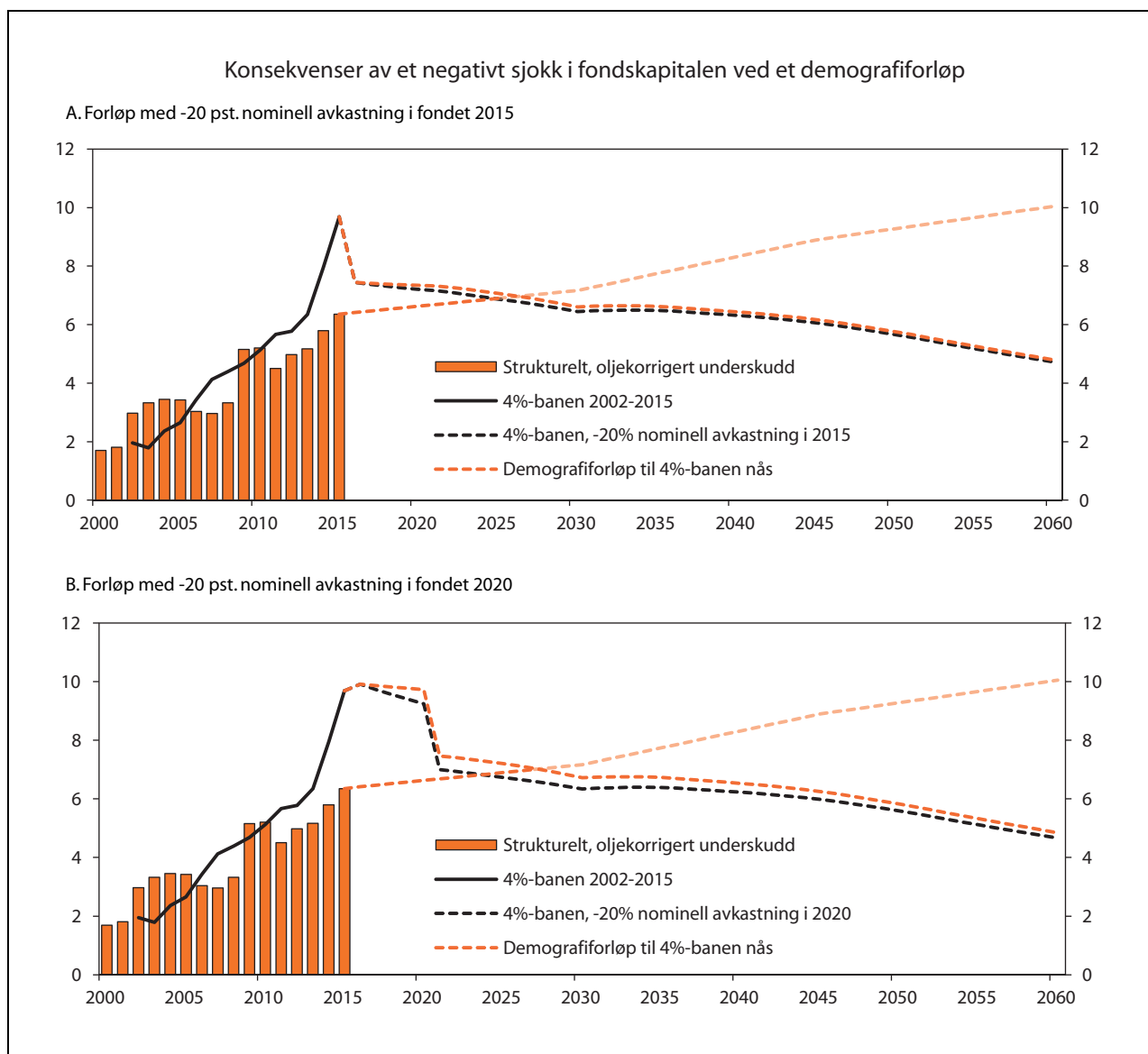
Som en operativ regel for finanspolitikken er det verken lett eller hensiktsmessig å styre etter anslag for økningen i demografikostnader. Anslag for demografirelaterte utgifter er usikre og kan endres betydelig. Forløpet illustrert i figurene er som nevnt glattet, ved å ta gjennomsnittet over flere år. Forløpet framover påvirkes bl.a. av omfanget av arbeidsinnvandringen og hvor mange som velger å ta ut alderpensjon, en størrelse som er blitt vesentlig mer usikker etter at det er blitt mulig å ta ut pensjon og samtidig fortsette å jobbe. Også på en rekke andre punkter er usikkerheten i anslagene stor. Demografiforløpet så annerledes ut i 2001 enn nå, bl.a. fordi standarder og dekningsgrader på offentlige velferdsordninger er økt, befolkningen er betydelig større som følge av økt arbeidsinnvandring og det er gjennomført en omfattende pensjonsreform.

Dersom en skulle innføre en regel om å la bruken av oljeinntekter følge demografikostnadene, må den defineres slik at den ikke svekker insentivene til å gjennomføre reformer som gjør velferdsordningene mer bærekraftige. De demografirelaterte utgiftene vil kunne økes gjennom vedtak i Stortinget. En automatikk i at alle utvidelser av velferdsordninger rettet mot de eldre aldersgrup-



Figur 10.9 Strukturelt, oljekorrigert underskudd og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland dersom bruken av oljeinntekter økes i takt med offentlige merutgifter som følger av befolkningsutviklingen. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.



Figur 10.10 Konsekvenser av et negativt sjokk i fondskapitalen dersom bruken av oljeinntekter økes i takt med offentlige merutgifter som følger av befolkningsutviklingen. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

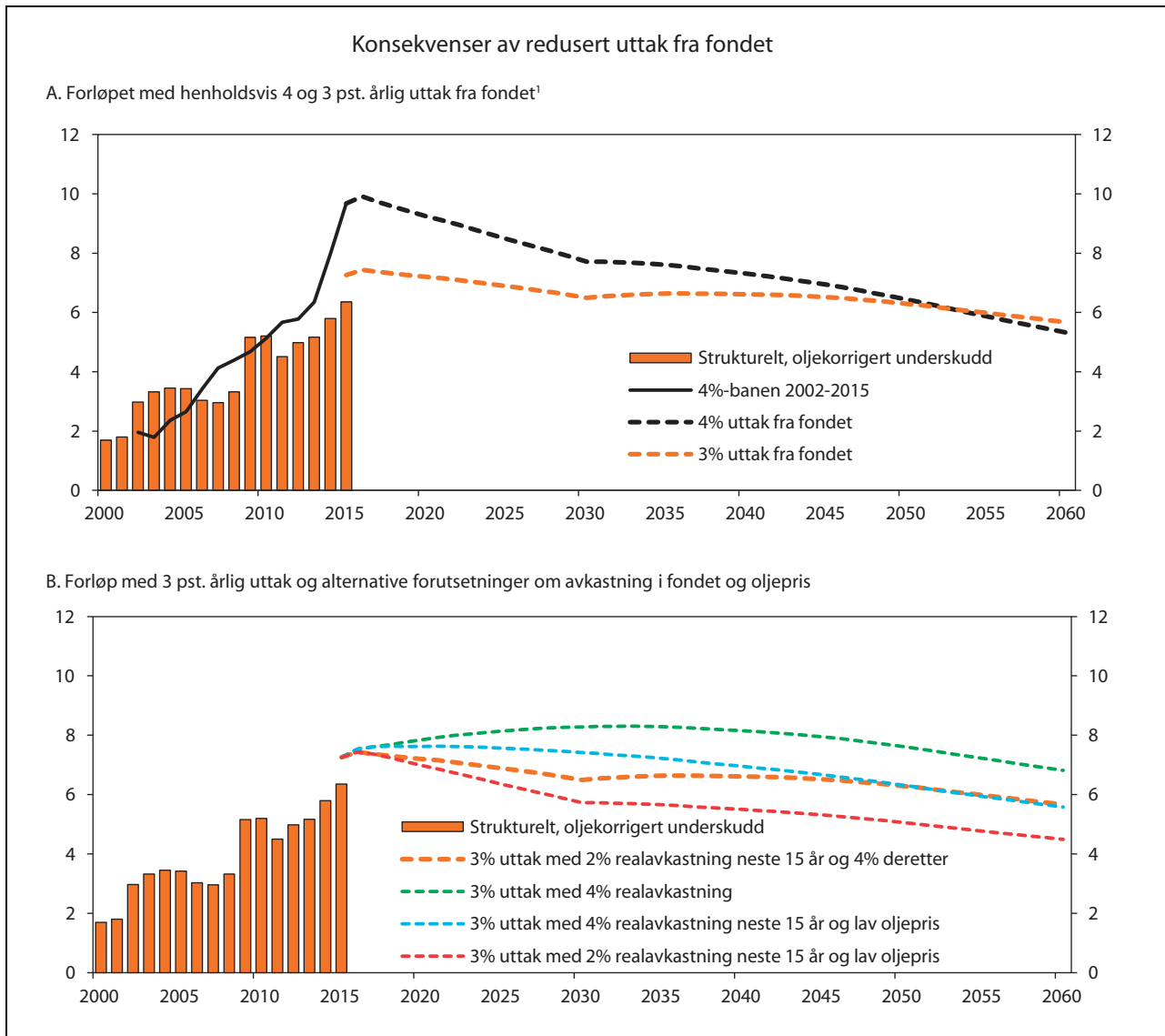
Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.

pene skal dekket med økt bruk av oljeinntekter, vil ikke være noen robust ordning. Dette kan bøtes på ved å korrigere demografiforløpet for reformer og politikken, slik at man står igjen med konsekvensene kun av den demografiske utviklingen.

Selv om det er utfordrende å følge demografiforløpet som en operativ styringsregel, illustrerer den et viktig hensyn som bør gis vesentlig vekt i finanspolitikken. Det er lite hensiktsmessig først å øke bruken av oljeinntekter markert de nærmeste årene, for etterpå å måtte redusere den igjen samtidig som demografikostnadene øker. Dette taler sterkt for å holde igjen på fondsuttaget de nærmeste 10–20 årene.

10.3.4 Redusere uttaket fra fondet

Handlingsregelen legger opp til at uttaket fra Statens pensjonsfond utland skal svare til forventet realavkastning av kapitalen, anslått til 4 pst. Dette er et anslag for hvilken realavkastning som kan oppnås over tid og er ikke betinget av utsiktene for økonomien de nærmeste årene. Historiske erfaringer viser at avkastningen kan svinge betydelig fra år til år, og at perioder med høy avkastning kan etterfølges av perioder med lav avkastning, jf. drøftingen i kapittel 9. På kort sikt kan det derfor tenkes at det finnes informasjon om utsiktene som trekker i retning av et situasjonsbetinget anslag på avkastningen som er høyere eller lavere



Figur 10.11 Forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland med 3 pst. årlig uttak fra fondet. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

¹ Beregningene tar utgangspunkt i 2 pst. realavkastning i fondet de neste 15 årene og 4 pst. deretter.

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.

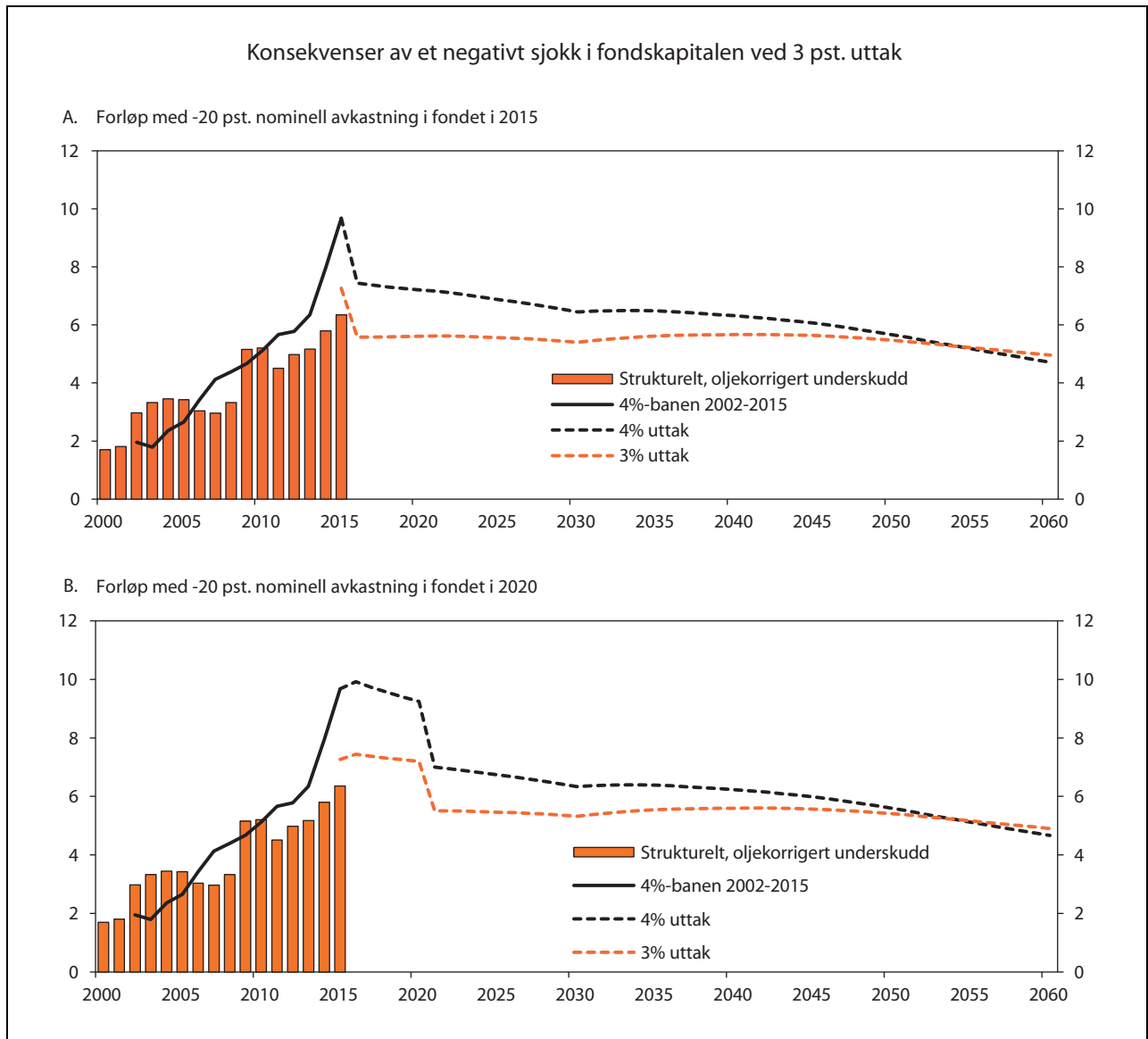
enn det langsiktige anslaget. Handlingsregelen legger det ubetingede anslaget til grunn for uttaket fra pensjonsfondet, bl.a. på grunn av fordelene med et stabilt uttak fra fondet. Drøftingen i kapittel 9 gir ikke grunnlag for å endre på dette.

Kapittel 9 peker imidlertid på at det de nærmeste 10–15 årene er utsikter til lavere fondsavkastning, særlig av obligasjonsdelen. Noen har framholdt at utsikter til lavere fondsavkastning også trekker i retning av å redusere anslaget for forventet realavkastning av fondet fra 4 til 3 pst., jf. Olsen (2012, 2015).

Hvis 3 pst. anses som et bedre *langsiktig* anslag for forventet realavkastning, følger det av

handlingsregelen at uttaket må justeres tilsvarende. Drøftingen av dette spørsmålet i kapittel 9 konkluderer imidlertid med å holde fast ved 4 pst. som langsiktig anslag, dvs. at dette fortsatt anses som et godt anslag når man skal se bort fra utsiktene for økonomien de nærmeste årene. Samtidig framheves utsiktene til en markert lavere realavkastning i en periode framover som en usikkerhetsfaktor som bør håndteres.

I dette avsnittet vurderes redusert uttak fra fondet som en mulig tilleggsregel til handlingsregelen. Med dette menes å redusere uttaket for en begrenset periode. Det kan dels ses som en tilpasning til utsikter til lavere forventet avkast-



Figur 10.12 Konsekvenser av et negativt sjokk i fondskapitalen ved 3 pst. årlig uttak. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge¹

¹ Beregningene tar utgangspunkt i 2 pst. realavkastning i fondet de neste 15 årene og 4 pst. deretter.
Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.

ning de nærmeste årene. Videre kan dette ses på som en måte å gå gradvis fram i innfasingen av oljeinntekter og skjære gjennom toppen av 4-prosentbanen. Det gir en mer fornuftig tilpasning til at de aldersrelaterte utgiftene først starter å vokse for alvor rundt 15 år fra nå, jf. drøftingen av demografiforløpet ovenfor. En begrunnelse for å redusere fondsuttaket kan også være at det vil gi en bedre håndtering av risikoen i fondet, jf. Holden (2015). Bruken av oljeinntekter har kommet opp på et høyt nivå. Etter hvert som en stadig større del av oljeformuen er plassert i pensjonsfondet og fondet slutter å vokse som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, vil det

kunne bli mer krevende å håndtere et fall i fondets verdi.

Figur 10.11A viser 4-prosentbanen i et forløp der avkastningen de nærmeste 15 årene er 2 pst. (sort stiplet linje). I tillegg vises banen for 3 pst. uttak (fortsatt med 2 pst. avkastning de neste 15 årene og deretter 4 pst.). Som det framgår av figuren, er banen med 3 pst. uttak forholdsvis flat og langt nærmere dagens nivå på strukturelt, oljekorrigert underskudd. Slik tallene nå står, vil et uttak på 3 pst. innebære at en skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen, forutsatt at avkastningen og oljeprisen blir som lagt til grunn i dette forløpet.

En strategi med 3 pst. fondsuttak for en periode framover vil også være mer robust dersom en skulle få en svakere utvikling i fondskapitalen enn det som legges til grunn i forløpet med 4 pst. avkastning. I figur 10.11B er det vist hvordan en 3-prosentbane ville se ut i en situasjon med lav avkastning i fondet de neste 15 årene og lav oljepris. Bruken av oljeinntekter vil da måtte reduseres noe i årene framover, men faren for en markert topp i bruken av oljeinntekter er mindre enn med 4 pst. fondsuttak.

Erfaringene viser imidlertid at det fra år til år kan skje betydelige endringer i verdien av fondet og 4-prosentbanen. Det vil gi tilsvarende skift også i en 3-prosentbane, selv om utslaget blir litt mindre enn ved 4 pst. uttak, jf. figur 10.12. En endring i uttaksprosenten fra 4 til 3 pst. vil således i liten grad redusere svingningene i forløpet for uttaksbanen framover – endringene fra et budsjett til det neste vil fortsatt kunne bli svært store.

I St.meld. nr. 29 (2000–2001) understrekes det at uttaket fra fondet over tid skal svare til den forventede realavkastningen. Selv om en fastholder at 4 pst. kan være et godt anslag for realavkastningen i fondet sett over tid, kan hensynet til usikkerhet og behov for marginer tilsi et mer forsiktig uttak av fondet framover. En forventet lavere fondsavkastning de neste 10–15 årene aktualiserer dette hensynet. Å redusere fondsuttaket vil gi et forløp for bruk av oljeinntekter som samsvarer bedre med når oppgangen kommer i de demografidrevne utgiftene til pensjoner, helse og omsorg. De siste to-tre årene har dessuten uttaket fra fondet ligget nærmere 3 pst. enn 4 pst. Et permanent lavere uttak enn hva som forventes som en langsiktig ubetinget realavkastning av fondet, vil være en markert endring av handlingsregelen.

10.3.5 Glatte beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen

En eller annen form for glatting av 4-prosentbanen kan virke som en nærliggende strategi for å jevne ut kortsiktige svingninger i denne banen. En mulig tilleggsregel er da å la finanspolitikken rettes inn mot å la bruken av oljepenger følge den glattede 4-prosentbanen.

Figur 10.13 kaster lys over hvordan glatting av beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen vil kunne bidra til å dempe utslagene på bruken av oljeinntekter av svingninger i fondsverdien.

I den første figuren er det forutsatt at oppgangen vi har sett i fondets verdi de siste par årene, langt på vei reverseres allerede i løpet av 2015. Med et fall på 20 pst. i 2015 får 4-prosentbanen en

markert topp i 2015. Glatting av 4-prosentbanen bidrar, slik hensikten er, til å dempe utslagene av en slik kortvarig endring i verdien av fondet.

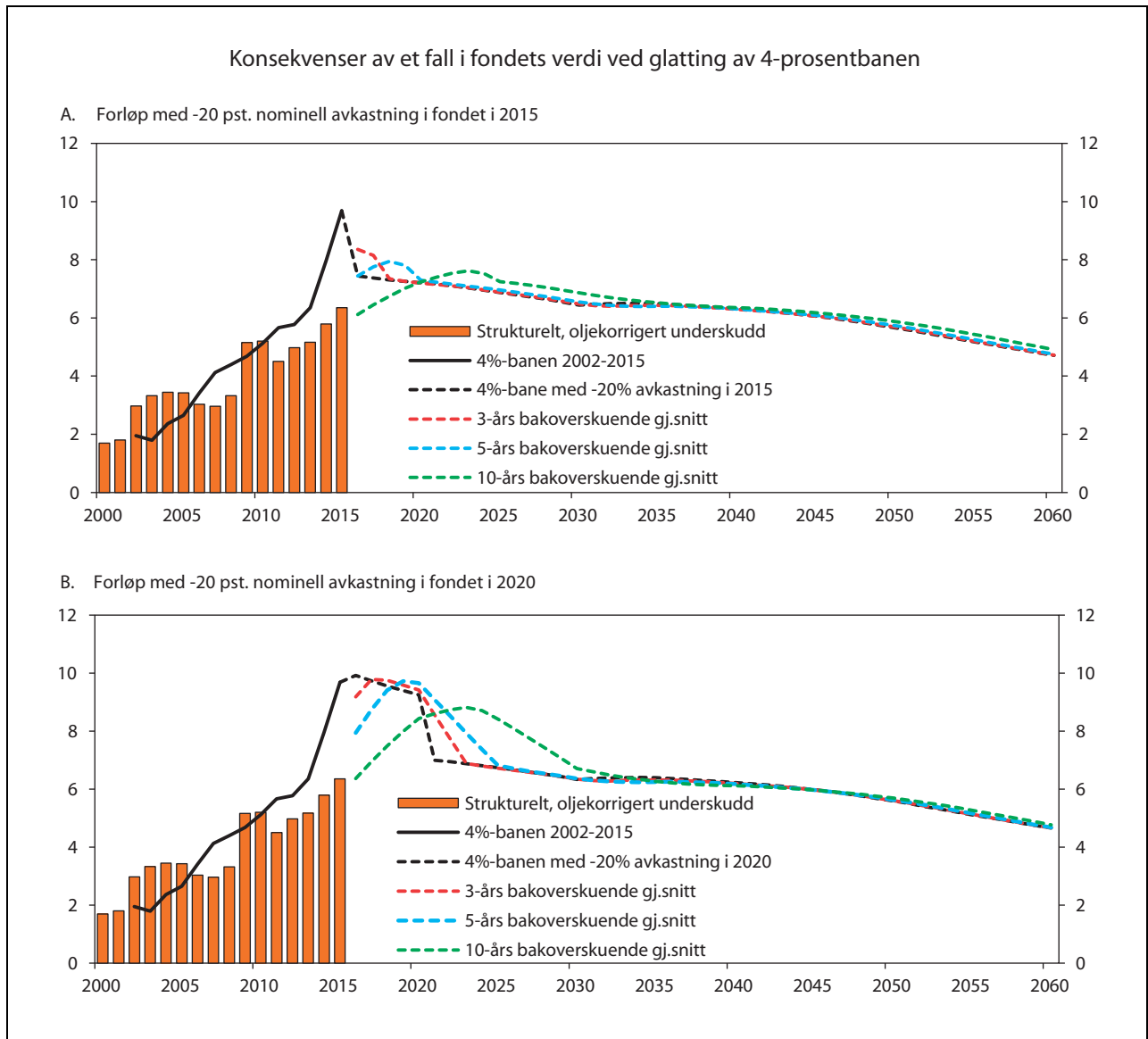
Glatting av 4-prosentbanen vil være mindre effektiv hvis det tar noe tid før en oppgang i verdien av fondet reverseres. Dersom oppgangen de siste årene først reverseres i 2020, vil en glatting av 4-prosentbanen skyve oppgangen i oljepengebruken litt ut i tid. I løpet av få år trekkes imidlertid nivået på de glattede 4-prosentbanene opp mot den ukorrigerede 4-prosentbanen. Graden av demping vil således avhenge av hvor langvarig endringer i fondskapitalen viser seg å være.

Alle de viste glattede alternativene jevner ut den særlig sterke veksten i forventet fondsavkastning i 2013 og 2014, og bidrar slik sett til å begrense endringene i den banen det siktes mot. Også langs den glattede 4-prosentbanen er imidlertid veksten i overføring fra fondet til budsjettet forholdsvis sterk i alle de viste alternativene, og den varierer i tillegg en god del fra år til år. Selv en glattet 4-prosentbane kan således ikke følges mekanisk.

Hovedproblemet med alle de ulike alternativene for glatting av 4-prosentbanen er likevel at de i liten grad skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen, jf. figur 10.14. En tilleggsregel om glatting av fondskapitalen vil således i liten grad bidra til et forløp for bruken av oljeinntekter hvor vi holder igjen de nærmeste årene for å være bedre i stand til å dekke opp den sterke økningen i demografikostnadene om noen år. Videre vil en slik tilleggsregel bare i begrenset grad gjøre finanspolitikken mer robust overfor lav oljepris og en svak utvikling i fondets avkastning i årene framover.

Med en glatting av fondet kan det også vurderes om framskrivningene av fondskapitalen skal ta utgangspunkt i et gjennomsnitt av fondets verdi i en gitt historisk periode, og ikke som nå i fondets verdi på et gitt tidspunkt. Det vil da ta noe lenger tid før brå endringer i fondskapitalen slår ut i den beregnede 4-prosentbanen. Dersom endringen viser seg å være ved, vil imidlertid den framskrevne banen i løpet av få år justeres i samme retning. En slik strategi for framskrivning av fondet innebærer i realiteten at det legges til grunn et visst innslag av tilbakevending. Det kan være hensiktsmessig i en situasjon med spesielt rask vekst i fondet, eller et fall i verdien av kronen, men mindre ønskelig i en situasjon med et markert fall i fondets verdi.

I noen grad kan hensynet til glatting ivaretas ved framskrivning av fondskapitalen uten at det krever en egen tilleggsregel. Dersom oljeprisen er høy, slik den var fram til sommeren 2014, har



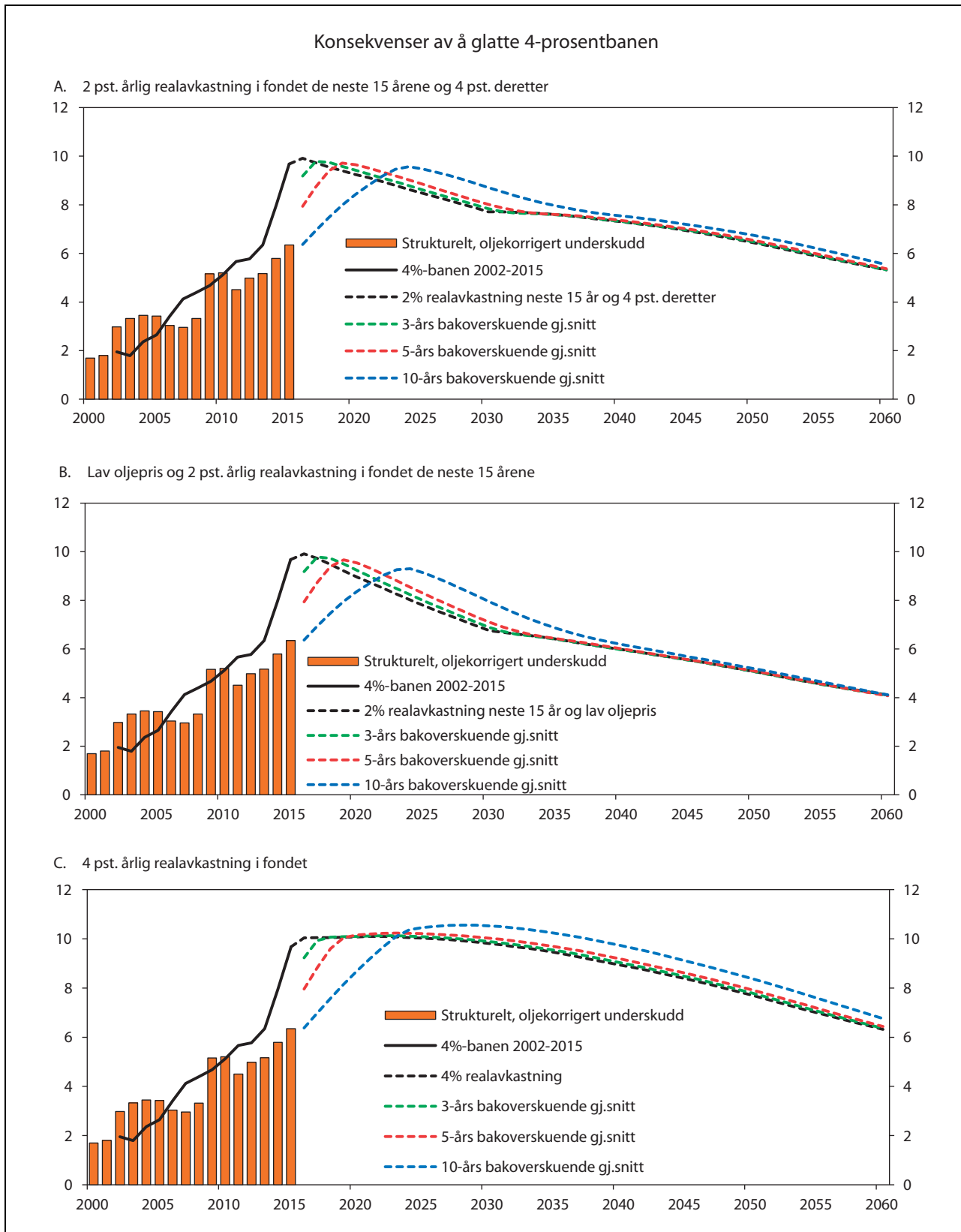
Figur 10.13 Konsekvenser av et negativt sjokk i fondskapitalen dersom bruken av oljeinntekter følger en glattet 4-prosentbane. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.

Finansdepartementet typisk lagt til grunn en noe lavere oljepris på sikt. Tilsvarende er det i Revidert nasjonalbudsjett 2015 lagt til grunn en viss oppgang i oljeprisen i årene framover, i tråd med prisingen i terminmarkedet. En slik praksis reduserer selvsagt ikke den betydelige usikkerheten i fondets utvikling over tid, men bidrar noe til å dempe utslagene i 4-prosentbanen mellom budsjetttrunder.

Erfaringene viser likevel at det fortsatt kan være store skift i 4-prosentbanen fra et budsjett til det neste. Hovedproblemet er store svingninger i aksje- og obligasjonskurser. Dersom det er innslag av såkalt "mean reversion", dvs. at aksje-

og obligasjonskurser systematisk dras tilbake mot gitte normalnivåer eller trendbaner, ville slike svingninger bli dempet. Dette er drøftet i kapittel 9, hvor man finner en viss støtte for at finansmarkedene er preget av slik systematisk tilbakevending, men denne mekanismen er ikke svært sterk. Svingningene kan dessuten være store og langvarige, og det er ikke lett å vite hvilket normalnivå man skal basere framskrivningene på. Prisingen i finansmarkedene er i denne sammenheng til liten hjelp. I praksis er det derfor ikke lett å finne noen strategi som i vesentlig grad demper svingningene i anslagene på 4-prosentbanen.



Figur 10.14 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter) og forventet fondsavkastning (4-prosentbanen). Konsekvenser av å la bruken av oljeinntekter følge en glattet 4-prosentbane. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.

En tilleggsregel om å glatte beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen vil ha likhetstrekk med praktiseringen av handlingsregelen siden den ble etablert i 2001, siden det gjennom denne perioden er blitt lagt stor vekt på en jevn og gradvis innfasing av oljeinntektene i økonomien. Et bakoverskuende gjennomsnitt vil gi en lavere bane for bruk av oljeinntekter i en fase der fondet vokser raskt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, men vil gi høyere uttak i en fase der fondet avtar. En regel om å glatte 4-prosentbanen vil således på sikt ikke framstå som særlig forsiktig.

Samtidig viser gjennomgangen i dette avsnittet at heller ikke en tilleggsregel som glatter beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen, kan følges mekanisk. En mekanisk anvendelse av en slik tilleggsregel ville kunne gi store endringer i budsjettimpulsen fra et år til det neste, og vil heller ikke bidra i vesentlig grad til å skjære gjennom toppen på 4-prosentbanen. I tillegg må innretningen av budsjettet fortsatt tilpasses situasjonen i norsk økonomi. Regjeringen og Stortinget kommer dermed ikke utenom å avveie ulike hensyn når de fastsetter budsjettets innretning. Avstanden fra det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet i budsjettet til en glattet 4-prosentbane vil kunne bli mindre enn med dagens regel, men det er uklart om det vil legge til rette for en bedre utformet finanspolitikk.

10.3.6 Knytte bruken av oljeinntekter til bokførte inntekter i fondet

Store svingninger i verdien av fondet målt i norske kroner skyldes først og fremst omvurderinger, og ikke svingninger i fondets bokførte avkastning i valuta. De bokførte inntektene har vært forholdsvis stabile fra år til år og har de siste årene tilsvart litt under 3 pst. av fondskapitalen. Å knytte bruken av oljeinntekter til bokførte inntekter i fondet vil derfor både redusere konsekvensene av store svingninger i fondskapitalen og samtidig bidra til en mer gradvis innfasing av oljeinntekter de nærmeste årene slik at det skjæres gjennom toppen av 4-prosentbanen. På det siste punktet har en slik tilleggsregel sterke fellestrekk med det å redusere uttaket til 3 pst. av kapitalen i fondet, jf. omtalen avsnitt 10.3.4. Begge reglene vil innebære et forløp for bruken av oljeinntektene som samsvarer bedre med når utgiftene til pensjoner, helse og omsorg begynner å øke som følge av aldringen av befolkningen. Begge reglene vil også være mer robuste for særlig negative forløp i oljepris og fondsavkastning. En viktig forskjell mellom de to er at å bruke bokførte inntekter i vesent-

lig større grad vil dempe konsekvensene av svingninger i fondskapitalen som skyldes kursendringer på aksjer og obligasjoner. En annen forskjell er at det er vanskelig å tenke seg at en tilleggsregel om å bruke bokførte inntekter skal gjelde for en begrenset periode. Har man først innført et slikt prinsipp og anvendt det i noen år, virker det lite logisk å gå tilbake å bruke 4 pst. av fondskapitalen.

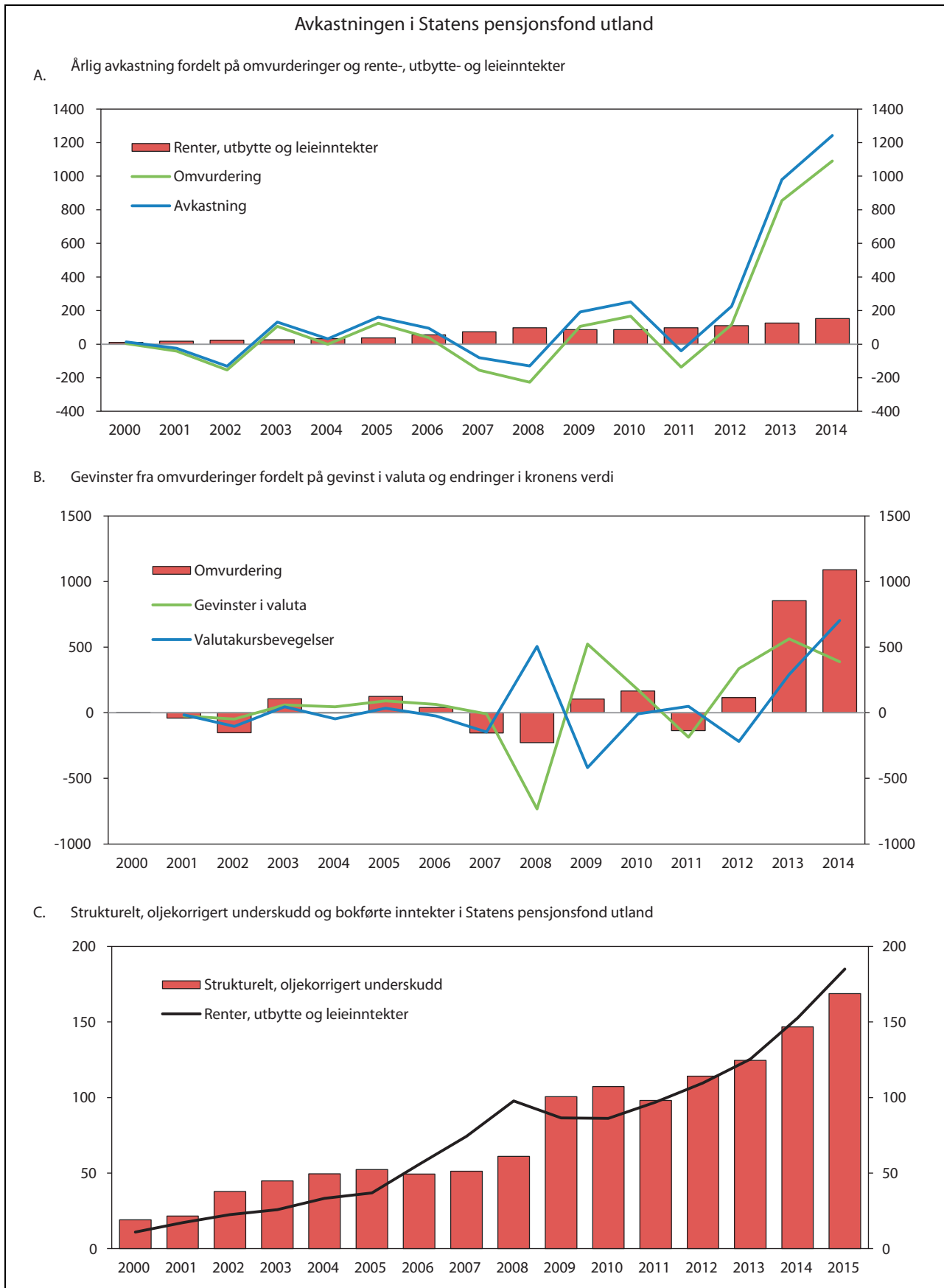
Figur 10.15A viser at avkastningen i fondet har svingt fra en nedgang på vel 200 mrd. kroner i 2008 til en økning på over 1 200 mrd. kroner i 2014 (verdistigningen i fondet avhenger i tillegg av netto avsetningen av oljeinntekter). De bokførte rente-, utbytte- og leieinntektene i fondet har variert litt fra år til år, men langt mindre enn den samlede avkastningen. De bokførte inntektene har vist en økende trend over tid, målt i kroner, i takt med økningen i fondskapitalen.

Figur 10.15B viser hvordan omvurderingene i fondet siden 2000 fordeler seg mellom gevinster i valuta og bevegelser som skyldes endringer i kronkursen. Fram til 2012 var omvurderingene i fondet samlet sett forholdsvis små, målt i norske kroner. Dette skyldes at endringer i kronkursen stort sett motvirket gevinster i fondet målt i utenlandsk valuta. I 2013 og 2014 bidro imidlertid både svakere krone og gevinster i utenlandsk valuta til en kraftig økning i verdien av fondet.

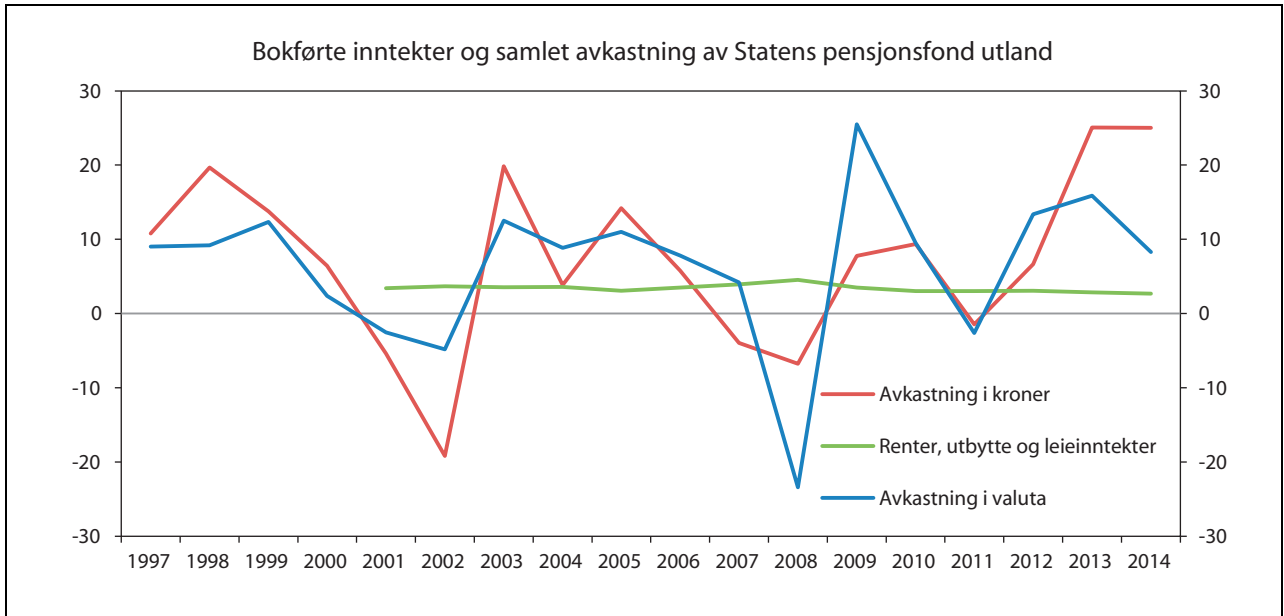
En regel om å knytte oljepengebruken til bokførte inntekter i fondet innebærer at svingninger som skyldes omvurderinger i utenlandsk valuta, ikke vil slå ut i uttaksbanen. Svingninger som skyldes endringer i kronkursen, vil derimot i liten grad dempes, med mindre en glatter også kronkursen, siden verdien av rente-, utbytte- og leieinntektene vil endres med kronkursen. En glatting av kronkursen ville imidlertid måtte baseres på skjønn.

De bokførte rente-, utbytte- og leieinntektene i fondet har de siste årene vært om lag på linje med det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet, slik dette ble anslått i Revidert nasjonalbudsjett 2015, jf. figur 10.15C. Banen for bokført avkastning i fondet viser likevel et visst syklisk mønster, med svak vekst under både IT-krisen på begynnelsen av 2000-tallet og under finanskrisen i 2008.

Dersom innfasingen av oljeinntekter skal følge bokførte inntekter i fondet, må disse framskrives for å kunne vurdere handlefriheten i finanspolitikken i et langsiktig perspektiv. I så fall kan det være nærliggende å knytte framskrivningene til verdien av fondet. De siste 15 årene har de bokførte inntektene i gjennomsnitt utgjort 3,4 pst. av fondets



Figur 10.15 Avkastningen i Statens pensjonsfond utland og strukturelt, oljekorrigert underskudd. Mrd. kroner
Kilde: Finansdepartementet.



Figur 10.16 Bokførte inntekter og samlet avkastning av Statens pensjonsfond utland. Prosent av fondskapitalen

Kilde: Finansdepartementet.

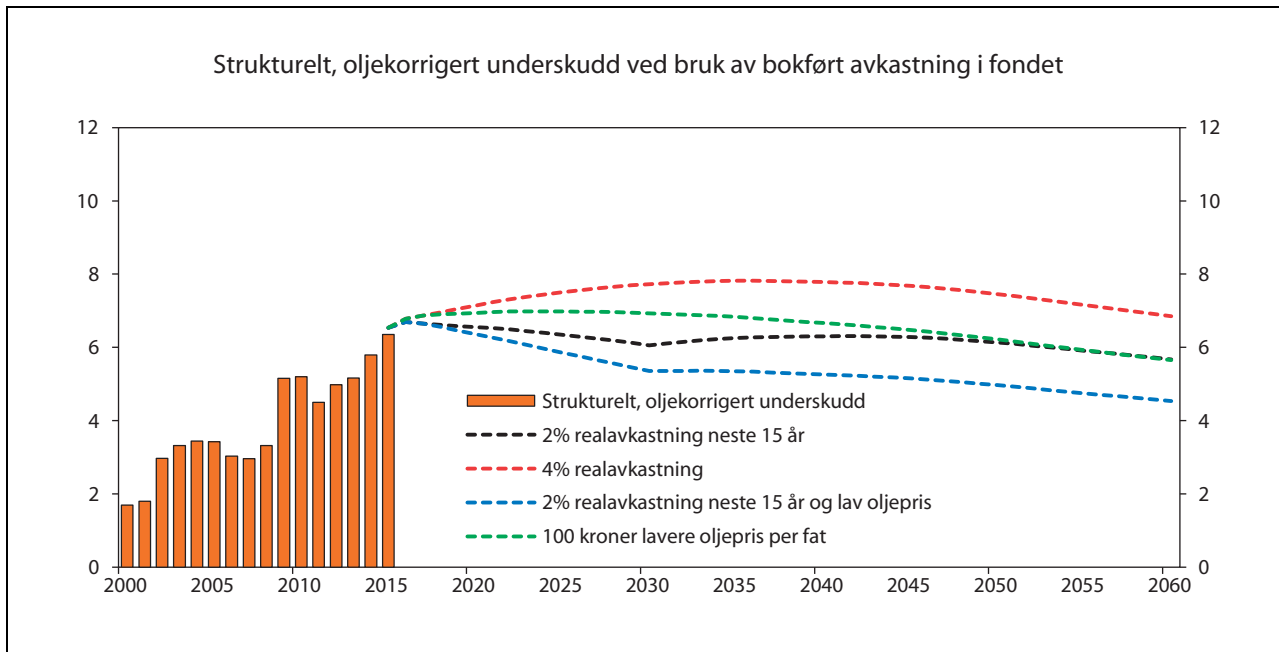
gjennomsnittlige verdi det enkelte år. Andelen har avtatt noe de siste årene og var 2,7 pst. i gjennomsnitt i 2013 og 2014, jf. figur 10.16.

Dersom denne andelen holdes fast gjennom framskrivingsperioden, vil forløpet for innfasingen likne på alternativet med 3 pst. uttak fra fondet. Ved store endringer i fondets verdi målt i utenlandsk valuta vil imidlertid de to alternativene kunne virke svært forskjellig.

Figur 10.17 illustrerer noen mulige forløp for bruken av oljeinntekter når det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet følger bokført avkastning i fondet. Det er lagt til grunn at den bokførte avkastningen holder seg på samme gjennomsnittlige nivå som i 2013–2014, dvs. 2,7 pst. av fondets verdi. I forløpet med 4 pst. avkastning vil bruken av oljeinntekter kunne øke svakt de neste 25 årene, for deretter å avta til et nivå noe over dagens i 2060. I alternativet med lav avkastning de neste 15 årene er det forutsatt at den bokførte avkastningen fortsatt utgjør 2,7 pst. av fondets verdi. Dette vil gi noe mindre rom for bruk av oljeinntekter fram mot 2030 på grunn av den svakere fondsutviklingen. Deretter vil bruken av oljeinntekter kunne øke litt igjen dersom realavkastningen tar seg opp igjen til 4 pst. Alternativet med lav oljepris gir en svakt avtakende bane for bruken av oljeinntekter fram mot 2060. Den blå, stiplede linjen i figuren viser et forløp med både lav oljepris og svak verdiutvikling i utenlandsk valuta. Det gir et markert fall fram mot 2030, og deretter et fortsatt svakt fall.

Å knytte oljepengebruken til bokførte formuesinntekter, er en vesentlig endring av handlingsregelen. Bruken av oljeinntekter vil da frikobles fra forventet realavkastning. De bokførte inntektene fram i tid påvirkes av en rekke forhold, bl.a. utviklingen i rentenivået, selskapenes utbyttepolitikk og utformingen av leiekontraktene for investeringer i fast eiendom. Videre vil de bokførte inntektene påvirkes av fondets investeringsstrategi og hvordan investeringene er fordelt på aksjer, obligasjoner, eiendom og eventuelle andre unoterte investeringer. Det kan være en fare for økt press i retning av å plassere mer i aktiva som gir høye bokførte inntekter. Rommet for bruk av oljeinntekter vil med en slik regel avhenge direkte av investeringsstrategien for fondet.

Samtidig vil en bruk av oljeinntekter som er knyttet til bokførte rente-, utbytte- og leieinntekter, målt i norske kroner, være i tråd med hvordan formuesinntekter inngår i de finanspolitiske rammeverkene i de fleste andre land, herunder landene som er med i EU. Også i Norge inngår statens øvrige formuesinntekter, med unntak av Statens pensjonsfond, i den oljekorrigerte budsjettbalansen. I beregningene av det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet beregnes det en trend i statens renteinntekter og renteutgifter, samt i overføringene fra Norges Bank. En tilsvarende trend bør trolig beregnes også for bokførte fondsinnntekter dersom en slik tilleggsregel



Figur 10.17 Strukturelt, oljekorrigert underskudd (bruk av oljeinntekter) ved bruk av bokført avkastning i fondet (anslått til 2,7 pst. av fondets verdi i alle alternativene). Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Finansdepartementet.

skulle velges, både for å glatte år-til-år variasjoner og for å unngå et syklisk mønster.

10.4 Oppsummering og utvalgets vurderinger

I gjennomgangen i kapitlene 3-9 har utvalget drøftet hensyn som har blitt tillagt stor vekt ved praktiseringen av handlingsregelen og som bør tillegges stor vekt også i framtiden. Utvalget er bedt om å vurdere om det er behov for å supplere retningslinjene for finanspolitikken med tilleggsregler for å ivareta disse hensynene i en situasjon med stor avstand til 4-prosentbanen og muligheter for betydelige endringer i nivået på banen fra et år til det neste.

Sentrale hensyn i finanspolitikken

Etter utvalgets vurdering bør de hensynene som ble trukket fram da handlingsregelen ble innført i 2001, fortsatt ivaretas ved utforming av finanspolitikken. Hensynet til en stabil utvikling i økonomien tilsier en jevn innfasing og opprettholdbar bruk av oljeinntektene over tid, samtidig som det tas hensyn til konkurranseutsatt sektor og til betydningen av å unngå unødig brå omstillinger i norsk økonomi. Hensynet til en jevn utvikling i tjenestetilbudet og i skatte- og avgiftsnivået tilsier isolert sett

stor tilbakeholdenhet i bruken av oljeinntekter i perioden fram til utgiftene til en aldrende befolkning for alvor starter å øke. Hensynet til at framtidige generasjoner også skal kunne få glede av oljeformuen, ivaretas ved å bruke forventet realavkastning av de oljeinntektene som allerede er plassert i fondet, men la hovedstolen stå. Hensynet til arbeidet med budsjettet og til at en finanspolitisk regel skal ha legitimitet og være lett å kommunisere, tilsier at en regel må være forholdsvis enkel. Samtidig må en finanspolitisk regel ta hensyn til den usikkerheten som alltid vil være til stede, både om størrelsen på framtidige oljeinntekter, om den underliggende balansen i statsbudsjettet og om avkastningen av pensjonsfondet.

Slik handlingsregelen har vært praktisert til nå, har en langt på vei klart å ivareta hensynene som ble identifisert i 2001. Det har sammenheng med at en ikke mekanisk har fulgt 4-prosentbanen, men praktisert handlingsregelen fleksibelt og glattet bruken ved store endringer i fondskapitalen eller i faktorer som påvirker det strukturelle underskuddet. Denne fleksibiliteten har vært en styrke ved regelen. Samtidig har en også blitt hjulpet av at fondet har vokst raskere enn forutsatt.

Handlingsregelen har bidratt til å gi finanspolitikken en forankring på kort og mellomlang sikt. Det har vært tydelig både i perioder med liten avstand til 4-prosentbanen og når bruken av oljeinntekter har ligget over den forventede fondsav-

kastningen. Bruken av oljeinntekter ligger nå godt under 4-prosentbanen, etter svært sterk vekst i fondets verdi i norske kroner de siste par årene. I denne situasjonen fungerer den anslåtte 4-prosentbanen i mindre grad som en operativ rettesnor for finanspolitikken på kort og mellomlang sikt. Pensjonsfondet er stort, og vi må regne med at 4-prosentbanen kan svinge mye i forhold til størrelsen på statens utgifter og verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Slike svingninger vil til tider kunne redusere avstanden til 4-prosentbanen, men kan også øke den, slik vi har sett de siste par årene.

Det er en særlig utfordring at nærmere halvparten av den sterke økningen i fondskapitalen de siste to årene skyldes en svakere krone. Endringer i verdien av den norske kronen påvirker ikke fondets kjøpekraft i utlandet. Norge som nasjon blir dermed verken rikere eller fattigere av at kronen endres i verdi, selv om virkningen for ulike grupper og sektorer kan være ulik. Den videre utviklingen i kronekursen er usikker. En styrking kan ikke utelukkes. Dessuten vil trolig deler av svekkelsen av kronekursen bli veltet over i priser og lønninger, noe som vil trekke ned fondets verdi målt som andel av verdiskapingen i økonomien.

Slik situasjonen nå ser ut, bør bruken av oljeinntekter etter utvalgets vurdering ligge under 4-prosentbanen i mange år framover. En rask tilbakevending til denne banen, slik den nå anslås, ville ikke støttet opp under en stabil og balansert utvikling i norsk økonomi. Videre er det flere hensyn som trekker i retning av at en bør gå mer gradvis fram i innfasingen av oljeinntektene enn i perioden fra 2001 og fram til i dag. Kostnadene ved en aldrende befolkning anslås å tilta for alvor først om rundt 15 år, lenge etter at 4-prosentbanen ventes å ha passert toppen. Forløpet for 4-prosentbanen har endret seg markert siden 2001, og anslås nå etter hvert å avta som andel av verdiskapingen i økonomien. Hensynet til en jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet og i skattenivået tilsier derfor stor tilbakeholdenhet i innfasingen av oljeinntekter det neste tiåret. Dersom bruken av oljeinntekter trappes raskt opp til 4-prosentbanen, vil bruken av oljeinntekter nå toppen lenge før utgiftene knyttet til aldringen av befolkningen for alvor starter å øke. Det vil bli krevende. Utsikter til avtakende etterspørselsimpulser fra norsk sokkel tilsier også at vi vil ha større glede av å strekke innfasingen ut i tid. En forsiktig innfasing gir i tillegg en sikkerhetsmargin i forhold til usikkerhet om avkastningen av pensjonsfondet, om framtidige oljeinntekter og om den videre utviklingen i norsk økonomi. At det er lettere å øke bru-

ken av oljepenger enn å redusere den, trekker i samme retning. Ved å gå gradvis fram reduseres også risikoen for feil i den økonomiske politikken.

I en situasjon med stor avstand til 4-prosentbanen bør finanspolitikken gis en forankring på kort og mellomlang sikt som ivaretar de grunnleggende hensynene som er drøftet ovenfor, i tillegg til den langsiktige forankringen som ligger i 4-prosentbanen. En slik forankring kan utformes på ulike måter. Utvalget har i samsvar med mandatet vurdert om en tilleggsregel til dagens retningslinjer kan være til hjelp i en situasjon der avstanden til 4-prosentbanen er stor. Et sentralt spørsmål er da om en tilleggsregel vil kunne bidra til at de grunnleggende hensyn som finanspolitikken bør ivareta, blir bedre ivaretatt.

Vurdering av alternative tilleggsregler til handlingsregelen

Utvalget har vurdert seks mulige utforminger av tilleggsregler; i) å glatte innfasingen kombinert med retningslinjer om maksimal budsjettimpuls i en normal konjunktursituasjon, ii) å holde bruken av oljeinntekter uendret på dagens nivå målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, iii) å la bruken av oljeinntekter følge økningen i demografikostnadene, iv) å redusere uttaket fra fondet de nærmeste 15–20 årene for eksempel til 3 pst. av fondskapitalen, v) å glatte beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen, og vi) å knytte bruken av oljeinntekter til bokførte inntekter i fondet. Fordeler og ulemper ved disse mulige tilleggsreglene er drøftet under alternative forutsetninger om den økonomiske utviklingen framover.

Som et utgangspunkt har utvalget stilt opp fem kriterier som de ulike alternativene vurderes opp mot, jf. omtalen i avsnitt 10.2. Kriteriene er begrunnet i de hensyn utvalget har lagt vekt på i kapitlene 3-9. Hensikten med en eventuell tilleggsregel til handlingsregelen må være å ivareta hensynet til en gradvis og opprettholdbar innfasing av oljeinntekter i årene framover, slik at en reduserer faren for at bruken av oljepenger først trappes markert opp, for så å måtte reduseres kraftig igjen i løpet av få år. Sett opp mot dagens anslag kan en slik utjevning beskrives som å «skjære gjennom toppen på 4-prosentbanen». En tilleggsregel må også bidra til at store svingninger i fondskapitalen ikke skal slå for mye ut i bruken av oljeinntekter på kort sikt, dvs. «redusere kortsiktig volatilitet». Videre bør den være robust overfor særlig negative utfall for sentrale størrelser som fondsavkastning og oljepris. Samtidig må det tas hensyn til at en tilleggsregel ikke skal erstatte handlingsrege-

len, men være et supplement. Hvor godt ulike tilleggsregler samsvarer med de nåværende retningslinjene for finanspolitikken, må derfor tillegges vekt. Det må også legges vekt på at en eventuell tilleggsregel må være enkel, lett å kommunisere og etterprøvbart.

Å *glatte innfasingen* vil på mange vis være en formalisering av hvordan fleksibiliteten i handlingsregelen så langt er blitt anvendt ved avvik fra 4-prosentbanen. En slik tilleggsregel vil kunne forankre og understøtte en politikk som demper konsekvensene av kortsiktig volatilitet i fondskapitalen. Slik utsiktene framover nå ser ut, vil bruken av oljeinntekter også kunne skjære gjennom toppen på 4-prosentbanen forutsatt at glattingen er tilstrekkelig sterk. Bruken av oljeinntekter ligger nå langt under 4-prosentbanen. I denne situasjonen vil en tilleggsregel om å glatte innfasingen innebære at man gir retningslinjer om maksimal budsjettimpuls i en normal konjunktursituasjon, for eksempel at budsjettets ekspansive impuls normalt ikke bør overstige 0,1-0,2 prosentenheter av BNP for Fastlands-Norge. En slik tilleggsregel vil være forholdsvis robust overfor særlig negative utfall, men det forutsetter muligens at den maksimale impulsen er enda noe lavere. Å glatte innfasingen bygger tydelig på dagens retningslinje.

En tilleggsregel om å glatte innfasingen vil kreve et betydelig innslag av skjønn når man fastsetter hvor mye det skal glattes. Utformingen av nærmere retningslinjer for skjønnsutøvelsen vil bl.a. avhenge av om bruken av oljeinntekter ligger over eller under 4-prosentbanen og av utsiktene for finansieringsbidraget fra fondet i årene framover. En strategi med sterk grad av glatting er særlig relevant når bruken av oljeinntekter ligger under 4-prosentbanen, samtidig som det er utsikter til at uttaket fra pensjonsfondet vil måtte avta på noe lenger sikt, målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Kapitalen i pensjonsfondet kan imidlertid også bli større enn det som legges til grunn i de forløpene som diskuteres i avsnitt 10.3. Med en forsiktig innfasing av oljeinntekter vil da avstanden til 4-prosentbanen kunne øke ytterligere i årene framover. Det illustrerer at en mekanisk bruk av en glattingsregel ikke alene er nok.

En ulempe ved en tilleggsregel om å glatte innfasingen er at beregninger av strukturelle budsjettunderskudd, og dermed den finanspolitiske impulsen, er gjenstand for betydelige revisjoner. Revisjoner i den finanspolitiske impulsen på noen tiendedeler er snarere regelen enn unntaket, og ved markert omslag i økonomien viser erfaringer at revisjonene i nivået på det strukturelle under-

skuddet kan komme opp i 1-2 pst. av BNP for Fastlands-Norge. Dette kan gjøre det vanskelig å anvende en regel som presist tallfester at innfasingen ikke skal være større enn 0,1-0,2 pst. av BNP for Fastlands-Norge.

Å *holde bruken av oljeinntekter uendret på dagens nivå*, målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, til en er tilbake på 4-prosentbanen kan ses på som en variant av å glatte innfasingen. Begrensning på den maksimale budsjettimpulsen i en normal konjunktursituasjon settes da til null. En slik tilleggsregel kan begrunnes med at bruken av oljeinntekter allerede er kommet opp på et høyt nivå, at det er usikkerhet om potensialet for videre økning og at bruken av oljeinntekter etter hvert skal ned under dagens nivå.

På den annen side kan en slik tilleggsregel innebære at avstanden til 4-prosentbanen vil øke gjennom en lang periode. Regelen vil dermed kunne framstå som lite relevant dersom fondet skulle bli klart større i årene framover enn det som nå anslås. At regelen heller ikke gir noe svar på når en større fondsavkastning skal brukes over offentlige budsjetter, annet enn svært langt fram i tid, gjør den trolig mindre nyttig i den politiske debatten. På den annen side vil en slik strategi være meget robust overfor en svakere utvikling i oljeprisen og i fondsavkastningen. Svingninger i fondskapitalen vil med denne tilleggsregelen ikke få noen konsekvenser for bruken av oljeinntekter før en er tilbake på 4-prosentbanen.

Å styre finanspolitikken etter en tilleggsregel om å holde bruken av oljeinntekter konstant som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, vil på sett og vis innebære at man vender tilbake til et regime som gjaldt før handlingsregelen ble innført i 2001. Den gang ble finanspolitikken styrt etter den såkalte olje-, aktivitets- og rentekorrigerte budsjettimpulsen, jf. omtalen i kapittel 3. Det kan stilles spørsmål ved om en slik strategi vil være politisk robust dersom oljeprisen eller fondskapitalen skulle øke markert. Noe av grunnen til at handlingsregelen ble etablert, var nettopp at man manglet et godt svar på hvordan høyere oljeinntekter og økte fondsavsetninger skulle slå ut i budsjettpolitikken. Både blant de politiske partiene, i de økonomiske fagmiljøene og i opinionen økte etter hvert oppslutningen om at i hvert fall noe av de økte inntektene burde kunne brukes.

Å *la bruken av oljeinntekter øke i takt med demografikostnadene* betyr at økte utgifter til pensjoner, helse og omsorg som følge av aldring av befolkningen dekkes opp ved økt bruk av oljeinntekter. Demografiforløpet innebærer en mer forsiktig økning i bruk av oljeinntekter i årene fram-

over enn i den perioden vi har bak oss. En slik strategi vil derfor gi større fondsavsetninger og dermed et større fond i mange år framover. En slik strategi kan likevel bare følges så lenge bruken av oljeinntekter ligger under 4-prosentbanen. Det vil således være en begrenset periode oljeinntektene vil kunne være til hjelp for å møte konsekvensene av aldringsutfordringene for de offentlige budsjettene, siden økningen i forventet levealder er anslått å fortsette også utover horisonten for framskrivingene i denne rapporten. Dess lavere fondsavkastningen og oljeprisen blir i årene framover, jo kortere blir denne perioden. Hoveddelen av de utfordringene som aldringen av befolkningen medfører for offentlige finanser, vil dermed måtte håndteres på andre måter enn ved å sette til side oljeinntekter.

En tilleggsregel om å la bruken av oljeinntekter følge demografikostnadene vil innebære en eksplisitt og regelfestet ordning for å løse en større del av utfordringene med en aldrende befolkning gjennom høy sparing i dag. Som i 2001, kan det fortsatt argumenteres for at disse utfordringene primært bør løses ved å gjøre velferdsordningene mer bærekraftige overfor økende levealder og en høyere andel eldre i befolkningen. Det var en slik argumentasjon som ledet til at pensjonsreformen ble mulig å gjennomføre. Denne reformen introduserte nettopp en ordning som gjør at tiden man tilbringer i arbeidslivet må øke etter hvert som levealderen øker – ellers reduseres den årlige pensjonen. Det kan nok likevel være vanskeligere å få til tilsvarende reformer for å møte økningen i helse- og omsorgsutgiftene.

Som en operativ regel for finanspolitikken er det ikke lett å styre etter demografikostnader. Usikkerheten i anslagene er betydelig. Disse utgiftene påvirkes for eksempel av hvor mange som velger å ta ut alderpensjon, en størrelse som er blitt vesentlig mer usikker etter at det er blitt mulig å ta ut pensjon og samtidig fortsette å jobbe. Demografikostnadene vil også kunne bli endret dersom det gjøres nye vedtak som endrer dekningsgrader og standarder. En automatikk i at alle framtidige utvidelser av velferdsordninger rettet mot de eldre aldersgruppene skal dekkes med økt bruk av oljeinntekter, vil selvsagt ikke være noen robust ordning. Demografiforløpet må således korrigeres for virkningen av reformer og adferdsendringer.

Til tross for disse innvendingene mot å gjøre demografiforløpet til en regel, illustrerer det et viktig hensyn som bør gis vesentlig vekt i finanspolitikken. Det er lite hensiktsmessig først å

øke bruken av oljeinntekter markert de nærmeste årene, for etterpå å måtte redusere den igjen som andel av verdiskapingen, samtidig som demografikostnadene øker.

Å redusere fondsuttaket vil gjøre innfasingen av oljeinntekter mer gradvis de nærmeste årene og skjære gjennom toppen av 4-prosentbanen. Et uttak begrenset til for eksempel 3 pst. i en periode framover vil styrke finanspolitikkenes evne til å møte den framtidige veksten i utgiftene til pensjoner, helse og omsorg som følger av aldringen av befolkningen. Reduksjon av fondsuttaket kan også forstås som en tilpasning til usikkerhet, bl.a. om oljeprisen og om fondet vil kunne realisere det langsiktige anslaget for realavkastning på 4 pst.

En tilleggsregel om å redusere fondsuttaket vil ikke i særlig grad redusere muligheten for svingninger i den banen finanspolitikken styres etter. Derimot er den transparent og enkel å praktisere, i hvert fall så lenge fondet ikke endrer seg kraftig fra ett år til det neste. Slik tallene nå står, er den også godt i tråd med de hensyn handlingsregelen skal ivareta, ved å legge opp til et jevnere og mer gradvis forløp for bruken av oljeinntekter enn det som følger av å holde fondsuttaket på 4 pst. Intensjonen må da være å vende tilbake til 4 pst. fondsuttak et stykke fram i tid.

Å glatte beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen, for eksempel ved å ta gjennomsnittet av fondskapitalen for de siste fem årene, bidrar til å redusere den kortsiktige volatiliteten i 4-prosentbanen, forutsatt at endringene i fondskapitalen er midlertidige og ikke varer mer enn opptil et par-tre år. Derimot vil en slik tilleggsregel i liten grad bidra til at man skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen. Den er heller ikke robust overfor særlig negative utfall – den glattede banen vil i stor grad følge 4-prosentbanen, bare med et visst tidsetter-slep. Å glatte 4-prosentbanen for å redusere kortsiktig volatilitet vil derimot være enkelt, lett å forstå og transparent, og det vil være godt i samsvar med dagens handlingsregel, som jo også legger stor vekt på at det skal glattes ved store endringer i fondskapitalen.

Praktiseringen av handlingsregelen så langt viser at innretningen av budsjettet det enkelte år i liten grad har fulgt kortsiktige svingninger i fondskapitalen. Det er således høyst usikkert hva en vinner ved å formalisere en bestemt regel for å glatte banen for forventet fondsavkastning. Selv med en slik glatting vil regjeringen og Stortinget måtte vurdere uttaket fra fondet opp mot en avveining av ulike hensyn. Med en tilleggsregel som glatter 4-prosentbanen, kan det bli mer legitimt å la uttaket mekanisk følge den glattede uttaksba-

Tabell 10.1 Oppsummering av egenskaper ved mulige tilleggsregler til handlingsregelen. Oversikten tar utgangspunkt i dagens situasjon og utsiktene for de nærmeste årene framover

Glatte innfasingen	<ul style="list-style-type: none"> • Formaliserer dagens praksis og samsvarer godt med dagens regel hvis overgangsfasen ikke blir så lang • Reduserer kortsiktig volatilitet • Skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen og er robust overfor særlig negative utfall, hvis normal impuls er lav nok • Revisjoner i anslagene for strukturell balanse vil være en utfordring
Holde bruken uendret som andel av verdikapingen til 4-prosentbanen nås	<ul style="list-style-type: none"> • Koblingen til statens oljeinntekter og utviklingen i pensjonsfondet brytes. Kan gjøre den mindre nyttig i den politiske debatten • Reduserer kortsiktig volatilitet • Skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen og er robust overfor særlig negative utfall • Uklart hvordan revisjoner i anslagene for strukturell balanse skal håndteres
Demografiforløp til 4-prosentbanen nås	<ul style="list-style-type: none"> • Ivaretar et viktig hensyn, selv om utfordringene med en aldrende befolkning i begrenset grad kan møtes med forbigående inntekter • Reduserer kortsiktig volatilitet • Skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen og er robust overfor særlig negative utfall
Redusere uttaket til f.eks. 3 pst. for en periode framover	<ul style="list-style-type: none"> • Skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen og er robust overfor særlig negative utfall • Demper i liten grad kortsiktig volatilitet. Gir ikke noe svar på hva som skal gjøres ved store endringer i fondskapitalen • Samsvar med dagens regel så lenge intensjonen er å vende tilbake til 4 pst. uttak
Glatte beregningsgrunnlaget for 4-prosentbanen	<ul style="list-style-type: none"> • Reduserer kortsiktig volatilitet, men skjærer i liten grad gjennom toppen på 4-prosentbanen. Lite robust overfor særlig negative utfall • Krever omfattende tilleggsvurderinger i praktisk bruk
Bruke bokførte inntekter i fondet	<ul style="list-style-type: none"> • Å se bort fra avkastning som skyldes verdiendringer i fondet, er en vesentlig endring av handlingsregelen • Reduserer kortsiktig volatilitet som skyldes avkastning i utenlandsk valuta, men i liten grad volatilitet som skyldes kronekursen • Skjærer gjennom toppen på 4-prosentbanen og er robust overfor særlig negative utfall

nen, selv om det gir en mindre hensiktsmessig innretning av politikken.

Å knytte bruken av oljeinntekter til bokførte inntekter i fondet vil også bidra til å håndtere usikkerhet, men har samtidig litt andre egenskaper enn en regel om å redusere uttaket til 3 pst. av kapitalen i fondet. De bokførte inntektene svinger mindre enn en 3- eller 4-prosentbane ved bevegelser i fondskapitalen som har sin bakgrunn i endrede aksjekurser, endrede obligasjonskurser eller kursendringer mellom andre lands valutaer. Derimot reduseres ikke kortsiktige svingninger som har sin bakgrunn i endringer i kronekursen. Når det

gjelder å skjære gjennom toppen på 4-prosentbanen, har en slik tilleggsregel om lag samme egenskaper som å redusere uttaket til 3 pst. av fondskapitalen. Det samme gjelder overfor særlig negative utfall.

Å frikoble bruken fra det langsiktige anslaget for forventet realavkastning på permanent basis er etter utvalgets syn en teoretisk lite tilfredsstillende løsning. Bruk av de bokførte inntektene ser bort fra omvurderinger, som er en viktig del av den samlede reelle avkastningen av fondskapitalen. Å se bort fra denne delen av avkastningen, vil være en vesentlig endring av handlingsregelen.

En slik tilleggsregel kan også påvirke investeringsstrategien for fondet, for eksempel ved at mer av fondets kapital vil bli investert i aktiva som gir høye bokførte inntekter, dvs. mer obligasjoner og mindre aksjer – noe som vil redusere den forventede avkastningen av fondet. Dessuten vil investeringsbeslutningene som gjøres av fondsforvalter, kunne ha direkte betydning for størrelsen på de bokførte inntektene, for eksempel om man velger obligasjoner med eller uten kupongrente.

Ingen av de seks vurderte tilleggsreglene vil kunne praktiseres mekanisk. Til det er usikkerheten om utviklingen både i fondet, oljeprisen og andre økonomiske størrelser for stor. Dessuten må bruken av oljeinntekter tilpasses konjunktursituasjonen. En tallfestet tilleggsregel som gir relevante og gode svar for alle tenkelige økonomiske forløp, vil neppe være mulig å lage. Det tilsier at det fortsatt bør være rom for fleksibilitet i anvendelsen av handlingsregelen.

Tabell 10.1 oppsummerer viktige egenskaper ved de seks tilleggsreglene.

Konklusjoner om nytten av tilleggsregler

Utvalget mener at det ved avvik fra 4-prosentbanen bør stakes ut en tydelig kurs for tilbakevending som formidles i budsjettokumentene. Dette har vært gjort i situasjoner der bruken av oljeinntekter har ligget over 4-prosentbanen, men gjøres i liten grad i dag. En slik kurs må bygge på de sentrale hensynene som finanspolitikken og handlingsregelen skal ivareta. Det vil forankre forventningene til finanspolitikken ved avvik fra 4-prosentbanen og redusere faren for at finanspolitikken i en slik situasjon påvirkes for mye av kortsiktige hensyn. Å trekke opp en konkret, flerårig strategi for finanspolitikken er godt i tråd med anbefalinger fra IMF og OECD.

Flertallet mener at tilleggsreglene kan være til nytte for de helhetlige vurderinger av ulike hensyn som må gjøres når man staker ut en kurs for tilbakevending til 4-prosentbanen. I dagens situasjon, og slik utsiktene framover nå ser ut, trekker alle viktige hensyn i retning av å gå mer varsomt fram med innfasing av oljeinntekter enn fra 2001 og fram til nå. Det vil bidra til at fasen der bruken av oljeinntekter øker kan strekkes ut over en lengre periode. Figur 10.18 illustrerer hvordan særlig to av tilleggsreglene vil være nyttige å se hen til når det skal stakes ut en slik kurs:

- *Begrense uttaket fra fondet for en periode framover.* Dermed unngår vi at bruken av oljeinntekter først øker kraftig som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, for deretter å måtte

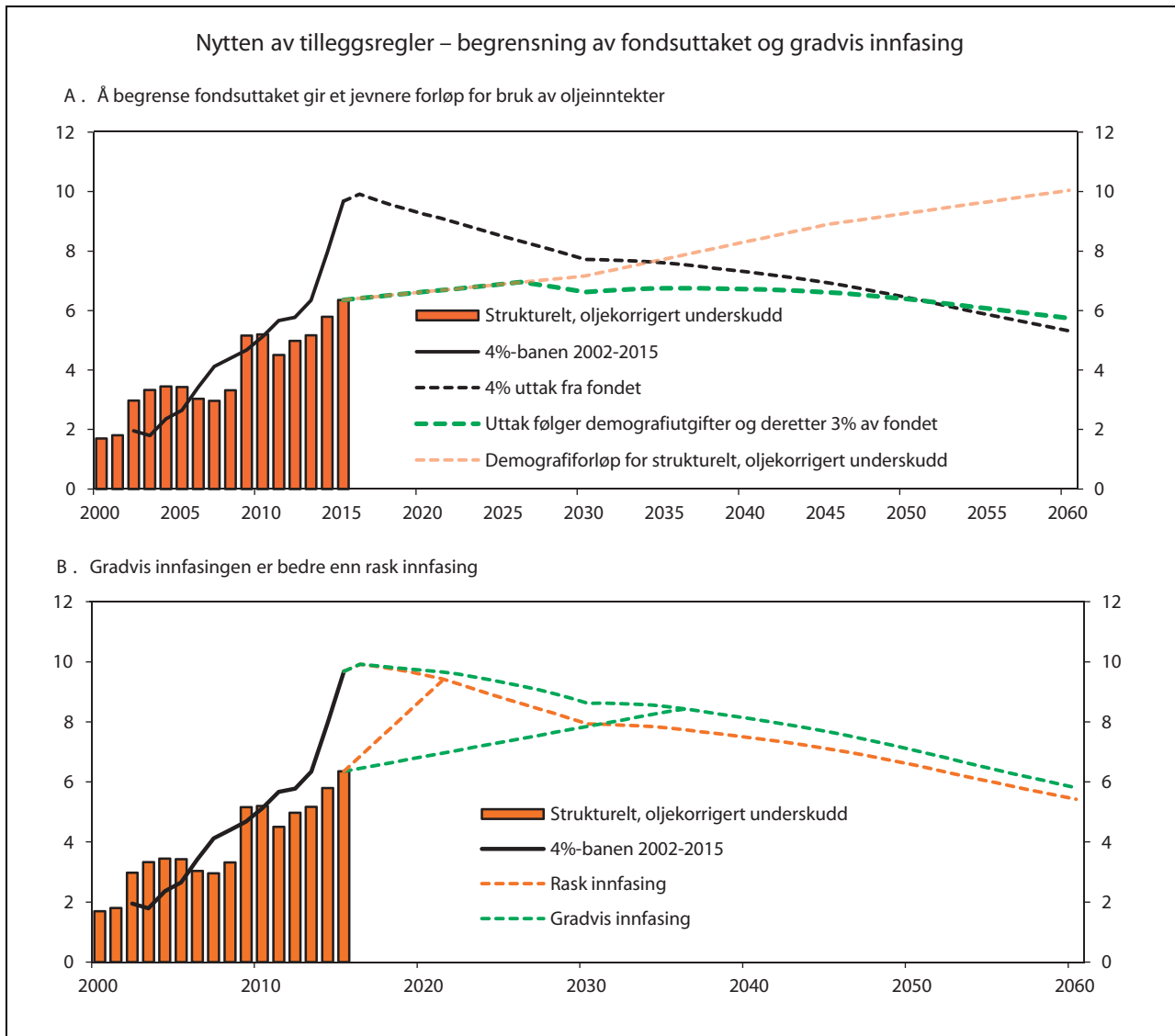
reduseres igjen. Ved å begrense uttaket blir forløpet for bruken av oljeinntekter bedre tilpasset de økte utgiftene til pensjoner, helse og omsorg som følger av aldringen av befolkningen. Disse utgiftene vil først begynne å øke for alvor rundt 15 år fra nå, jf. figur 10.18A. For å unngå et umiddelbart hopp i bruken av oljeinntekter er det i figuren lagt til grunn en gradvis opptrapping til 3-prosentbanen, om lag i takt med de økte demografikostnadene.

- *Gradvis innfasing.* I alternativet med rask innfasing i figur 10.18B økes bruken av oljeinntekter som andel av fastlands-BNP med 0,5 prosentenheter per år, mens den i alternativet med gradvis innfasing økes med 0,1 prosentenheter per år. Selv med en innfasing på 0,1-0,2 prosentenheter av fastlands-BNP vil bruken av oljeinntekter hvert år kunne øke med om lag 5-8 mrd. kroner, målt i faste priser omregnet med statsbudsjettets utgiftsdeflator. Tilleggsregelen om gradvis innfasing setter en grense for hvor raskt bruken av oljeinntekter bør trappes opp i en situasjon der bruken av oljeinntekter ligger under 4-prosentbanen og økonomien er i en normal konjunktursituasjon.

Med begge reglene må det for det enkelte år også tas hensyn til konjunktursituasjonen.

Hvis grensen under gradvis innfasing settes lavt nok, vil de to tilleggsreglene, slik situasjonen nå ser ut, gi et nokså likt forløp for bruken av oljeinntekter i årene som kommer. Det er betydelig usikkerhet i anslagene for fondsavkastning, oljepris, det strukturelle underskuddet, demografikostnader og andre økonomiske størrelser. Usikkerheten taler for forsiktighet. Det styrker argumentene for å gå gradvis fram i innfasingen av oljeinntekter.

En må være forberedt på at forløpene som er illustrert i dette kapitlet, kan bli vesentlig endret, selv innenfor en forholdsvis kort tidshorisont. Ved store endringer i 4-prosentbanen vil de to tilleggsreglene kunne få ulike egenskaper. Reglen om gradvis innfasing kan bidra til å håndtere store svingninger i 4-prosentbanen, ved at innfasingen holdes innenfor en grense. Regelen om begrenset uttak vil i første rekke trekke i retning av å holde igjen på bruken av oljeinntekter, slik at vi unngår at bruken av oljeinntekter først øker kraftig som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, for deretter å måtte reduseres igjen. Det vil gi et forløp for bruken av oljepenger som er bedre tilpasset de økte utgiftene som følger av den demografiske utviklingen. Samtidig vil utvalget understreke at utfordringene i offentlige



Figur 10.18 Begrensning av fondsuttaket og gradvis innfasing i forløpet med 2 pst. årlig realavkastning i fondet de neste 15 årene og 4 pst. deretter. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilder: Revidert nasjonalbudsjett 2015, samt egne beregninger.

finanser som følge av aldringen av befolkningen i all hovedsak må løses gjennom reformer som gjør velferdsordningene bærekraftige over tid.

Samlet sett mener flertallet at det i dagens situasjon, der bruken av oljeinntekter ligger vesentlig lavere enn 4-prosentbanen og hvor det er stor usikkerhet om fondsavkastning og oljepris, bør legges opp til å gå mer gradvis fram i innfasningen av oljeinntektene i årene som kommer, enn i perioden etter 2001 og fram til i dag.

10.5 Særmerknad

Utvalgsmedlemmet Knut Anton Mork slutter seg til store deler av rapportens kapittel 10, men har

noe avvikende syn når det gjelder mulige tilleggsregler og prinsippet om gradvisitet.

Medlemmet ønsker å legge større vekt på at utforming av finanspolitikken først og fremst er folkevalgte organers ansvar. Finanspolitiske regler har vist seg nyttige i flere land, men er intet substitutt for konkret politikktutforming. En klar og konkret plan for statens inntekter og utgifter over tid er derfor viktigere enn mekaniske regler.

Ikke desto mindre er medlemmet naturligvis enig i at konkret politikktutforming må innrette seg etter dynamiske beskrankninger. Selv om inntekter og utgifter i noen grad kan frikoples fra hverandre i hvert enkelt budsjettår, må de balanseres over tid om staten skal kunne leve opp til sine reelle forpliktelser og dens kredittverdighet bevares.

Når det gjelder forvaltningen av statens inntekter fra ikke-fornybare ressurser, vil medlemmet legge enda mer vekt enn flertallet på at forvaltningen av disse ikke kan fungere som noe substitutt for å sikre bærekraft over tid i det offentlige pensjons- og trygdesystemet. Under forutsetning av fortsatt produktivitetsvekst vil Statens pensjonsfond utland (SPU) nødvendigvis utgjøre en fallende andel av trend-BNP for Fastlands-Norge når statens netto petroleumsinntekter en dag tar slutt, noe som var tilsiktet da handlingsregelen ble innført. Videre betyr det at framtidige generasjoner vil være mer velstående enn dagens. Som prosent av trend-BNP for fastlandsøkonomien kan oljepengebruken ventes å følge en pukkelformet bane, som til slutt faller til null, mens det vil flate ut og til slutt forbli uendret regnet i reelle kroner. I perspektiv av ovenstående anser ikke dette medlemmet den pukkelformede banen som et problem.

Som også påpekt av flertallet, vil utsatt bruk av oljepenger bare være en midlertidig og ufullstendig løsning på bærekraftproblemet i offentlige finanser. Medlemmet Mork vil videre påpeke at det også vil innebære en overføring av midler fra dagens generasjon til framtidige generasjoner, som altså vil være mer velstående forutsatt at produktivitetsveksten fortsetter. Medlemmet vil understreke at en endret praktisering av handlingsregelen eller eventuelle tilleggsregler ikke kan fungere som noe substitutt for en grunnleggende reform av pensjons- og trygdesystemet. Den pensjonsreformen som allerede er gjennomført, var et skritt i riktig retning, men ikke nok.

Som et separat punkt vil medlemmet uttrykke noen nyanser omkring prinsippet om gradvishet i innfasing av bruken av statens oljeinntekter og gradvishet når det gjelder tilbakevending til handlingsregelen etter eventuelle avvik. Den økonomiske forskningslitteraturen er ikke éntydig på dette punktet. Som eksempel på at gradvishet ikke alltid er nødvendig, kan det etter medlemmets oppfatning være fullt forsvarlig om myndighetene benyttet en eventuell uventet og varig økning i fondsverdien for SPU til å bygge høyhastighetsjernbaner til Stockholm og Göteborg ved hjelp av utenlandske entreprenører. Et annet eksempel kan være å benytte en slik uventet gevinst til en varig skattereduksjon. Det er ikke klart at private husholdninger eller foretak vil disponere en slik kapitalgevinst dårligere enn politiske myndigheter. Imidlertid er medlemmet enig i ønskeligheten av å unngå svingninger opp og

ned i skatte- og avgiftssatser, samt offentlige tjenester og overføringer. Medlemmet er også enig i at uheldige virkninger på næringsstruktur (såkalt hollandsk syke) bør unngås. Imidlertid vil medlemmet minne om at innføring av handlingsregelen ikke har hindret betydelig økning i norsk økonomis oljeavhengighet. Handlingsregelen har også vanskeliggjort innhenting av store etterlep i investeringer i for eksempel infrastruktur og helse og omsorg.

Ut fra disse betraktningene ønsker medlemmet å formulere sine følgende konklusjoner når det gjelder ytterligere hensyn og eventuelle tilleggsregler i praktisering av handlingsregelen som følger:

- Problemet med manglende bærekraft i statens finanser ut fra stigende levealder løses best ved en reform som kan gjøre pensjons- og trygdesystemet bærekraftig allerede nå. Justering av handlingsregelen er intet substitutt for dette.
- Planer om å utsette oljepengebruken lengst mulig vil innebære en urimelig overføring fra dagens generasjon til framtidige, mer velstående generasjoner.
- Konkrete planer for statens inntekter og utgifter over tid er å foretrekke framfor mekaniske regler. Slike regler kan være enkle å uttrykke, men er ikke nødvendigvis enkle å praktisere. Eventuelle tilleggsregler for å vende tilbake til handlingsregelen etter avvik bør derfor fortrinnsvis vurderes utformet i kontekst av flerårsbudsjettering.

10.6 Referanser

- Holden, Steinar (2015): *Bør handlingsregelen revideres?* Kronikk i Dagens Næringsliv 18. februar 2015.
- Meld. St. 2 (2014–2015) *Revidert nasjonalbudsjett 2015*.
- Olsen, Øystein (2012): *Økonomiske perspektiver*, tale til Norges Banks representantskap og invitererte gjester.
- Olsen, Øystein (2015): *Økonomiske perspektiver*, tale til Norges Banks representantskap og invitererte gjester.
- Ot.prp. nr. 2 (2005–2006) *Om lov om Statens pensjonsfond*.
- Ot.prp. nr. 29 (1989–1990) *Om lov om Statens petroleumsfond*.
- St.meld. nr. 29 (2000–2001) *Retningslinjer for den økonomiske politikken*.

Kapittel 11

Bruk av oljepenger og vekstevnen i økonomien

11.1 Innledning

Dette kapittelet drøfter følgende del av mandatet:

«Da [handlings]regelen ble etablert, ble det [...] lagt vekt på at handlingsrommet som økt bruk av oljeinntekter gir, skal brukes på en måte som vil styrke vekstevnen i økonomien. [...] Utvalget skal [...] vurdere hvordan det innenfor rammene av retningslinjene i større grad kan tas hensyn til behovet for å fremme vekstevnen i økonomien.»

Da handlingsregelen ble innført i 2001, ble det lagt vekt på at handlingsrommet fra innfasingen av oljeinntektene måtte brukes på en måte som også ville styrke vekstevnen i norsk økonomi. Både i St.meld. nr. 29 (2000–2001) og i finanskomiteens innstilling ble det pekt på at skatte- og avgiftspolitikken og satsing på infrastruktur, utdanning og forskning kan støtte opp under vekstevnen i fastlandsøkonomien. En samlet finanskomité understreket også hvor viktig det er å bruke ressursene effektivt og gjennomføre nødvendige systemreformer. I Innst. S. nr. 229 (2000–2001) heter det:

«Komiteen vil peke på at skatte- og avgiftspolitikken og satsing på infrastruktur, utdanning og forskning er viktig for å få en mer velfungerende økonomi. Komiteen mener det, utover økt satsing, er avgjørende å sørge for en mest mulig effektiv bruk av de store ressursene som brukes både i offentlig og privat sektor i dag. Det må unngås at petroleumsformuen og –inntektene brukes som unnskyldning for å la være å foreta nødvendige systemreformer.»

En av farene ved ressursriksom er sløsing, i bred forstand. Finanskomiteen advarte mot å sløse med offentlige midler, enten ved å bruke dem ineffektivt eller på ufornuftige formål, og advarte om å sløse bort ressursene i fastlandsøkonomien ved å unnlate å gjennomføre nødvendige system-

reformer. Selv små feiltrinn i den økonomiske politikken kan koste oss dyrt hvis det reduserer produktiviteten eller arbeidsinnsatsen i fastlandsøkonomien. Hvis arbeidsinnsatsen i samfunnet ble redusert med 10 pst., fordi flere ble stående utenfor det betalte arbeidslivet, ville det redusere Norges nasjonalformue med et like stort beløp som summen av petroleumsformuen i bakken og i Statens pensjonsfond utland (Finansdepartementet, 2014). Erfaringene fra andre land viser at store naturressurser kan være til mer skade enn nytte, jf. kapittel 5.

Den løpende kontantstrømmen fra ikke-fornybare naturressurser kan være betydelig sett i forhold til størrelsen på økonomien, den kan svinge mye og den vil etter hvert ta slutt. Hvis midlene ikke håndteres riktig, kan de undergrave vekstevnen og stabiliteten i resten av økonomien, jf. kapittel 5. Dette kan typisk skje gjennom en for kraftig nedbygging av konkurranseutsatt sektor, slik at den langsiktige balansen i utenriksøkonomien undergraves og landet må gjennom vanskelige omstillinger når ressursene tar slutt. Det kan også skje ved at arbeidskraften brukes dårlig. I Nederland gjorde begge disse mekanismene seg gjeldende da store gassinntekter på 1970-tallet ble brukt slik at resten av eksportsektoren ble kraftig bygget ned, samtidig som velferdsordningene ble utvidet og mange ble innvilget trygd. I den økonomiske litteraturen er dette fenomenet derfor betegnet som «hollandsk syke».

Allerede i St.meld. nr. 25 (1973–74) *Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn* ble det lagt vekt på at økt bruk av oljepenger ville føre til en nedbygging av konkurranseutsatt sektor, som kunne vise seg vanskelig å reversere hvis den gikk for langt. Om petroleumsvirksomheten het det i meldingen at «en i første rekke må benytte de nye muligheter til å utvikle et kvalitativt bedre samfunn». I tråd med en slik bred målformulering legger loven om statens pensjonsfond fra 1990 opp til at inntektene kun skal benyttes til en generell overføring til statsbudsjettet. Det legger grunnlag for en samlet og helhetlig prioritering av offentlige

midler. At inntektene skulle brukes slik, var ingen selvfølge. Noen så muligheter for å bruke oljeinntektene til bestemte formål. Det var bl.a. diskusjon om inntektene skulle bidra til internasjonalisering av norsk næringsliv ved at staten medfinansierte norske bedrifters ekspansjon i utlandet (Finansdepartementet, 1985; Lie, 1998).

Når en skal vurdere hvordan oljeinntektene kan brukes slik at de fremmer vekstevnen i økonomien, må det også tas hensyn til ulempen ved å fase oljepengene inn for raskt eller bruke mer enn det som er opprettholdbart over tid. En slik politikk kan gi betydelige omstillingskostnader, en ustabil økonomisk utvikling og fare for at mange varig vil kunne falle ut av arbeidsmarkedet. Slik ustabilitet fremmer ikke vekst. En jevn og langsiktig opprettholdbar innføring av oljeinntektene reduserer faren for «hollandsk syke» og feilsteg som svekker arbeidsinnsatsen eller produktiviteten. Nettopp dette er et viktig mål med Statens pensjonsfond utland og handlingsregelen for bruk av oljeinntekter, jf. kapittel 3. Dette aspektet ved bruken av oljeinntekter er sentralt for økonomisk stabilitet og langsiktig vekst, og fanges i første rekke opp i de andre kapitlene i denne rapporten.

Dette kapitlet vurderer om retningslinjene for bruk av oljeinntekter bør ha en særskilt rolle i arbeidet med å støtte opp under vekstevnen i norsk økonomi, også utover det å gi en jevn innføring og opprettholdbar bruk av disse inntektene.

Kapitlet har tre deler. Avsnitt 11.2 drøfter hvordan myndighetene i et land generelt kan legge til rette for økonomisk vekst. Makroøkonomisk stabilitet og en god strukturpolitikk er hovedingrediensene, men også hvordan bruken av offentlige midler kan påvirke vekstevnen i økonomien. Avsnitt 11.3 gjør kort rede for ressursbruken innenfor områdene finanskomiteen løftet fram i sin innstilling i 2001 – samferdsel, kunnskap og skatte- og avgiftspolitikken. Selv om disse områdene ble løftet særskilt fram i 2001, og er blitt prioritert, har de ikke hatt en spesiell stilling budsjettbehandlingen sammenliknet med andre områder. Avsnitt 11.4 vurderer om ressursinntekter bør brukes på andre måter enn andre offentlige inntekter og drøfter bl.a. om det er meningsfullt å finansiere offentlige investeringer på en annen måte enn andre offentlige utgifter.

Avsnitt 11.5 oppsummerer og trekker to hovedkonklusjoner:

- Norge har lyktes forholdsvis godt med å ta vare på ressursene i fastlandsøkonomien i årene etter 2001, samtidig som de løpende inntektene fra olje og gass har vært på sitt høyeste. Yrkesdeltakelsen er høy, arbeidsledigheten lav,

og arbeidslinjen er holdt fast som prinsipp for velferdsordningene. Pensjonsfondet og handlingsregelen har hjulpet med å legge til rette for en stabil økonomisk utvikling og vekst i fastlandsøkonomien. Norge har i mindre grad lyktes med å innrette bruken av offentlige midler slik at det støtter opp under vekstevnen i fastlandsøkonomien. De tre områdene som finanskomiteen løftet fram i sin innstilling er i så måte viktige, men samtidig kan ressursbruken på disse områdene bli mer effektiv, gitt målet om å legge til rette for en mer velfungerende økonomi. En bedre ressursbruk krever at det legges mer vekt på resultater.

- Å øremerke petroleumsinntektene formelt eller uformelt til bestemte formål er lite hensiktsmessig. I praksis er det krevende å skille bevilgninger som støtter opp under framtidig vekst fra andre budsjettformål. Et slikt skille vil dessuten fragmentere budsjettet og gjøre det vanskeligere å få til en god og helhetlig prioritering av offentlige utgifter og inntekter. Det kan i neste omgang svekke mulighetene for å legge til rette for en stabil utvikling i norsk økonomi. Bruken av oljeinntekter og statens øvrige inntekter bør vurderes samlet og ledsages av et generelt krav om effektiv ressursbruk. Riktig prioritering over hele budsjettet vil styrke vekstevnen. Handlingsregelen er en retningslinje for statens bruk av oljeinntekter og bør ikke få som tilleggsoppgave å bidra til at offentlige ressurser brukes til bestemte øremerkede formål.

11.2 Hvordan kan myndighetene legge til rette for økonomisk vekst?

Et lands produksjonsevne er bestemt av tilgangen på arbeidskraft og kapital, og av hvor effektivt disse ressursene brukes. Produksjonsevnen bestemmer også langt på vei landets inntekter og forbruksmuligheter. BNP per innbygger er derfor et mye brukt mål ved sammenlikninger av materiell levestandard mellom land. Målt på denne måten er inntektsnivået høyere i Norge enn i de aller fleste andre land. Det høye inntektsnivået i Norge må ses i sammenheng med høy avkastning av arbeidsinnsats som følge av høye priser og relativt høy produktivitet. Arbeidsinnsatsen målt ved antall timerverk per innbygger er derimot noe lavere enn gjennomsnittet for OECD-land, noe som bl.a. må ses i sammenheng med et høyt inntektsnivå.

I løpet av de siste 150 årene har bruttonasjonalproduktet per innbygger i Norge blitt mange-

doblet. Velstandsveksten i denne perioden skyldes ikke at vi arbeider mer, men at produksjonen fra hver arbeidstime er økt. Fra 1930 til i dag har gjennomsnittlig arbeidstid per innbygger falt med 40 pst. Samtidig er BNP per innbygger blitt nærmere syv ganger høyere. Over tid er økt arbeidskraftsproduktivitet den viktigste drivkraften bak vekst i verdiskapingen per innbygger.

Tiltak som øker produktiviteten, vil som oftest også bidra til å øke verdiskaping og velferd, men ikke alltid. For eksempel vil arbeidsproduktiviteten øke hvis de minst produktive arbeidstakerne slutter i jobbene sine, eller gå ned hvis marginale grupper som inkluderes i arbeidslivet, er mindre produktive enn gjennomsnittet. I slike tilfeller vil utelukkende å styre mot økt produktivitet svekke både BNP per innbygger og samlet velferd i samfunnet. Beslutningen om å gjennomføre et tiltak bør derfor ikke bare bygge på virkningen på produktivitet, men må også ta hensyn til virkningene på samlet ressursbruk. Samfunnsøkonomisk lønnsomhet bør være kriteriet myndighetene som hovedregel legger til grunn for sine beslutninger. Dette gjelder også for investeringer. Kun hvis nytten for samfunnet overgår kostnadene, bør tiltaket gjennomføres, og de mest lønnsomme tiltakene bør gjennomføres først. Som en stor aktør i økonomien må staten også ta hensyn til at omfanget av tiltak i sum også kan påvirke kostnadene ved å gjennomføre dem, og dermed lønnsomheten. På dette punktet er handlingsregelen et hjelpemiddel.

11.2.1 Hva påvirker vekstevnen i økonomien?

Teknologiske framskritt i vid forstand og omstillinger er nøklene til høy vekst i produktiviteten. For 150 år siden jobbet to tredeler av de sysselsatte i jordbruk og fiske. I dag er andelen 2½ pst. For 150 år siden bodde bare 15 pst. av den norske befolkningen i byer og tettsteder. I dag er andelen 80 pst. I et langsiktig perspektiv handler økt produktivitet først og fremst om teknologisk utvikling og evne til omstilling, slik at en utnytter de nye mulighetene som byr seg. Dermed flyttes innsatsen av arbeid og kapital til områder der ressursene kaster mest av seg.

Vekst i produktiviteten krever at et land utvikler ny teknologi eller tar i bruk teknologi utviklet av andre. For land som greier å nærme seg teknologifronten, vil veksttakten etter hvert begrenses av hvor raskt verdenssamfunnet utvikler ny teknologi. Et lite land som Norge kan ikke ligge i front med utvikling av ny teknologi i alle sektorer, men må på de fleste områder ta i bruk teknologi utviklet i andre land. Et lands evne

til å ta i bruk teknologi utviklet i andre land er avhengig av landets eget utdannings- og kompetansenivå.

Konkurransen i produktmarkedene påvirker produktivetsveksten på to måter. Når de svakeste bedriftene blir konkurrert ut, vil kapital og arbeidskraft flyttes til de bedriftene som har best teknologi og produserer billigst. Det gir produktivetsgevinster. Videre kan konkurranse øke produktiviteten ved å stimulere til innovasjon, omstilling og investeringer innad i de enkelte bedriftene.

Åpenhet overfor utlandet bidrar til økt konkurranse i produktmarkedene, men er også viktig for å kunne dra nytte av den teknologiske utviklingen som skjer utenfor landets grenser. I tillegg øker internasjonal handel størrelsen på markedet slik at bedriftene kan dra nytte av økt spesialisering og stordriftsfordeler. Internasjonale bedrifter er blant de mest produktive, de er gjerne involverte i kunnskapsintensive sektorer, og de investerer ofte tungt i forskning og utvikling.

Også nasjonale institusjonelle forhold er av betydning for ressursbruk og produktivetsvekst. En viktig forklaring på forskjellen mellom rike og fattige land er kvaliteten på rettssystemet og andre offentlige institusjoner, herunder evnen til å fatte beslutninger om politiske endringer når det er nødvendig. Et velfungerende samarbeid med og mellom partene i arbeidslivet er også blant faktorene som kan påvirke myndighetenes evne til å gjennomføre krevende politiske reformer og omstillinger. Et skattesystem som bringer inn inntekter til det offentlige uten å skape store effektivitetstap i økonomien, er også viktig for en god bruk av samfunnets ressurser. Det samme er god infrastruktur i vid forstand, dvs. veier, jernbane, kraftnett, telenett, bredbånd, vannforsyning mv.

Produktivetskommissjonens første rapport, kapittel 6, gir en utdypende drøfting av hva som påvirker produktivitet, økonomisk vekst og evne til omstilling.

Strukturpolitikk eller tilbudssidepolitikk brukes ofte som en samlebetegnelse på det myndighetene kan gjøre for å legge til rette for arbeidsinnsats og investeringer, effektiv ressursutnyttelse, høy produktivetsvekst og god omstillings-evne i økonomien. I land med store inntekter fra eksport av naturressurser kan god omstillings-evne også bidra til å dempe faren for hollandsk syke. Strukturpolitikken omfatter et bredt sett av politikkområder som justis, makroøkonomi, finansmarkeder, arbeidsmarked, skatter og avgifter, konkurranse, trygdesystemet, miljø, kunnskap og forebygging. Samtidig må en ta hensyn til at politikken innenfor disse områdene også vil ha

andre mål enn å legge til rette for høyest mulig verdiskaping. I hvilken grad det er konflikter mellom de ulike målene, vil bl.a. avhenge av virkemidlene som tas i bruk.

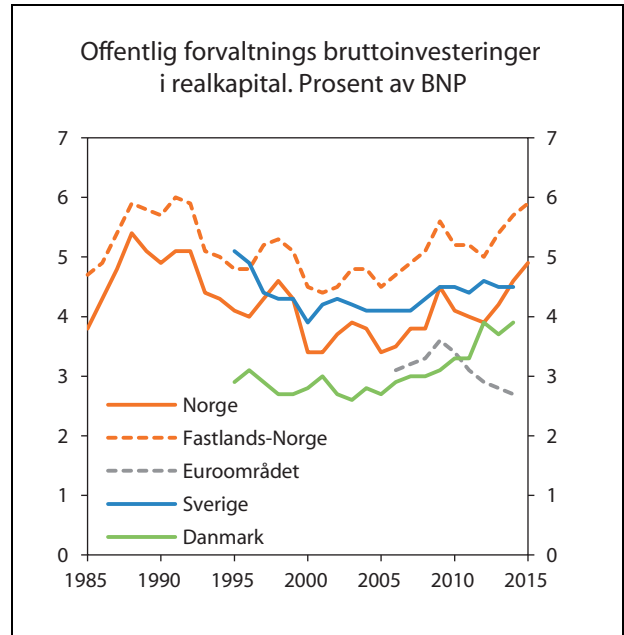
Hvor stor virkning tiltak på de ulike områdene har på verdiskapingen, vil variere. Å legge til rette for en kompetent arbeidsstyrke med høy deltakelse i arbeidslivet er trolig avgjørende for et høyt inntektsnivå. Det samme er å gi bedrifter stabile rammevilkår og insentiver til innovasjon og effektiv ressursbruk. Økonomisk litteratur tyder på at hindringene for vekst varierer fra land til land og fra situasjon til situasjon. Det er viktig å rette oppmerksomheten mot slike «flaskehals», og samtidig ha klart for seg at det er de brede og generelle virkemidlene i strukturpolitikken som betyr mest.

11.2.2 Hvilken sammenheng er det mellom offentlig ressursbruk og vekst?

Hvilke tiltak som prioriteres i offentlige budsjetter, er *ett av mange* forhold som kan ha betydning for vekstevnen i økonomien. Investeringer i human- og realkapital kan over tid legge til rette for økt verdiskaping. Men hvordan midlene brukes, har trolig vesentlig betydning for virkningen på veksten.

Nyere forskning viser at investering i infrastruktur kan bidra positivt til økonomisk vekst. Eksempelvis finner Calderón m.fl. (2015) at virkningen av infrastrukturinvesteringer på produktivitet er signifikant positiv i en panelstudie på nærmere 90 land. Liknende resultater er også funnet i Balazs m.fl. (2009). Det er imidlertid noe variasjon mellom landene, og Norge er et av landene der det ser ut til at effekten er liten eller svakt negativ. Dette kan skyldes at det i liten grad legges økonomiske avveininger til grunn for utbygging av infrastruktur i Norge, slik at den samfunnsøkonomiske avkastningen av investeringene er lav, og ofte negativ. En ny analyse på bedriftsnivå i Norge finner imidlertid positive produktivitetseffekter av veiinvesteringer (Skogstrøm m.fl. 2013). Noen land kan få høy avkastning på offentlige infrastrukturinvesteringer framover, nettopp fordi de har underinvestert til nå, se Bivens (2014) for en diskusjon av USA.

Generelt kan det være vanskelig å identifisere hva som er årsak og virkning i studier av sammenhengen mellom økonomisk vekst og offentlig ressursbruk. Det må trolig også tas høyde for at avkastningen av offentlig ressursbruk avtar på marginen. Et land uten et velfungerende rettsvesen, med et dysfunksjonelt skolesystem og uten særlig infrastruktur vil trolig ha langt høyere nytte av å øke bruken av offentlige midler for å bedre



Figur 11.1 Offentlig forvaltnings bruttoinvesteringer i realkapital. Prosent av BNP

Kilder: OECD, Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.

tilbudet på disse områdene, enn et land som allerede har et godt utbygget tilbud.

Offentlige investeringer i Norge er relativt høye sammenliknet med andre tradisjonelle industriland og har økt de siste 10–15 årene, se figur 11.1. Landforskjellene kan ha sammenheng med forskjeller i geografi, befolkningskonsentrasjon, prioriteringer og institusjonelle forhold som for eksempel kommuneinndeling. Veksten i produktiviteten i Norge var høy på 1990-tallet, samtidig som offentlige investeringer gradvis avtok som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. På 2000-tallet har investeringene gradvis økt som andel av fastlandsøkonomien, men veksten i produktiviteten har vært mer moderat. Selv om vi ikke kan identifisere en årsakssammenheng, kan dette illustrere at mange andre forhold enn nivået på de offentlige investeringene er viktig for økonomiens vekstevne.

Strukturreformene tidlig på 1990-tallet bidro trolig til den markerte veksten i produktiviteten vi så i dette tiåret. Bruk av informasjons- og kommunikasjonsteknologi og etablering av nye selskapsstrukturer med større konsern eller kjeder startet i 1980-årene og fikk et bredt gjennomslag i 1990-årene. Mer hensiktsmessige reguleringer med økt vekt på konkurranse og markedsmekanismer i bl.a. finansmarkedene, kraftmarkedet, markedet for flytransport, markedene for elektronisk kommunikasjon, betalingsformidling og i dagligvare-

handelen bidro til disse omstillingene. Store milepæler er også skattereformen i 1992 og EØS-avtalen i 1994, som bidro til like konkurransevilkår og til å begrense statsstøtte til bedrifter og næringer. Det kan indikere at strukturreformer er særlig viktige for produktivitsveksten, noe som for øvrig er godt i samsvar med OECDs funn i Going for Growth-studien. Også andre forhold kan ha trukket opp veksten i produktiviteten på 1990-tallet, som utvikling av ny teknologi i oljeleverandørnæringen.

11.2.3 Betydningen av en god finanspolitikk

Økonomisk uro og uforutsigbar politikk skaper dårlige rammevilkår for næringslivet og svekker insentivene til å investere. En feilslått stabiliseringspolitikk kan føre til høy arbeidsledighet og, hvis den vedvarer, til at mange varig blir stående utenfor arbeidslivet. Det koster både samfunnet og den enkelte dyrt. En politikk som bidrar til økonomisk stabilitet over tid, kan således også bidra til høyere økonomisk vekst.

En viktig oppgave for finanspolitikken er å legge til rette for en stabil økonomisk utvikling, i samspill med pengepolitikken. Mangel på bærekraft i offentlige finanser kan være en årsak til at stabiliseringspolitikken slår feil. For Norge er det spesielt viktig at bruken av oljeinntekter legger til rette for en jevn utvikling i det offentlige tjenestetilbudet og ikke medfører en for rask og for kraftig nedbygging av konkurranseutsatt sektor. Handlingsregelen bidrar til dette ved å legge til rette for at inntektene fra olje og gass gradvis fases inn i norsk økonomi, samtidig som det legges vekt på å jevne ut svingninger i økonomien, for å sikre god kapasitetsutnyttning og lav arbeidsledighet. Handlingsregelen virker sammen med Statens pensjonsfond utland til å skjerme statsbudsjettet fra svingninger i oljeinntektene. Ved at pensjonsfondet plasseres utenlands, bidrar rammeverket også til å stabilisere markedet for norske kroner. Disse hensynene er nærmere omtalt i kapittel 3.

Budsjettet er det sentrale styringsverktøyet i finanspolitikken. Gjennom budsjettforslaget viser regjeringen hvordan den vil prioritere for å nå sine mål. Budsjettet skal gi en oversikt over hvordan statens midler skaffes til veie og hvordan de brukes. Et slikt dokument må være helhetlig, tydelig, transparent og troverdig for å bygge tillit og for å fungere som grunnlagsmateriale for folkevalgte beslutninger og en velinformert offentlig debatt.

Både OECD (2014) og IMF (2014) har utarbeidet prinsipper for god budsjettstyring som har som mål å sikre at offentlige ressurser blir planlagt, forvaltet og brukt effektivt til beste for innbyggerne, jf. kapittel 5. Noen hovedpunkter gjentas her:

- Et godt budsjettssystem legger til rette for en vellykket budsjettpolitikk, hvor en unngår oppbygging av for stor gjeld, bruker gode tider til å bygge opp reserver som kan brukes i dårlige tider, beskytter mot glidninger som kan gjøre det vanskelig å la de automatiske stabilisatorne få virke og beskytter mot press som forhindrer langsiktig forsvarlig bruk av inntekter fra naturressurser.
- Budsjettet skal være helhetlig. Alle former for garantier og framtidige forpliktelser må synliggjøres, herunder også forpliktelser knyttet til såkalt offentlig-privat samarbeid (OPS). Ørmerking av inntekter bør holdes på et minimum. Budsjettet bør også rapportere skatteutgifter, dvs. kostnadene ved ulike former for unntak fra de generelle skattebestemmelsene. Investeringsbeslutninger bør vurderes ut fra et enhetlig sett av prinsipper, uavhengig om de finansieres over budsjettet eller via OPS.
- Det bør med regelmessige mellomrom presenteres langsiktige framskrivninger som går minst 30 år framover for å illustrere hvilke konsekvenser dagens velferdsordninger og inngåtte forpliktelser har for framtidige utgifter og inntekter.
- Myndighetenes mål for den økonomiske politikken skal angis tydelig, og fortrinnsvis på en måte som gjør målsettingene etterprøvbare. Tallfestede finanspolitiske regler kan styrke troverdighet i den økonomiske politikken og redusere tendensen til for store underskudd og økende statsgjeld. Mellomlangsigte utgiftsregler kan være et nyttig utgangspunkt for de årlige budsjettene. Budsjettprosessen bør organiseres slik at budsjetttrammene settes først, og at det deretter gjøres mer detaljerte vedtak på de ulike budsjettområdene ("top-down").
- Budsjettprosessen bør legges opp slik at den bidrar til offentlig debatt. For bedre å kunne vurdere bruken av offentlig midler på ulike områder, bør budsjettdokumentene ikke bare gi informasjon om hvor mye ressurser som settes inn, men også hva samfunnet får igjen for ressursinnsatsen.

11.3 Offentlig ressursbruk innenfor samferdsel, utdanning og skatt

Finanskomiteen løftet fram samferdsel, utdanning og innretningen av skattesystemet i sin innstilling til St. meld. nr. 29 (2000–2001). Dette er områder som er viktige i seg selv og for vekstevnen i norsk økonomi.

Infrastruktur i bred forstand påvirker samfunnets evne til å bruke ressurser effektivt. Valg av teknologi, kostnader til transport og arbeidsmarkedets funksjonsmåte er noen av faktorene som påvirkes av infrastrukturen og dermed økonomiens vekstevne. God kommunikasjon er særlig viktig i et langstrakt land som Norge. De siste årene har utgifter til investeringer i vei i Norge samlet sett (stat, fylker, kommuner) svart til 1 pst. av BNP, jf. figur 11.2 C. At nivået er noe høyere enn i andre land kan bl.a. ses i sammenheng med at Norge er et kupert og langstrakt land med mange fjorder og fjell og en spredt bosetting.

Utdanning og arbeidserfaring forbedrer arbeidskraftens kompetanse og bidrar til økt produksjon av varer og tjenester. I tillegg bidrar økt humankapital til å styrke landets evne til innovasjon og til å utnytte teknologi som skapes utenfor landets grenser. Evnen til å lære av andre land er spesielt viktig for å opprettholde veksten i produktiviteten i et lite land som Norge. Utdanningssystemet er samfunnets viktigste bidrag til å bygge opp humankapitalen.

Et godt og effektivt skattesystem er også viktig for økonomiens funksjonsmåte og evne til vekst. Brede skattegrunnlag gjør det mulig med lavere skattesatser for et gitt nivå på inntektene. Det er derfor det beste utgangspunktet for å sikre høye skatteinntekter til lavest mulig kostnader for samfunnet, for å likebehandle ulike skattytere og virksomheter og for at skattesystemet skal gi det ønskede bidraget til omfordelingen av inntekt. Scheel-utvalgets vurdering er at skattesystemet i Norge i all hovedsak fungerer godt, men at det på enkelte felt er rom for forbedringer (NOU 2014: 13).

Bevilgningene til forskning og utdanning er om lag uendret som andel av fastlands-BNP etter 2001, mens bevilgningene til transportformål har økt markert etter 2006, jf. figur 11.2A. Nivået på skatter og avgifter gikk litt ned som andel av fastlands-BNP de første årene etter 2001, men har siden holdt seg forholdsvis stabilt, jf. figur 11.2B.

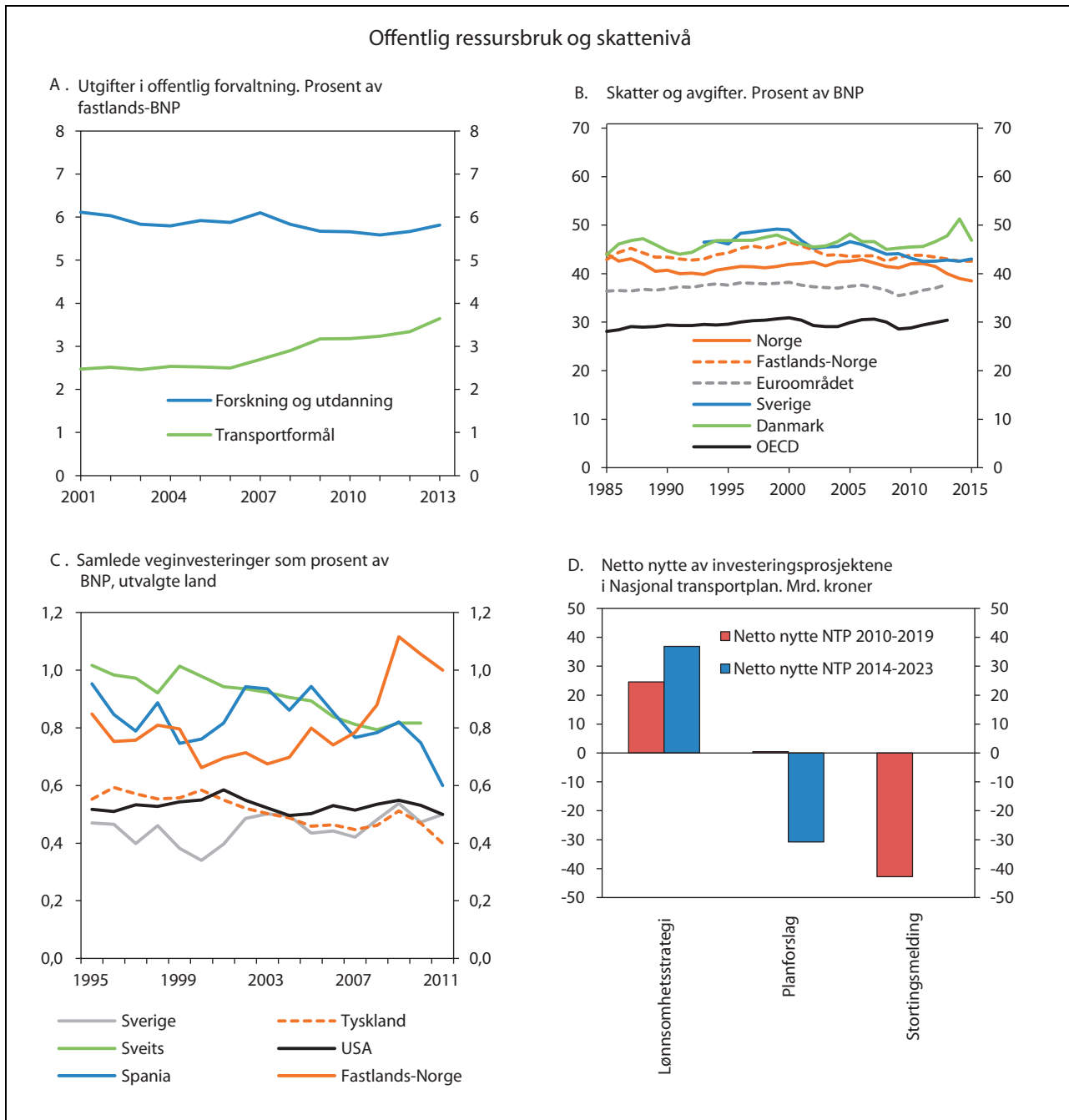
Like viktig som høy ressursinnsats er effektiv ressursbruk. På de ovennevnte områdene, og på andre budsjettområder, er det ingen garanti for

at økt satsing faktisk bidrar til å fremme økonomiens vekstevne. Ikke alle prosjekter eller tiltak vil virke positivt. Ressursinnsats og bevilgninger er derfor alene ikke tilstrekkelige mål – en må også være opptatt av hvilke resultatene som oppnås.

Produktivitetskommissjonen har nylig gått grundig gjennom effektiviteten i norsk samferdselspolitikk. Kommisjonen finner at vi, ved valg av samferdselsprosjekter, ikke investerer slik at lønnsomheten for samfunnet blir størst mulig. En betydelig andel av veiprosjektene i Norge er ifølge kommisjonen samfunnsøkonomisk ulønnsomme, og samlet investeringsportefølje i de to seneste nasjonale transportplanene er anslått å være samfunnsøkonomisk ulønnsom, dvs. at den beregnede nytten av prosjektene er mindre enn kostnadene. Produktivitetskommissjonen konkluderer med at Norge ikke synes å ha en helhetlig strategi basert på samfunnsøkonomisk lønnsomhet for hvordan transportsystemet skal se ut i fremtiden. En slik strategi tilsier normalt at mindre lønnsomme prosjekter bør stå lenger bak i køen og eventuelt utsettes til trafikkgrunnlaget er blitt større. Et slikt system ville ligge nært det svenske, der porteføljen styres fra toppen for å nå overordnede mål om lønnsomhet, og veimyndighetene har fullmakt til å velge hvilke prosjekter som gjennomføres.

Produktivitetskommissjonen gikk samtidig gjennom norsk utdannings- og forskningspolitikk. Norge er blant landene i OECD-området som har høyest utgiftsnivå i utdanningssektoren, målt som total utgift per elev eller student, korrigert for forskjeller i generell kjøpekraft. Både offentlige og private utgifter er inkludert. Resultatene står imidlertid ikke i forhold til ressursbruken. Den svake utviklingen er dokumentert gjennom deltakelse i internasjonale målinger av skoleelevers kompetanse (PISA, TIMSS, PIRLS). Norske elever kommer spesielt svakt ut på målinger i matematikk og naturfag. Norge har særlig dårlig gjennomføring i de yrkesfaglige programmene. Hvert år begynner over 30 000 elever på et yrkesfaglig studieprogram, men etter fem år er det bare ca. 30 pst. av disse som har avlagt fagbrev. Mange fullfører imidlertid videregående opplæring i voksen alder. Deltakelsen i høyere utdanning er gjennomsnittlig i OECD-sammenheng, men også her er gjennomføringen lav.

Scheel-utvalget mener at også skattesystemet kan bli mer effektivt, at ved effektivitetstapet fra beskatning kan reduseres uten at inntektene går ned. Utvalget var spesielt bedt om å vurdere hvordan selskapskatten i Norge bør tilpasses den



Figur 11.2 Offentlig ressursbruk på utvalgte områder og inntekter fra skatter og avgifter

Kilder: OECD, Statistisk sentralbyrå, International Transport Forum, Nasjonal transportplan 2010–2019 og Nasjonal transportplan 2014–2023 og Finansdepartementet.

internasjonale utviklingen. Utvalget foreslår en veksling fra selskappskatter og personlige inntektsskatter over mot konsumskatter og skatt på fast eiendom, i tråd med internasjonale anbefalinger. Scheel-utvalget anslår at anbefalingene vil virke klart positivt på ressursbruk og økonomiens vekstevne, siden skattebyrden skyves over mot skatter som har lavere samfunnsøkonomiske kostnader, samtidig som skattegrunnlagene utvides og satsene settes ned.

11.4 Budsjettregler og effektiv ressursbruk

Alle offentlige midler bør brukes effektivt, slik at det blir mest mulig velferd igjen for hver krone. Et helhetlig budsjett legger til rette for at ulike tiltak ses i sammenheng og prioriteres opp mot hverandre. Ulike prinsipper og ordninger skal sørge for at budsjettbehandlingen bidrar til effektiv ressursbruk, jf. avsnitt 11.2.3. Blant annet er det vik-

tig å ha et godt grunnlag for å vurdere kostnadene og virkningene av nye tiltak og reformer. Alle utgifter og inntekter bør også gjøres synlige i budsjettet.

11.4.1 Bør staten ha et eget budsjett for å finansiere investeringer?

Den økonomiske politikken bør bidra til høyest mulig velferd for samfunnet som helhet. Å omsette et slikt mål i praktisk politikk innebærer å ta stilling til mange ulike problemstillinger, bl.a. hvordan velferd skal måles og aggregeres på tvers av individer og generasjoner. En viktig avveining er mellom velferd i dag og velferd i morgen. Når vi sparer, gir vi avkall på forbruk i dag i bytte mot økt forbruk i framtiden. I en lukket økonomi må sparingen investeres i kapital innenlands. I en åpen økonomi som den norske kan også sparingen investeres utenlands, og utenlandske aktører kan velge å investere i Norge. Det innebærer at sparing og investering kan frikobles. Et spareoverskudd i samfunnet sett under ett vil øke Norges netto fordringer på utlandet.

I privat sektor er det beslutningsmekanismer som i stor grad vil bidra til en hensiktsmessig innretning og omfang på investeringene. Beslutninger kan langt på vei tas på grunnlag av informasjon fra markedene. Ved å gjennomføre investeringer der anslått nåverdi av inntektene som genereres er høyere enn investeringskostnadene, kan bedriftene over tid øke sitt samlede overskudd. Tilsvarende vil husholdningene kun investere hvis nåverdien av nytten i dag og i framtiden er større enn investeringskostnadene. Velfungerende kapitalmarkeder vil kunne bidra til å finansiere slike investeringer.

I offentlig sektor er imidlertid disse mekanismene svake. Produksjonen i offentlig forvaltning omsettes i liten grad i et marked, der nytten av tjenestene testes opp mot kostnadene ved å frambringe dem. Det kan også være stor avstand mellom de som bærer kostnaden av offentlig produksjon og de som får nytte av den. Nivået og innretningen på investeringene må derfor avgjøres på annet grunnlag enn i privat sektor. Her er det betydelig risiko for feilallokeringer. Investeringer som er lønnsomme i samfunnsøkonomisk forstand, bør finansieres, som i privat sektor, men innenfor en fastlagt budsjetttramme som tar hensyn til makroøkonomisk stabilitet og bærekraft i offentlige finanser. De mest lønnsomme prosjekter bør finansieres først.

Budsjett og regnskap i offentlig forvaltning i Norge og andre land skiller rent teknisk mellom

utgifter til drift og investeringer, men dette skillet har ingen direkte forbindelse til investeringer som underliggende begrep. Det som regnes som investeringer i offentlig forvaltning, er i hovedsak offentlige utgifter til realkapital som veier, jernbane, bygninger, maskiner og annen infrastruktur. Det er imidlertid ingen garanti for at prosjektene som finansieres, gir en avkastning som forsvarer kostnadene, jf. omtalen av investeringene i samferdsel. Samtidig er det mange tiltak med stor framtidig nytte som vanligvis ikke klassifiseres som investeringer i nasjonalregnskapet eller i offentlige budsjett og regnskap. For eksempel vil skole og utdanning bety mye for humankapitalens evne til å bidra til verdiskaping fram i tid. I et offentlig regnskap vil det å bygge en skole regnes som investering, mens undervisning – som utgjør en stor del av den faktiske investeringen i humankapital – regnes som drift. Elevenes og studentenes egeninnsats regnes ikke med i det hele tatt. Skillet mellom investeringer og drift i offentlige budsjetter og regnskap framstår dersom som lite egnet som utgangspunkt for overordnede prioriteringer.

En vanlig innvending mot ressursbruken i offentlig sektor er at det investeres for lite. En årsak kan være politikere som styres av kortsiktige prioriteringer. En annen grunn kan være at investeringer må vike når ressursene er knappe fordi det er vanskelig å redusere utgiftene til drift. På den annen side kan det også tenkes at investeringer prioriteres for høyt. Investeringer kan tenkes å gi større prestisje og blir noen ganger tillagt en egenverdi utover å realisere høyere framtidig konsum og velferd. Det kan forklare hvorfor det noen ganger er mangel på vedlikehold av de offentlige investeringene som alt er gjennomført.

Dersom politiske eller andre egenskaper ved styringssystemet innebærer at de offentlige investeringene får feil omfang eller innretning, kan det tenkes mekanismer som trekker tilbake i riktig retning? Kan slike mekanismer hjelpe beslutningstakerne til å handle i tråd med samfunnets underliggende preferanser, slik at velferden over tid blir størst mulig? I Norge behandles investeringer i samferdsel i egne langtidspaner, og nytte og kostnader analyseres for å vurdere verdien av ulike prosjekter. Men de faktiske bevilgningene skjer i de årlige budsjettene, der alle bevilgninger ses opp mot hverandre.

Få land har gått langt i å skille finansieringen av investeringer fra finansiering av andre budsjettformål. Storbritannia er imidlertid et unntak. Daværende finansminister Gordon Brown innførte i 1998 en «golden rule» for offentlig sektor som innebar at

gjelden ikke skulle øke over konjunktursyklusen med mindre lånene gikk til å finansiere investeringer. Samtidig ble det satt et tak for netto gjeldsnivå på 40 pst. av BNP. Hensikten var å lette finansiering av investeringer som kunne legges til rette for økonomisk vekst og velferd. Samtidig innebar endringen at formål som kunne klassifiseres som investeringer, sto overfor en annen og løsere budsjettskranke enn øvrige formål.

Som en regel for finanspolitikken er «golden rule» problematisk av minst tre grunner. For det første tok regelen, slik den ble praktisert i Storbritannia, utgangspunkt i skillet mellom investeringer og andre utgifter slik det er nedfelt i offentlige budsjett og regnskap. Som nevnt ovenfor, gir det en forholdsvis svak kobling mellom tiltakene som blir finansiert under regelen, og prosjekter som faktisk bidrar til økte konsummuligheter eller økt velferd i framtiden. For det andre innebærer en slik regel svakere kontroll med gjeldsutviklingen i offentlig sektor. Et viktig skille mellom de fleste investeringer i offentlig og i privat sektor er hvordan avkastningen fordeles. I privat sektor tilfaller gevinsten investoren og genererer en strøm av inntekter som rettferdiggjør investeringen og kan betale tilbake eventuelle lån. I offentlig sektor tilfaller gevinsten normalt samfunnet som helhet, men uten å generere en direkte strøm av inntekter til gjeldsbetjening. Det er mulig at investeringen indirekte gir høyere skatteinntekter hvis verdiskapingen øker, men denne effekten er ofte liten og kan ikke føres tilbake til den enkelte investering.¹ Lønnsomme investeringer må således finansieres på samme måte som andre offentlige utgifter. For det tredje kan regelen svekke finanspolitikkenes rolle i stabiliseringspolitikken, fordi kontrollen med gjeldsutviklingen svekkes og fordi budsjettprosessen blir mer fragmentert. Storbritannia avvirket regelen i 2009.

Behovet for et eget investeringsbudsjett har også vært diskutert i Sverige. I vårproposisjonen 2012 peker det svenske Finansdepartementet på problemer med grensdragning og risiko for svekket budsjett disiplin. Hvis investeringer behandles særskilt, pekes det på at en kan argumentere for tilsvarende behandling også av andre typer utgifter. En slik fragmentering vil gå fullstendig på tvers av budsjettmodellen som ble innført i Sverige etter krisen på begynnelsen av 1990-tallet, der alle utgifter skal stilles opp mot hverandre innenfor en helhetlig budsjettprosess. Videre

viser det svenske Finansdepartementet til at tidligere erfaringer med et budsjettssystem som særbehandler investeringer er dårlige, både ut fra hvordan det påvirker budsjettprosessen, budsjett disiplinen og holdbarheten i offentlige finanser.

11.4.2 Bør ressursinntekter øremerkes spesielle formål?

Inntektene fra naturressurser er ofte store, svinger mye og vil etter hvert ta slutt. Naturressurser som er knappe, gir en ekstra inntekt ut over den avkastningen arbeid og kapital kunne oppnådd ved alternative anvendelser. Denne grunnrenteinntekten skiller Norge fra land uten slike ressurser. Økonomisk litteratur tilsier at vi bør ha et formuesperspektiv i måten vi håndterer slike inntekter på, bl.a. ved å skille opptjening av inntektene fra bruken av dem, jf. kapittel 5. Et annet spørsmål er om vi bør forbeholde disse inntektene til spesielle formål, når det først er bestemt å ta en del av dem i bruk over offentlige budsjetter.

Alle land har behov for å bruke ressursene over offentlige budsjetter effektivt og til å støtte opp om vekstevnen. Det er altså *ikke* slik at ressursrike land har større behov for å bruke offentlige midler på investeringer enn land uten slike ressurser. Tvert imot har et fattigere land i mindre grad råd til å bruke offentlige midler ineffektivt. Konsumentteori tilsier heller ikke at konsumet av en ekstra marginal inntekt, som grunnrenten fra naturressurser, bør settes sammen på en annen måte enn øvrig konsum. En husholdning som får en inntektsøkning, vil normalt ønske å konsumere litt mer av alle varer i alle perioder.

De norske finanspolitiske retningslinjene fra 2001 sikter mot en gradvis innføring av oljeinntektene i norsk økonomi. Samtidig er det lagt vekt på at finanspolitikken skal bidra til god kapasitetsutnyttning og lav arbeidsledighet. I tråd med retningslinjene skal det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet over tid følge forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland.

Bør en slik regel for bruk av oljeinntekter også eksplisitt legge føringer for sammensetningen av offentlig ressursbruk i tillegg til sin hovedoppgave i makro? Flere forhold taler mot en slik utvidelse. Det vil være vanskelig å identifisere hvilke formål som bør prioriteres, og hva som er et riktig nivå på disse bevilgningene. Alle offentlige ressurser bør brukes fornuftig. I praksis er det krevende å skille bevilgninger som fremmer vekst, fra andre budsjettformål. Omtalen ovenfor viser at det tekniske skillet mellom drift og investeringer i offentlige

¹ Hvis økt verdiskaping skyldes høyere produktivitet og lønninger, innebærer det samtidig høyere utgifter til lønn til offentlige ansatte og til lønnsindekserte overføringer. I Norge har økt produktivitet i privat sektor over tid liten betydning for den offentlige budsjettbalansen, jf. kapittel 7.

budsjett og regnskap er lite egnet som rettesnor. Forsøk med å lage egne finansieringskilder for bestemte formål vil med stor sannsynlighet også lede til kreative forsøk på å definere prosjekter slik at de kommer innenfor rammen med minst konkurranse om knappe midler. Ressursbruken i offentlig forvaltning bør vurderes samlet, uavhengig av om den er finansiert med skatteinntekter, oljeinntekter eller andre inntekter. Styrking av ressursbruken til et bestemt formål med øremerkede inntekter kan også komme til å fortrenge andre inntekter som blir stilt til disposisjon til formålet, i stedet for å komme i tillegg til disse.²

En finanspolitisk regels makrooppgave kan undermineres hvis regelen også skal ta hånd om en slik tilleggsoppgave. Erfaringer tilsier at en finanspolitisk regel bør være forholdsvis enkel, samtidig som behandlingen av budsjettet bør være enhetlig slik at alle forhold vurderes opp mot hverandre. En utvidelse vil kunne trekke i motsatt retning, med en mer komplisert regel og mer fragmentert behandling av budsjettets utgifter og inntekter. Det er en fare for at nivået og innretningen på pengebruken kobles sammen. Å øke pengebruken fordi den siste marginale kronen tilgodeser et bestemt formål, er en feilslutning som kan undergrave regelens primære funksjon som anker for finanspolitikken. Særlig gjelder dette i en situasjon der offentlige midler brukes ineffektivt og formålene kan tilgodeses ved omprioritering innenfor de rammene som gjelder for budsjettet.

11.5 Oppsummering og utvalgets vurderinger

Da handlingsregelen ble innført i 2001, la Stortingets finanskomité vekt på at handlingsrommet fra innfasingen av oljeinntektene måtte brukes til å øke vekstevnen i norsk økonomi. Skatte- og avgiftspolitikken, infrastruktur, forskning og utdanning ble trukket fram som eksempler på områder som var viktige for å få til en mer velfungerende økonomi. Samtidig la komiteen vekt på effektiv ressursbruk i offentlig sektor, og understreket at oljeinntektene ikke måtte bli en unnskyldning for

² Utvalgets vurdering av hvordan ressursinntekter bør håndteres, utelukker ikke at det i enkelte sammenhenger kan ha noen fordeler fullt ut å finansiere en utgift med øremerkede inntekter. Dette kan særlig gjelde ved finansiering av private goder med forsikringskarakter. For eksempel har en del land valgt å fondere den inntektsavhengige delen av offentlige alderspensjoner på siden av det ordinære offentlige budsjettet. Videre har enkelte land valgt å organisere arbeidsledighetsstrygden utenfor det ordinære budsjettet.

å la være å gjennomføre nødvendige systemreformer.

Finanskomiteen advarte mot sløsing i bred forstand, enten med offentlige midler eller med ressursene som bidrar til verdiskaping i fastlandsøkonomien. Mange land med store inntekter fra naturressurser har erfart at slike inntekter kan undergrave verdiskaping og vekstevne, enten ved at konkurranseutsatt sektor bygges for kraftig ned eller gjennom dårlig bruk av arbeidskraft og realkapital. Sett i lys av dette er påminnelsen fra finanskomiteen betimelig.

Det overordnede bildet er at Norge har lykkes forholdsvis godt med å ta vare på ressursene i fastlandsøkonomien i årene etter 2001, samtidig som de løpende inntektene fra olje og gass har vært på sitt høyeste. Pensjonsfondet har gjort oss i stand til å skille opptjeningen av oljeinntektene fra bruken av dem. Handlingsregelen har lagt til rette for en gradvis opptrapping og bærekraftig bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet, samtidig som det har vært lagt vekt på å bidra til god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet. En stabil økonomisk utvikling er en viktig forutsetning for økonomisk vekst. Dessuten er yrkesdeltakelsen høy, arbeidsledigheten lav, og arbeidslinjen er holdt fast som prinsipp for våre velferdsordninger. Det er gjennomført en pensjonsreform som gjør de offentlige finansene mer robuste mot økning i levealderen.

Også framover er det viktig at vi ikke bruker oljepengene til å støtte opp om pensjons- og trygdeordninger som ikke er bærekraftige over tid. Høy arbeidsinnsats er viktig for å finansiere offentlige utgifter til bl.a. velferd og helse. Hvis arbeidsinnsatsen i samfunnet ble redusert med 10 pst., fordi flere ble stående utenfor det betalte arbeidslivet, ville det redusere Norges nasjonalformue med et like stort beløp som den samlede petroleumsformuen i bakken og i Statens pensjonsfond utland. Arbeidslinjen bør derfor fortsatt ha stor vekt i den økonomiske politikken, og nødvendige systemreformer bør gjennomføres uavhengig av oljeinntektene.

Prioriteringene i offentlige budsjetter kan bidra til å støtte opp under økonomiens vekstevne. Områdene som finanskomiteen i 2001 løftet fram i sin innstilling, er i så måte viktige. Samtidig finner Produktivitetskomisjonen og Scheel-utvalget at ressursbruken på disse områdene kunne vært mer effektiv. For vekstevnen er det viktig at ressursene brukes effektivt på alle budsjettområder.

Utvalgets vurdering er at øremerking av oljeinntektene til bestemte formål ikke vil bidra til

effektiv ressursbruk og høyere vekst. På samme måte bør vi unngå oppstillinger eller andre særordninger som i praksis gir karakter av øremerking. Handlingsregelen er en retningslinje for bruk av oljeinntekter, og den bør etter utvalgets vurdering ikke få som tilleggsoppgave å bidra til at offentlige ressurser brukes til bestemte formål. Det er flere grunner til dette:

- I praksis er det svært krevende å skille ut bevilgninger som støtter opp under framtidig vekst fra andre budsjettformål. Den tekniske avgrensingen mellom drift og investeringer i offentlige budsjett og regnskap er lite egnet som rettesnor.
- Et slikt skille vil fragmentere budsjettet og gjøre det vanskelig å få til en god og helhetlig prioritering av offentlige utgifter og inntekter. Det kan svekke vår evne til å legge til rette for en stabil utvikling i norsk økonomi og vil også øke presset på andre deler av budsjettet, som helse, politi og rettsvesen.
- Ressursbruken i offentlig forvaltning bør vurderes samlet, uavhengig av om den er finansiert med skatteinntekter, oljeinntekter eller andre inntekter.

Handlingsregelen har gitt et ankerfeste for finanspolitikken. Det er en styrke at regelen er forholdsvis enkel. Det er også en styrke at den har hatt bred politisk oppslutning, noe som bl.a. skyldes at den legger føringer på balansen i budsjettet, men ikke på nivået av offentlige utgifter. Det er ulike syn på offentlig forvaltnings rolle og velferdsstatens oppgaver. I tråd med dette har skiftende regjeringer supplert regelen med ulike ambisjoner for nivået på skatter og avgifter. Det vil være krevende å få bred politisk oppslutning om en tilleggsregel som legger eksplisitte føringer for skattnivået og hvilke formål offentlige utgifter skal dekke. Framtidige Storting vil trolig i mindre grad føle seg bundet av slike føringer. Et slikt tillegg ville også gjort handlingsregelen mer kompleks og vanskeligere å kommunisere.

En bedre ressursbruk krever at det legges mer vekt på resultater enn bevilgninger. Det er den beste måten man kan følge opp finanskomiteens råd om å bruke offentlige ressurser effektivt og slik at de støtter opp under framtidig vekst. Det krever et godt grunnlag for beslutninger hvor det tas høyde for usikkerhet og legges til rette for at resultatene av tiltak kan etterprøves, særlig ved innføring av reformer. For investeringer bør det

legges stor vekt på samfunnsøkonomisk nytte. Nivået på offentlige utgifter i Norge er allerede høyere eller på linje med nivået i andre land, også på områder som samferdsel og kunnskap.

I strukturpolitikken er det mange uløste oppgaver. Rapporten fra Produktivitetskommisjonen viser at ressursene kan brukes mer effektivt på mange områder. Å ta tak i disse blir viktig i en situasjon der veksten i produktiviteten har falt noe tilbake, aktiviteten på norsk sokkel ser ut til å avta og aldringen av befolkningen gradvis vil utfordre bærekraften i våre offentlige finanser.

11.6 Referanser

- Balazs, Egert Thomasz Kzluk og Douglas (2009): *Infrastructure and Growth: Empirical Evidence*, CESIFO Working Paper No. 2700.
- Bivens, Josh (2014): *The Short- and Long-Term Impacts of Infrastructure Investments on U.S. Employment and Economic Activity*, Economic Policy Institute Briefing Paper 374.
- Calderón, César, Enrique Moral-Benito, Luis Servén (2011): *Is infrastructure capital productive? A dynamic heterogeneous approach*. Journal of Applied Econometrics, 30, 177–198.
- Finansdepartementet (1985): *Petroleumsfond som styringsinstrument i finanspolitikken. Rapport fra en embetsmannsgruppe oppnevnt av Finansdepartementet*. Avgitt 23.01.1985.
- Finansdepartementet (2014): *Nasjonalbudsjettet 2015*. Meld. St. 1 (2014–2015)
- International Monetary Fund (2014): *Update on the Fiscal Transparency Initiative*, IMF Policy Paper.
- Lie, Einar (1998): *Den norske Creditbank 1982–1990. En storbank i vekst og krise*. Universitetsforlaget.
- NOU 2014: 13: *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi* (Scheel-utvalget).
- OECD (2013): *Education at a Glance 2013*, OECD.
- OECD (2014): *OECD Principles of Budgetary Governance*, Draft Recommendation of the OECD Council on the Principles of Budgetary Governance.
- OECD (2015): *Going for Growth 2015*, OECD.
- Skogstrøm, Jens F., Heidi Ulstein, Rasmus B. Holmen, Endre K. Iversen, Kaja Høiseth-Gilje, Magnus U. Gulbrandsen og Leo A. Grünfeld (2013): *Investering i vei – blir næringslivet mer produktivt?* Menon-publikasjon nr. 36/2013.

Vedlegg 1

Handlingsreglers politiske og historiske betydning

Av Einar Lie¹

I en kort gjennomgang av handlingsregelens politiske og historiske betydning er et naturlig å ta utgangspunkt i hvilken rolle prinsipper og regler for budsjettpolitikken har spilt mer generelt, og særlig i forholdet til bruk av oljeinntekter. Avslutningsvis gis så noen refleksjoner om handlingsregelen.

Har alltid hatt regler, men noen unntak

Mange tenker på tiden fra 2001 som årene da vi har hatt en regel for budsjettpolitikken, men ikke tidligere.

Det er ikke riktig. Holder vi verdenskrigene utenom, har vi har med få unntak alltid hatt regler. Unntaket er 1970-tallet, 1980-tallet og sent på 1990-tallet, da oljeinntekter preget den politiske debatten, men med uklare prinsipper for hvordan de skulle analyseres og anvendes. Dette skapte store utfordringer for partier som ønsket en relativt moderat bruk av oljepenger, eller satt i regjering – det har vært en tendens til betydelig overlap her.

Det kan kanskje være fristende å tenke at det er best ikke å ha noen regel, og heller ta utgangspunkt i langsiktige fremskrivninger og langsiktige vurderinger, herunder hensynet til statsfinansene, hensynet til indre og ytre balanse, hensynet til nålevende og kommende generasjoner, og der nest gjøre opp budsjettet ut fra en sum av de ulike hensyn.

Antakelig er ikke en slik fremgangsmåte praktisk mulig innenfor rammen av de politiske institusjonene man har i Norge. Erfaringene fra de perioder man ikke har hatt klare regler for budsjettpo-

litikken, er at langsiktige hensyn da ikke har fått noen sentrale rolle. Et stykke på vei gjelder det samme for stabiliseringspolitiske hensyn. Snarere er det mer kortsiktige politiske hensyn, preget av sterkt press for økt pengebruk, som i slike perioder har vunnet frem.

Før oljen – direkte forbindelse mellom utgifter og skatter

Før vi fikk oljeinntekter var økte skatter og avgifter prisen for økte offentlige utgifter. Kostnaden var tydelig og umiddelbar, og det var upopulært å øke skatter og avgifter. Dette virket fordi «overskudd før lånetransaksjoner» var en fungerende krittstrek. Dette sikret sterke statsfinanser frem til litt ut på 1970-tallet.

Før andre verdenskrig var underskudd i statsbudsjettet endog forbudt. Det var en konsekvens av de store underskuddene og den økte statsgjelden under og etter første verdenskrig.

På 1800-tallet og frem til første verdenskrig var det også strikte regler for hvordan statsfinansene ble styrt. Det ble laget langsiktige fremskrivninger av kostnadene ved de forpliktelsene man tok på seg, særlig i tilknytning til de kostnadskrevende utbyggingene av jernbane og annen infrastruktur. Et fjernt eksempel på regelstyringen den gang, lå i de politiske reaksjonene på et kraftig fall i tollinntektene i tilknytning til et økonomisk tilbakeslag på 1870-tallet. Tollinntektene var regnet inn som en del av grunnlaget for å nedbetale statslån, og bortfallet av inntekter ble raskt møtt med betydelige reduksjoner i statlige budsjetter.

Det er interessant å merke seg at Norge har aldri hatt noen såkalt «default» på statsgjelden. Staten har hatt store gjeldsproblemer, særlig i tiden etter 1814 og etter første verdenskrig. Men dette har myndighetene greid å håndtere, til dels med store kostnader i form av nedskjæring og begrenset handlingsrom for staten.

¹ Einar Lie er professor ved i økonomisk historie ved Universitetet i Oslo. Dette notatet er basert på en innledning han holdt for utvalget 9. april 2015. På utvalgets ønske er ikke omtalen vesentlig utvidet eller endret i forhold til den innledningen som der ble holdt. Det vises til litteraturlisten for nærmere referanser. For å holde teksten enkel, er det ikke innarbeidet referanser i den løpende teksten.

Etter oljen – en mer krevende politisk virkelighet

Runde 1 – 1970-tallet

På mange måter kom oljepengene inn i norsk økonomi på et uheldig tidspunkt, rett etter EU-striden i 1972 og ikke lenge etter sammenbruddet av Bretton Wood i 1971. Det første skapte en mer ustabil politisk situasjon i Norge med en kraftig svekkelse av tradisjonelle autoritetssentre, både på den politiske arena og innad i fagbevegelsen. Det andre åpnet for en friere og mindre forutsigbar penge- og valutakurspolitikk, og gjorde dermed også rammene for budsjettpolitikken mer flytende.

Det var likevel oljeprishoppet i 1974 som skapte den kraftige økningen i oljeinntektene og virkelig forandret norsk politisk debatt.

Prisøkningen ble i offentligheten først møtte med bekymring for fremtiden. Det gikk noen måneder før noen tok tak i hvordan økte oljepriser påvirket inntektssiden i statsbudsjettet. Men gjennom 1974 endret vissheten om store fremtidige oljeinntekter debatten. Det enkleste og tydeligste uttrykket fikk dette i Anders Langes parti, senere Fremskrittspartiet, med slagordet: «Nordsjøens skatter skal betale det norske folkets skatter». SV gjorde et brakvalg i 1973 – og partiet markerte seg særlig på saker som bedret velferd, trykde-økninger og økning i bøndernes inntekter. Oljeinntektene gjorde dette lettere å levere.

Men alle partier var på preget av den nye situasjonen. I behandlingen av stortingsmelding nr. 25 fra 1974, et av de mest omtalte og kanskje viktigste dokumentene når det gjelder håndtering av oljerikdommen, ser vi dette tydelig. Stortingsdebatten skilte egentlig ikke så sterkt mellom «pådrivere» og «forsiktige» i tanker og planer om fremtidig pengebruk, men forslagene til nye satsinger ble fordelt på saker og sektorer ut fra partiens etablerte saker og preferanser.

I og for seg var det ikke så store kontraster fordi Arbeiderpartiet som regjeringsparti også sto for en meget ekspansiv linje i budsjettpolitikken og selv argumenterte for å bruke mye oljepenger på forskudd. Argumentene for dette ble forsterket av tilbakeslaget i internasjonale konjunkturer midt i tiåret. Store reformprosesser, spesifikke støttetiltak og motkonjunkturpolitikk ble raskt lansert i årene 1974-77. Samtidig ga lønnsoppgjørene store realinntektsøkninger, til dels med staten som aktiv bidragsyter. Finansdepartementet inntok på flere områder rollen som pådriver for økt pengebruk, noe som vel neppe har hendt verken før eller siden. Dette skjedde innenfor et offentlig klima hvor det ville vært svært vanskelig å holde igjen.

Alt i alt ble dette en meget ekspansiv fase drevet av at man ville få oljepenger. Filosofien var å bruke inntektene etter hvert som de kom inn, og heller moderere utvinningstempoet. I stortingsmeldingen fra 1974 ble det ikke lagt opp til noe oljefond. Muligheten var nevnt *en passant* i stortingsmelding nr. 25, men fikk ingen sentral plass i debatten. Det var tempoet i utvinningen som ble diskutert i Stortinget, der man i langsiktige diskusjoner var enige om en viss moderasjon.

Tempoet i oljeutvinningen ble nok ikke et så presist styringsinstrument som man hadde sett for seg. For det første ble tempoet forskjøvet av pressgrupper, som viste til sysselsetting og industrielle hensyn. For det andre viste det seg etter hvert at anslagene på hvor mye man ville få ut av hvert enkelt felt, var for lave. Her fant det sted en utrolig teknologiutvikling, slik at utnyttingsgraden på mange av feltene over tid ble nesten doblet sammenliknet med hva man først trodde. Og uansett brukte man «penger på forskudd», som det het. Logisk nok, oljen hadde jo en stor nåverdi. Men man var altså blitt enige om noe annet, nemlig å bruke pengene etter hvert som de kom, samtidig som man brukte på forhånd.

Tidligere sentralbanksjef Hermod Skånland, med sin sans for treffende spissformuleringer, formulerte dette slik: «Omhyggelig staket vi ut en kurs, og la deretter straks i vei i en annen retning.»

Runde 2 – 1980-tallet

Mot slutten av 1970-tallet fikk vi underskudd i utenriksøkonomien, og det ledet til en viss innstramming i 1978, som ble videreført frem til oljeprisøkningen i 1979/80 gjorde virkning.

Høyre forsøkte dessuten å etablere en egen ramme, knyttet til offentlige utgifters andel av fastlands-BNP, som skulle være under 50 prosent. Men denne fungerte ikke som noe samlende punkt verken i budsjettforberedelser eller offentlig debatt. Høyre brøt selv denne regelen da de kom i regjering. Da Willoch overtok i 1981, hadde han i realiteten ingen annen strategi for bruken av oljeinntekter enn tidligere regjeringer.

Embedsverket i Finansdepartementet opererte på denne tiden med begrepene underskudd for lånetransaksjoner før og etter oljeskatter, men dette hadde dårlig feste i offentlig og politisk debatt, også i den som ble ført innad i regjeringen.

1984, og særlig valgåret 1985, var i sterk grad preget av at man hadde mye oljepenger. I prinsippet kunne man da bygd opp et fond, men i stedet prøvde man å «skjule» avsetningene i valutaeservene. Til tross for en ekspansiv innretning av bud-

sjettpolitikken og en ekstremt ekspansiv pengepolitikk etter dereguleringene av kredittmarkedet var opposisjonen sterkt på den ekspansive siden. «Vi vet at pengene er der», «pengene tyter ut av dyner og madrasser», var vendinger brukt av mindre opposisjonspartier, mens det største opposisjonspartiet snakket om den rike staten som «raserer velferdsstaten».

De få i og rundt regjeringen som ville at det skulle holdes igjen, argumenterte med utgangspunkt i den økonomiske situasjonen og hensynet til konkurransevnen og renten, og ikke ut fra langsiktige hensyn og fremtidige generasjoner. I ettertid har det gjennom foredrag og memoarlitteraturen vært mye diskutert hvem som hadde mest «skyld» i utglidningene på 1970- og 1980-tallet. Med større distanse til den løpende debatten den gang synes det likevel å være en nokså robust oppsummering at det vanskelig lar seg gjøre å identifisere forsiktige og forbeholdne posisjoner i partier og organisasjonsliv i noen av periodene.

Så kom oljeprisfallet vinteren 1985-86, og etter hvert også innstramminger i finanspolitikken. I privat sektor ble gjelden alt for høy og måtte bygges ned igjen. Resultatet ble den kraftigste og mest langvarige konjunkturedgangen i norsk etterkrigshistorie. Summen av åttitallets hendelser la grunnlaget for en høyere ledighet enn man i Norge var vant til, og ikke minst til bankkrisen på starten av 1990-tallet.

Løssluppenhet og manglende disiplin var en del av oppsummeringen på hva som gikk galt. Utglidningene på 1980-tallet og bankkrisen ledet til lærdom, med Solidaritetsalternativet og forsiktig finanspolitikk som resultat. Ingen ville ha ansvaret for å komme i en tilsvarende situasjon en gang til. Solidaritetsalternativet gikk som kjent ikke bare ut på å sikre en moderat lønnsdannelse, men også å holde en fast valutakurs, en rentesetting som forsvarte dette, og en finanspolitikk som aktivtmessig var tilpasset den økonomiske situasjonen. Erfaringene fra siste del av 1980-tallet og 1990-tallet gjorde at dette gikk godt. Oppgangen kom raskere enn forventet.

Runde 3 – sent på 1990-tallet og inn i år 2000

Den tredje runden med oljerikdomsdebatt kom egentlig sent på 1990-tallet. Det var ikke så mye nytt i denne debatten, men Fremskrittspartiet vant nok sterkere frem oppslutningsmessig, og de fikk stor oppmerksomhet. Fremskrittspartiet var et seks-syvprosentparti tidlig i 1990-årene, stabiliserte seg på 15 prosent sent i tiåret og hadde meningsmålinger over 30 prosent høsten 2000. På

dette tidspunktet var den økonomiske retorikken helt i forgrunnen. Arbeiderpartiet, som talte for moderasjon i posisjon, fikk redusert sin oppslutning, fra 25 og ned mot 20 prosent.

Den finanspolitiske diskusjonen før handlingsregelen ble innført gikk egentlig helt uten rammer og krittstreker. Oljefondet var riktignok blitt opprettet i 1990, etter langvarig motstand fra embetsverket i Finansdepartementet. Tempoutvalget foreslo et fond, riktignok et mer beskjedent stabiliseringsfond og ikke et sparefond som vi har i dag, allerede i 1983. Embetsverket i Finansdepartementet var imidlertid skeptisk. Motstanden bygde blant annet på erfaringene fra Folketrygdfondet, som var blitt brukt til å finansiere statsbankene på svært gunstige vilkår. Det var lett å forstå denne motstanden ut fra situasjonen midt på 1980-tallet. Embetsverket skepsis i 1983, 1984 og 1985 er en vesentlig grunn til at det den gang ikke kom noe fond. Vendingen kom da Arne Skauge tiltrådte som finansminister i Jan P. Syses regjering i 1989 og kort etter sin tiltredelses bekjente at det skulle etableres et fond. Men de som laget reglene rundt fondet, var i sterk tvil om det noen gang ville bli satt særlig midler i det. Det var omgitt av prosedyrale regler, men ingenting ble sagt om hvordan og i hvor stor grad eventuelle fondsmidlene skulle brukes.

Først sent på 1990-tallet kom debatten om bruken av oljepenger. Fremskrittspartiet var drivende for å åpne diskusjonen. De som argumenterte for restriktiv bruk av oljepenger, hadde det tungt. De brukte hensynet til at økonomisk press og konsekvenser for renten som argumenter for å holde igjen, og i mindre grad generasjonsperspektivet. Diskusjonen gikk på at økt bruk skapte lønnspress og inflasjon, og at dette ødela konkurransevne og ga en høyere rente, noe ingen ville ha. Men hvor man var i dette terrenget ut fra pengebruk som andel for eksempel av nivået på oljeinntekter eller finansiell formue, var ikke reflektert noe sted. Meningsmålinger og valget i 2001 viste også at regjeringspartiet tapte terreng, mens de som argumenterte for en vesentlig høyere oljepengebruk, gikk frem. Slike endringer i oppslutning skyldes alltid mange ulike forhold, men det er liten tvil om at de overordnede diskusjonene om prioriteringer og inntektsanvendelse bidro til de store velgerforskyvningene.

I denne perioden ga det en stor og åpenbar politisk belastning å skulle argumentere for forsiktig bruk av oljeinntekter, når opposisjonen og offentligheten stadig pekte på udekte behov i samfunnet. Udekte behov var det mange av i 2000, på

samme måte som vi alltid har hatt det i fortiden og ganske sikkert vil ha det også i fremtiden.

Den første avsetningen til oljefondet kom først i 1996, og den var liten. Oljeprisene var lave på det aller meste av 1990-tallet. Selv i 1999 var oljeprisen nede mot 10 dollar fatet i deler av året. Men så økte den kraftig. Kombinasjonen av høye produksjonsvolumer og betydelige økte oljepriser ga utsikter til store overskudd i statsbudsjettet og rask økning i kapitalen i oljefondet. Det var på høy tid å lage en regel for hvordan fondets midler skulle brukes.

Noen betraktninger om handlingsregelen

Det gikk kort tid fra forslaget om handlingsregelen ble lagt frem i mars 2001 til Stortinget sluttet seg til den. Fremskrittspartiet sto alene om å være imot. Men ellers er det forbausende hvor raskt og greit regelen ble innarbeidet og akseptert, og den har siden lettet den offentlige debatten kraftig.

Handlingsregelen forholder seg til to forhold – hvor mye skal man ta inn i økonomien og generasjonsperspektivet. Den økonomiske debatten har etter dette i større grad forflyttet seg til om man er for og imot handlingsregelen – dvs. beskytte norsk økonomi og fremtidige generasjoner – og ikke for og i mot konkrete forslag, målt opp mot noe som fremstår som abstrakte esoteriske argumenter. Man etablert en retorisk ressurs som representerte et godt formål som kunne stilles opp mot alle andre gode formål som konkurrerer om oppmerksomhet og oppslutning.

Handlingsregelen har en enkelhet og en moralsk forankring som er knyttet til hensynet til fremtidige generasjoner. Dette er en moralsk appell som er forståelig, og som harmonerer også med utfordringer og diskusjoner om andre langsiktige samfunnsutfordringer. Den er lett å kommunisere og lett å nå frem med den. Regelen ble fort akseptert i politikernes omland. Dermed ble det ikke like belastende som tidligere å argumentere for en viss moderasjon.

På den annen side er fondet blitt mye større enn man hadde sett for seg. Vi har derfor kunnet fase inn ekstremt mye penger de siste årene. Det kan ha vært en medvirkende grunn til at regelen ikke har vært utfordret. Uansett har handlingsregelen i mindre grad virket begrensende på oljepengebruken enn man i utgangspunktet hadde sett for seg. Det kan slik sett være fristende å si at

den økonomiske debatten har hatt vel så mye glede av regelen som økonomien.

På den annen side er det nærmest umulig å tenke seg situasjonen uten handlingsregelen. Ut fra erfaringene fra 1970- og 1980-tallet kunne bruken av oljepenger vært enda høyere uten handlingsregelen. Det er vanskelig å tenke seg at man da ville fått en mindre oljepengebruk. Her må det igjen minnes om at det var politisk sett ekstremt belastende å argumentere for moderasjon med så høye oljeinntekter som man fikk på starten av 2000-tallet.

Samspeillet med pengepolitikken er heller ikke helt blitt slik man så for seg i 2001. Man så verken for seg den lave importerte prisstigningen fra Kina, den dype krisen hos våre nærmeste handelspartnere etter 2008 eller de ekstremt høye prisene på vår viktigste eksportvare, olje og gass. Pengepolitikken har derfor ikke fungert som det «riset bak speilet» ved økt oljepengebruk som man i utgangspunktet så for seg i 2001, til tross for at bruken av oljepenger har økt sterkere enn forutsatt. Isolert sett skulle man da kanskje tro at fristelsen til å bruke enda mer av oljeinntektene dermed ville være stor. Når det motsatte har skjedd de siste par-tre årene, for nå ligger oljepengebruken et godt stykke under banen for bruk av oljeinntekter som handlingsregelen trekker opp, må det ses i sammenheng med at fondet er blitt så mye større og gitt et stort rom for utgiftsøkninger.

At regelen nå har vart en stund – hele 14 år – har styrket den. Politiske regler får normalt større autoritet når de er innarbeidet over tid, gjennom politisk og offentlig debatt, og praksis skapt gjennom handling og vedtak. I det konkrete har dette skjedd ved at både politikere, fagpersoner, kommentatorer og velgere nå forholder seg til handlingsregelen. Og ikke minst ved at både partier som var varmt for og mer skeptisk til handlingsregelen, har sittet med regjeringsmakt og -ansvar, og reglene er innarbeidet i deres korporative omland.

En regel for budsjettpolitikken vil nødvendigvis ha et konservativt preg, ved at et tidligere fastlagt prinsipp legger føringer på eller begrenser handlingsrom i samtiden. Til enhver tid vil det være argumenter for å handle annerledes, eller benytte etablerte erfaringer til å reformulere regelen. Argumenter for endring må imidlertid veies mot kostnadene ved slike endringer. Skapes det et inntrykk at man har med bevegelige mål, vil regelen miste sin kraft, ved at tyngden fra tidligere praksis og forpliktelser reduseres eller nullstilles.

Referanser

- Eitrheim, Øyvind og Einar Lie (2014): *Noen riktig lange linjer; Statens inntekter, utgifter og gjeld*, i «Finansdepartementet 200 år – Norsk økonomi fra bankerott til overskudd», Finansdepartementet.
- Eriksen, Tore (2014): *Oljeinntektene til varig glede*, i «Finansdepartementet 200 år – Norsk økonomi fra bankerott til overskudd», Finansdepartementet.
- Innst. S. nr. 229 (2000–2001) *Innstilling fra finanskomiteen om retningslinjer for den økonomiske politikken*.
- Kopits, George og Steven A. Symansky (1998): *Fiscal policy rules*. IMF.
- Lie, Einar (1995): *Ambisjon og tradisjon: Finansdepartementet 1945-1965*, Universitetsforlaget.
- Lie, Einar og Christian Venneslan (2010): *Over evne. Finansdepartementet 1965–1992*, Pax forlag.
- Lie, Einar (2001): *Langsiktighet og styringssvikt i den økonomiske politikken*, i «Den fragmenterte staten» redigert av Bent Sofus Tranøy og Øyvind Østerud, Makt- og demokratiutredningen 1998-2003, Gyldendal Norsk Forlag.
- Lie, Einar (2012): *Norsk økonomisk politikk etter 1905*, Universitetsforlaget.
- NOU 1983: 27 *Petroleumsvirksomhetens framtid* (Tempo-utvalget).
- St.meld. nr. 25 (1973–74) *Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunnet*.
- St.meld. nr. 29 (2000–2001) *Retningslinjer for den økonomiske politikken*.
-

Vedlegg 2

Om beregning av strukturelle budsjettbalanser

1 Hvorfor er det nyttig å beregne strukturell budsjettbalanse?

I de fleste land tillegges hensynet til en stabil økonomisk utvikling stor vekt ved utformingen av den økonomiske politikken. Produksjon og sysselsetting utvikler seg ikke jevnt over tid, og kapasitetsutnyttelsen kan variere mye. Slike svingninger kan gi redusert velferd. Høy arbeidsledighet innebærer en sløsing med ressurser på kort sikt og kan også gi lavere produksjonsevne på lengre sikt dersom arbeidstakere støtes ut av arbeidsmarkedet. En rekke land har erfart at ledigheten går lettere opp enn ned. Store variasjoner i inflasjon og aktivitet skaper også usikkerhet. I tillegg til å være en ulempe i seg selv, kan slik usikkerhet gi lavere investeringer og dermed svekke vekstevnen i økonomien. Det er derfor gode grunner til at land forsøker å redusere svingningene i økonomien.

I finanspolitikken er det ønskelig å la de såkalte automatiske stabilisatorene få virke. Skatte- og avgiftsinntektene varierer med konjunktorene, og disse variasjonene bør normalt få slå ut i endringer i budsjettbalansen. Hvis utgiftene ble redusert når svake konjunkturer gir lav skatteinngang og økt når gode konjunkturer gir høy skatteinngang, ville det forsterket konjunktursvingningene, ikke dempet dem.

Hensynet til skatteutjevning og en jevn utvikling i offentlige tjenester taler også for å la forbigående svingninger i skatter og avgifter slå ut i budsjettbalansen, og ikke i midlertidige endringer i skatte- og avgiftssatser eller utgifter. Dette krever en løpende vurdering av den underliggende utviklingen i offentlige inntekter og utgifter.

Samtidig er det viktig å ha kontroll med utviklingen i offentlig formue over konjunktursyklusen. Også for dette formålet er det påkrevd å ha en formening om hvor stort det underliggende (strukturelle) underskuddet er.

For å kunne vurdere den underliggende situasjonen i offentlige finanser og innretningen av finanspolitikken beregner de fleste land og organisasjoner som OECD, IMF og EU anslag på såkalte

strukturelle budsjettbalanser.¹ I flere land har den strukturelle budsjettbalansen etter hvert også fått en sentral rolle som målstørrelse («intermediate target») i de finanspolitiske rammeverkene. For å kunne vurdere om et strukturelt overskudd er stort eller lite, måles det gjerne som andel av BNP. Endringen i dette forholdstallet brukes ofte som en indikator på om den diskresjonære finanspolitikken er ekspansiv, nøytral eller kontraktiv, jf. omtalen i kapittel 6.

Forskjellige land og institusjoner har valgt ulike framgangsmåter for å beregne strukturell budsjettbalanse. Det mest vanlige internasjonalt har vært å anslå konjunkturutslaget i budsjettet med utgangspunkt i beregnede trendavvik i BNP, jf. Helgadottir m.fl. (2012) og European Commission (2014). En beregner da konjunkturutslaget enten ved å anslå den direkte sammenhengen mellom produksjonsgapet og budsjettbalansen, eller ved å gå via sammenhenger fra produksjonsgap til skattebaser, og fra skattebaser til konjunkturutslag i budsjettet. Den strukturelle budsjettbalansen framkommer som faktisk balanse fratrukket beregnet konjunkturutslag. I tillegg korrigeres det av og til for andre særskilte forhold, slik som regnskapsmessige omlegginger og inntekter av engangskaraktér.

I Norge benyttes en mer disaggregert metode. I stedet for å anslå konjunkturutslag med utgangspunkt i produksjonsgapet anslås underliggende nivå og vekst i 12 ulike skatte- og avgiftsarter og i dagpengeutbetalinger. Dette gjøres ved hjelp av statistiske filtre og spesifikke konjunkturindikatorer som samvarierer med de ulike skatteartene. Det korrigeres i tillegg for enkelte særskilte forhold og for regnskapsmessige omlegginger.

Enten anslagene tar utgangspunkt i en eller flere konjunkturindikatorer, er det vanlig å koble historiske serier opp mot framskrivninger ved

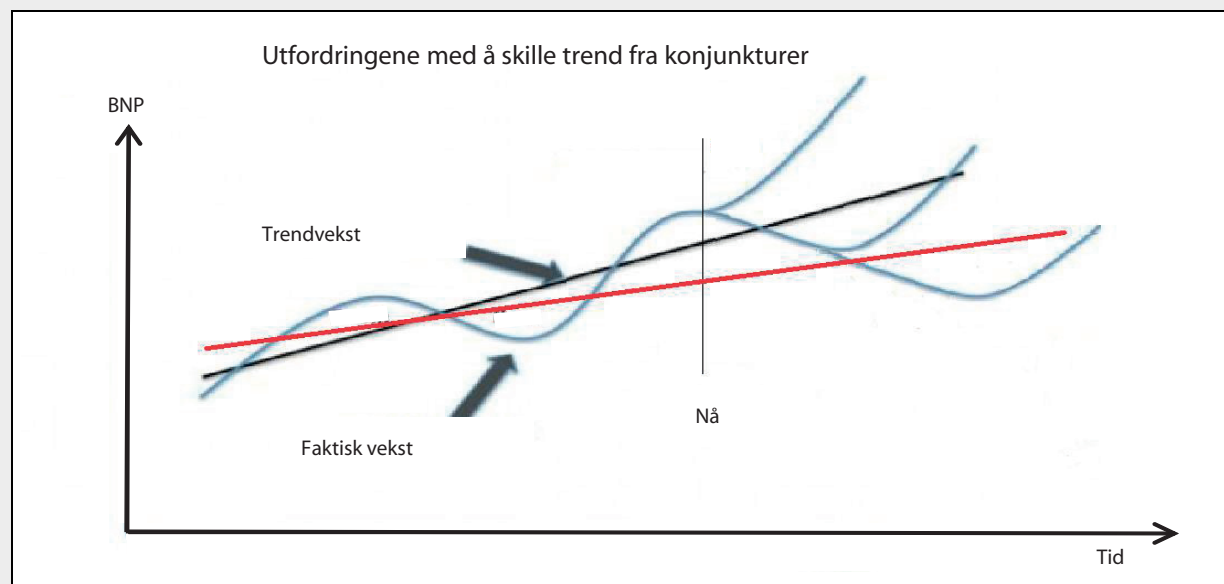
¹ Tanken om å identifisere et strukturelt budsjettunderskudd kan føres tilbake til forslag i USA rett etter annen verdenskrig. Dette ble senere referert til som «the full employment budget surplus» (Carlson 1967).

Boks 2.1 Trenden avhenger av anslag for utviklingen framover

For å kunne føre en fornuftig finanspolitikk er det nødvendig å skille konjunkturutslag i budsjettet fra den underliggende trendutviklingen. Dette er en særdeles krevende oppgave. Utfordringen er forsøkt illustrert i figur 2.1 ved hjelp av et stilisert eksempel.

La oss tenke oss at figur 2.1 viser utviklingen i BNP Fastlands-Norge og at vi kan anta at skatteinntektene følger direkte som en funksjon av dette aktivitetsmålet. Den blå kurven viser den faktiske utviklingen forlenget med tre ulike framtidige utviklingsforløp. Den lodrette streken viser skillet mellom historie og framskrivning.

Det videre forløpet er ukjent når vi skal anslå trenden. Den svarte linjen viser trendutviklingen basert på historiske erfaringer og gjeldende anslag for årene framover. Denne trenden vil bli kraftig endret dersom det sterkeste eller det svakeste forløpet i figuren skulle bli realisert. Den røde trenden er konsistent med det svakeste forløpet. Dersom dette skulle bli forløpet framover, vil trenden skifte kraftig nedover. Avstanden mellom faktisk og potensielt BNP vil da øke kraftig, og anslaget for mye av et budsjettunderskudd som er strukturelt, vil endres i takt med dette.



Figur 2.1 Utfordringene med å skille trend fra konjunkturer

beregning av trend. Det innebærer at en reduserer betydningen av de siste historiske observasjonene (endepunktsproblemet), men samtidig også at beregningene blir følsomme for endringer i oppfatningen om framtidig utvikling. Det er dermed vanskelig å komme utenom at anslag for den underliggende situasjonen i økonomien vil bli revidert etter hvert som man får mer informasjon om den faktiske utviklingen. Når dagens situasjon etter hvert blir historie, kan synet på hva som var strukturelt og hva som var konjunkturt, komme til å endre seg, jf. boks 2.1. I ettertid har vi bedre grunnlag for å skille mellom hva som er konjunktur og hva som er trend, enn vi har i nåtid. Tilsvarende kan også endringer i anslagene for hvor økonomien er på vei, påvirke vurderingen av hvor

økonomien har vært. Dette innebærer at finanspolitikken må utformes på grunnlag av foreløpig informasjon og usikre vurderinger.

De markerte konjunkturbevegelsene de siste ti årene har avslørt svakheter i metodene som har vært benyttet for å beregne strukturelle budsjettbalanser. Under oppgangskonjunkturer fra 2004 til 2007 ble de beregnede strukturelle budsjettunderskuddene i flere EU-land kraftig redusert, og langt mer enn det som kan forklares av aktive innstrammings tiltak i budsjettpolitikken, jf. Morris m.fl. (2009). Da konjunkturerne snudde, ble det nødvendig å justere anslagene for strukturelt underskudd opp igjen. I ettertid må en dermed konkludere med at de beregnede strukturelle budsjettbalansene til dels ga misvisende signaler

om en markert forbedring i den underliggende situasjonen i offentlige finanser i forkant av finanskrisen. Dette kan ha bidratt til en politikktutforming som i ettertid har vist seg ikke å være bærekraftig, jf. Larch og Turrini (2009). I lys av disse erfaringene har det de siste årene vært betydelig oppmerksomhet internasjonalt om behovet for å videreutvikle beregningene av strukturelle budsjettbalanser. Dette arbeidet har tatt ulike retninger, men ser gjennomgående ut til å innebære større detaljeringsgrad i beregningene, jf. Mourre m.fl. (2014), Price og Dang (2011) og Morris og Schuknecht (2007).

Også i Norge har det vært betydelig revisjoner i anslagene for den strukturelle budsjettbalansen. Kombinasjonen av en kraftig bedring av bytteforholdet overfor utlandet, lav rente og rimelig god vekst hos Norges handelspartnere ga sterk vekt i etterspørselen mot norsk næringsliv, særlig etter 2003. Utvidelsen av EU i 2004 innebar at denne oppgangen i etterspørsel delvis kunne møtes ved en uventet kraftig økning i arbeidsinnvandringen til Norge. Sysselsettingen steg derfor langt sterkere enn lagt til grunn i de makroøkonomiske framskrivningene, med tilhørende høyere inntekter fra skatt på arbeid. Skatter fra foretak i fastlandsøkonomien utviklet seg også bedre enn ventet. I sanntid var det ikke åpenbart hvor mye av skatteoppgangen som burde betraktes som konjunkturrell. I 2010 ble opplegget for å beregne underliggende skatter og avgifter endret, noe som ga opphav til en betydelig revisjon av tallene, jf. omtale i Revidert nasjonalbudsjett 2010. De to siste årene har imidlertid skatte- og avgiftsinntektene utviklet seg svakere enn ventet. Samtidig er anslagene for årene framover satt litt ned i lys av utsikter til litt svakere underliggende vekst i økonomien framover, jf. omtale i Nasjonalbudsjettet 2015 og Revidert nasjonalbudsjett 2015. Dermed er anslagene for strukturelle skatter og avgifter igjen noe nedjustert.

Det neste avsnittet i dette vedlegget gir en oversikt over det norske opplegget for å beregne den strukturelle, oljekorrigerte budsjettbalansen. Dernest følger et avsnitt om revisjoner og usikkerhet i anslagene, mens beregningene i enkelte andre land og i internasjonale organisasjoner omtales i et siste avsnitt før oppsummeringen.

Internasjonalt har det de senere årene vært en del interesse for mer langvarige sykler i kreditt og boligpriser. For Norges del er kanskje den lange sykkelen i oljevirkningskraften og langsiktige bevegelser i bytteforholdet overfor utlandet av særlig betydning. Problemet er imidlertid det samme – slike lange sykler fanges bare i begrenset grad

opp i beregningene av strukturelle underskudd. Denne problemstillingen drøftes primært i kapittel 6, og ikke i dette vedlegget.

2 De norske beregningene

De norske beregningene av strukturell budsjettbalanse startet i 1986. I starten ble konjunkturvirkningene på offentlige inntekter i hovedsak anslått med utgangspunkt i utviklingen i samlet sysselsetting. Dette avspeiler at en vesentlig del av skatteinntektene er knyttet til lønn. I tillegg ble det beregnet egne korreksjoner for konjunktursvingninger i bilavgifter og utgifter til arbeidsledighetstrygd.

På 1980- og 1990-tallet ble det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet primært brukt som et mål på hvor ekspansiv finanspolitikken var. Dersom underskuddet økte som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge, ble det tolket som at finanspolitikken var ekspansiv. Tilsvarende ble en fallende underskuddsandel tolket som kontraktiv finanspolitikk. En uendret andel ble karakterisert som nøytral finanspolitikk. Etter at handlingsregelen ble etablert, er det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet også blitt brukt som mål på den underliggende bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet, dvs. hva innretningen av finanspolitikken ville innebære for nivået på overføringen fra fondet til budsjettet i en normal konjunktursituasjon. Det ble dermed viktig å kunne gi et fornuftig anslag på *nivået* på det strukturelle underskuddet, målt i kroner, ikke bare for *endringen* målt som andel av trend-BNP.

Etter 1986 er beregningsopplegget revidert flere ganger, med sikte på å fange opp konjunktursvingninger i de ulike skatte- og avgiftsartene på en best mulig måte. Det norske beregningsopplegget er i dag noe mer disaggregert enn det som er vanlig i mange andre industriland og i internasjonale organisasjoner, jf. Finansdepartementet (2011). Dette må bl.a. ses i sammenheng med at det strukturelle underskuddet spiller en ulik rolle i utformingen av finanspolitikken i forskjellige land og med at tilgangen til informasjon er forskjellig. Internasjonale organisasjoner vil vanligvis ikke ha like god tilgang til detaljerte data som nasjonale myndigheter og må i tillegg tilstrebe et ensartet beregningsopplegg på tvers av land.

Ved beregning av strukturell balanse må det bl.a. tas stilling til følgende:

- Skal beregningene omfatte hele offentlig forvaltning eller kun statsbudsjettet?

- Skal beregningene ta utgangspunkt i nasjonalregnskapets definisjoner (påløpt) eller føringen i statsbudsjettet (bokført)?
- Hvilke inntekts- og utgiftsposter er det relevant å konjunkturkorrigere?
- Hvordan skal en gå fram for å anslå strukturelle nivåer for ulike offentlige inntekter og utgifter?
- Er det andre forhold enn konjunkturer som det er hensiktsmessig å korrigere for, herunder engangsinntekter og regnskapsmessige omlegginger?

Nedenfor gjøres det rede for hvordan disse forholdene er håndtert i Finansdepartementets opplegg for å beregne strukturell balanse for Norge.

Avgrensning og periodisering

I Norge beregnes strukturell, oljekorrigert budsjettbalanse for *statsforvaltningen*. Det vanligste internasjonalt, og særlig for de internasjonale organisasjonene, er å beregne strukturell budsjettbalanse for hele offentlig forvaltning. Årsaken til at man i Norge har valgt å gjennomføre beregningene for statsforvaltningen, er indikatorens sentrale rolle i behandlingen av statsbudsjettet i regjering og Storting. I denne sammenhengen er det en fordel at indikatoren er nært knyttet til de størrelser det skal fattes beslutninger om, og ikke avhenger av beslutninger som tas på andre forvaltningsnivåer.

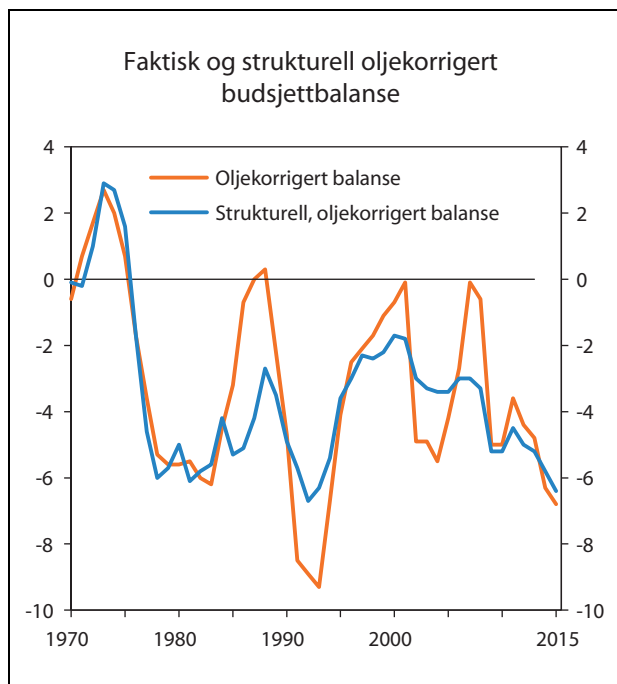
Statsbudsjettet og statsregnskapet er *kontantbasert*, dvs. at det er de faktiske inn- og utbetalinger som føres i budsjett og regnskap. Det vanligste internasjonalt er å ta utgangspunkt i tall for offentlig forvaltning etter nasjonalregnskapets definisjoner, dvs. regne i påløpt verdi. Forskjellen er i hovedsak periodiseringen av skatteinntektene. Ved kontantprinsippet er det de skattene som faktisk betales inn i et budsjettår som inngår, ikke de som har påløpt gjennom året. Over tid vil dette ha begrenset betydning for tallene, men for et enkelt år kan det være betydelig forskjell mellom påløpte og bokførte skatter. Dette gjelder særlig foretaksskattene, som betales ett år etter at de påløper.

Helt siden de første norske beregningene ble presentert i 1986, er *inntekter og utgifter knyttet til petroleumsvirksomhet* holdt utenom den strukturelle balansen. Også OECD holder petroleumsvirksomheten utenom i sine beregninger av strukturell balanse for Norge. Oljevirkosomheten gir i

en begrenset tidsperiode ekstraordinært høye og volatile inntekter til staten. En forsto tidlig at dette tilsa at disse inntektene burde gis en særskilt behandling i budsjettet, slik at ikke vedtakene om skatte- og utgiftsnivå ble påvirket av urealistiske oppfatninger om statens langsiktige handlingsrom. Med etableringen av Statens petroleumsfond, forløperen til Statens pensjonsfond utland, fikk denne forståelsen en institusjonell forankring. Som omtalt i kapittel 3 om etablering av handlingsregelen, overføres statens petroleumsinntekter i sin helhet til fondet, hvis eneste utbetaling er en overføring tilbake til budsjettet for å dekke det oljekorrigerte underskuddet.

Dette betyr at *nivået* på det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet i Norge ikke er direkte sammenlignbart med tilsvarende beregninger i andre land. Skulle en foreta en internasjonal sammenlikning av nivået på budsjettbalansen, måtte en trukket inn rente- og utbytteinntektene i Statens pensjonsfond og beregnet en inntektsstrøm fra oljen og gassen på kontinentalsokkelen.

I tillegg til inntektene og utgiftene knyttet til petroleumsvirksomheten inngår heller ikke *kapitaltransaksjoner* i det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet. Mens postene knyttet til petroleumsvirksomheten er spesielle for Norge, er avgrensningen i forhold til kapitaltransaksjoner den samme som benyttes i andre land og av internasjonale organisasjoner. Kapitaltransaksjoner omfatter bl.a. utlån til statsbanker, aksjekjøp og kapitalinnskudd i statlig forretningsvirksomhet (ofte kalt transaksjoner «under streken»). I revidert statsbudsjett for 2015 er det foreslått kapitaltransaksjoner på 225 mrd. kroner på utgiftskapitler og 115 mrd. kroner på inntektskapitler. Disse transaksjonene er omplasseringer av statens finansformue, og ikke utgifter som finansieres av skatteinntekter eller overføringer fra fondet. Utgifter til nybygg og anlegg – altså investeringer i realkapital – er derimot ikke kapitaltransaksjoner, men føres «over streken». Slike utgifter inngår dermed i beregningen av det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet. Et underskudd i offentlige finanser «over streken» gir opphav til et netto lånebehov, og vil redusere statens finansformue. Det er dette underskuddet som dekkes inn ved en overføring fra Statens pensjonsfond utland. Figur 2.2 viser tall for oljekorrigert og strukturell, oljekorrigert budsjettbalanse som prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, slik disse ble anslått i Revidert nasjonalbudsjett 2015.



Figur 2.2 Faktisk og strukturell oljekorrigert budsjettbalanse. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Revidert nasjonalbudsjett 2015.

Hvilke inntekts- og utgiftsposter bør korrigeres for konjunkturer?

I de norske beregningene korrigeres budsjettets inntektsside for at ulike skatte- og avgiftsinntekter avviker fra sine anslåtte trendverdier. Disse kalles gjerne *aktivitetskorreksjoner*, siden hovedforklaringen på avviket er konjunktuelle svingninger i økonomisk aktivitet. Korreksjonene omfatter samtlige skatter og avgifter fra fastlandsøkonomien, selv om skatt på alminnelig inntekt deles mellom kommunesektoren og staten. Det skyldes at det økonomiske opplegget for kommunesektoren utformes som en del av statsbudsjettet.

Når statsbudsjettet utarbeides, siktes det mot en bestemt vekst i kommunesektorens inntekter, normalt innenfor et varslet intervall. Noe av inntektene gis som rammeoverføringer, noe i form av skatt på alminnelig inntekt og kommunal formuesskatt. For gitt skatteandel må kommunene dermed tilføres en større del av skattene på alminnelig inntekt i år der en regner med konjunkturtelt høye skatter enn i år der en regner med konjunkturtelt lave skatter. Ved å korrigere statsbudsjettet for svingninger i samlet skatt på alminnelig inntekt og samlet formuesskatt tas det hensyn til dette. Framgangsmåten innebærer at staten håndterer de konjunktuelle svingningene i kommune-

nes skatteinntekter som legges til grunn når budsjettet utarbeides. Derimot må kommunene selv håndtere konsekvensene av at innbetalte skatter gjennom året kan avvike fra anslagene i budsjettet.

Beregningen av strukturelle skatter tar utgangspunkt i data for innbetalte skatter og avgifter, altså bokførte størrelser, og er delt inn i følgende hovedgrupper:

- *Skatt på arbeid*. Kategorien omfatter arbeidsgiveravgift til folketrygden og personskatter, inklusive formuesskatt på personer.
- *Skatt på kapital*. Kategorien omfatter etter-skuddsskatter fra selskaper og andre upersonlige skattytere (utenom petroleumsvirksomhet), kildeskatt og arveavgift fram til den ble fjernet i 2014.
- *Avgifter*. Kategorien omfatter merverdiavgift, engangsavgift på motorkjøretøyer og øvrige særavgifter, herunder dokumentavgift og diverse sektoravgifter. I tillegg inngår investeringsavgiften fram til den ble fjernet i 2002.

På budsjettets utgiftsside er det bare utgiftene til arbeidsledighetstrygd som korrigeres for virkningen av konjunkturutviklingen. Det gjøres heller ingen korreksjoner for svingninger i andre inntektsposter enn skatter og avgifter. Dette er i tråd med beregningsoppleggene som benyttes av de fleste andre land og av internasjonale organisasjoner, og må ses i sammenheng med at det er vanskelig å identifisere et klart konjunkturmønster i de øvrige postene. Hensynet til at det samlede beregningsopplegget skal være operativt og ikke unødig omfattende, tilsier også tilbakeholdenhet i antall poster som inkluderes i beregningene.

Avgrensningen av hvilke inntekter og utgifter som korrigeres, innebærer at eventuelle svingninger i utbytteinntekter fra selskaper der staten har eierandel (utenom pensjonsfondet) betraktes som strukturelle. Utbytteinntektene på statsbudsjettet falt kraftig i 2009 og 2010, noe som bidro til å løfte det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet etter hvert som informasjonen ble innarbeidet i budsjettallene. Fallet i utbytteinntektene ble omtalt i budsjettdokumentene, og det ble pekt på at disse inntektene ville kunne ta seg opp igjen etter hvert som konjunkturerne snudde.

Hvordan beregnes strukturelle nivåer for de ulike inntekts- og utgiftspostene?

I 2010 endret Finansdepartementet metodene for å beregne strukturelt, oljekorrigert underskudd, jf. omtale i Revidert nasjonalbudsjett 2010 og i en

egen dokumentasjon som er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider. Arbeidet tok utgangspunkt i følgende forhold:

- Det var ønskelig å forbedre anslagene for den underliggende veksten i skatte- og avgiftsinntektene, siden dette er en viktig størrelse for å vurdere handlingsrommet i budsjettet. Tidligere beregninger og beregninger i andre land ga en svært ujevn vekst i strukturelle skatter fra ett år til det neste, med et medsyklisk mønster.
- Det var ønskelig å etablere et mer enhetlig beregningsopplegg, slik at beregningene av strukturell balanse inngikk som en integrert del av arbeidet med inntekts- og utgiftsanslag. For eksempel er det nyttig å ha en oppfatning om den underliggende utviklingen i de enkelte skatte- og avgiftsartene når en skal utarbeide anslag for årene framover.

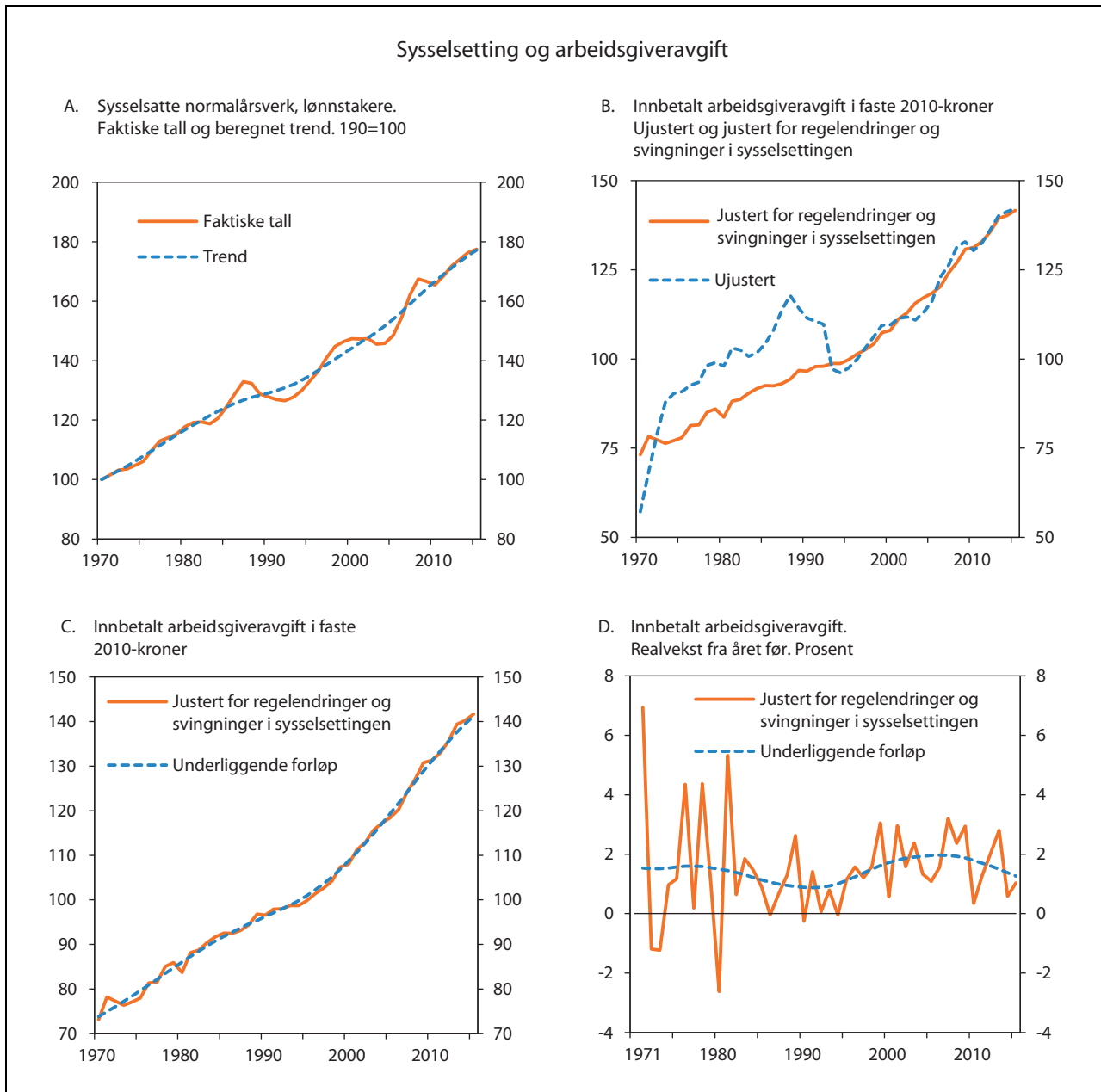
Gjennomgangen av beregningsopplegget i 2010 resulterte i viktige metodemessige endringer som ga større revisjoner i tilbakegående serier enn det som vanligvis følger av å innarbeide ny informasjon om den økonomiske utviklingen. Etter omleggingen omfatter Finansdepartementets beregninger 12 ulike skatte- og avgiftsarter, jf. tabell 2.1, og gjennomføres i flere trinn:

- For å rense ut konsekvensene av politikkbeslutninger justeres de ulike skatte- og avgiftsseriene for endringer i skattesatser og skattegrunnlag, så langt det lar seg gjøre ut fra tilgjengelig materiale. Den viktigste informasjonskilden er anslag på budsjettvirkninger lagt fram i forbindelse med Stortingets årlige budsjettbehandling.
- Tallseriene regnes deretter om til faste priser med en tilhørende prisindeks. For eksempel benyttes lønnsindekser for å prisomregne personskatter, mens konsumprisindeksen benyttes for å prisomregne særavgifter. Dette innebærer at det ikke tas hensyn til konsekvensene for skatter og avgifter av konjunkturelle endringer i priser og lønninger. Hovedgrunnen til denne tilnærmingen er at en heller ikke gjør tilsvarende justeringer på budsjettets utgiftsside. Samlet sett vil en endring i lønnsveksten slå om lag like mye ut på budsjettets utgiftsside som på inntektssiden. Selv om konjunkturjustering av pris- og lønnskomponentene på inntektssiden ville økt innslaget av automatisk stabilisering i budsjettet, ville dette hatt en kostnad i form av mindre stabilt tjeneste- og stønadsnivå.
- Deretter foretas det en forholdsvis enkel konjunkturkorrigering av de ulike skatte- og avgiftsseriene basert på det prosentvise avviket

Table 2.1 Detaljeringsnivå i beregningene av strukturelle skatter og avgifter. Valg av konjunkturindikator og prisindikator

Skatte- og avgiftsart	Konjunkturindikator	Prisindikator
Arbeidsgiveravgift	Sysselsatte normalårsverk, lønnstakere	Lønnsindeks
Personskatter	Sysselsatte normalårsverk	Lønnsindeks
Arveavgift	Sysselsatte normalårsverk	Lønnsindeks
Merverdiavgift	Privat konsum og investeringer i bygg og anlegg	Momsdeflator
Investeringsavgift	Investeringer i Fastlands-Norge	Momsdeflator
Etterskuddsskatter (foretaksskatter)	BNP for Fastlands-Norge	Lønnsindeks/momsdeflator
Kildeskatt aksjeutbytte	Sysselsatte normalårsverk	Lønnsindeks/momsdeflator
Engangsavgift for motorkjøretøyer	Førstegangsregistrerte personbiler	Konsumprisindeks
Årsavgift biler	Bestanden av personbiler	Konsumprisindeks
Dokumentavgift	Privat konsum	Lønnsindeks
Div. sektoravgifter, spill mv.	Privat konsum	Konsumprisindeks
Øvrige særavgifter	Privat konsum	Konsumprisindeks

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 2.3 Syssetting og arbeidsgiveravgift
Kilder: Statistisk sentralbyrå og egne beregninger for utvalget.

mellom faktisk nivå og trend i relevante konjunkturindikatorer, beregnet ved hjelp av et Hodrick-Prescott-filter. For eksempel benyttes nasjonalregnskapets tall for antall syssette som konjunkturindikator for personskatter og sosiale avgifter. For merverdiavgift benyttes utviklingen i privat konsum, for foretaksskattene utviklingen i BNP Fastlands-Norge. Bak dette ligger en antagelse om at de relevante indikatorene inneholder viktig (men ikke nødvendigvis uttømmende) informasjon om både underliggende og konjunkturuell utvikling i de ulike skatte- og avgiftsartene.

- Etter at det er korrigert for regelendringer og konjunkturutslag i hovedindikatoren, kan det fortsatt gjenstå et visst konjunkturmønster i skatteseriene, og de kan også være påvirket av tilfeldige sammensetningseffekter mv. En trend trekkes derfor ut fra de korrigerede skatteseriene ved hjelp av et Hodrick-Prescott filter. Denne trenden tas som uttrykk for den underliggende utviklingen i de enkelte skatte- og avgiftsseriene.
- Konjunkturutslag i de ulike skatte- og avgiftsseriene framkommer som avvik mellom faktisk innbetaling og beregnet underliggende nivå, omregnet til løpende priser.

I figur 2.3 er den stegvise gjennomføringen av aktivitetsskorreksjonen illustrert for en av skatteartene, nemlig arbeidsgiveravgiften. Figur 2.3A viser utviklingen i sysselsatte normalårsverk og beregnet trend, som brukes som konjunkturindikator for innbetalt arbeidsgiveravgift. Utviklingen i innbetalt arbeidsgiveravgift og i arbeidsgiveravgiften justert for regelendringer og svingninger i sysselsettingen er vist i figur 2.3B. Som en ser av figuren, er det fortsatt en del år-til-år svingninger igjen i den justerte tallserien. Det beregnes derfor en trend i den justerte serien, og denne trenden (den stiplede linjen i figur 2.3C) tas som uttrykk for den underliggende utviklingen i den aktuelle skattenserien.

Figur 2.3D viser de to samme tallseriene som i figur 2.3C, men nå som prosentvis vekst fra året før. Som det framgår av figuren, viser den beregnede underliggende serien (stiplet linje) en forholdsvis jevn realvekst i arbeidsgiveravgiften. Serien som bare justerer for regelendringer og svingninger i sysselsettingen (oransje linje) viser derimot store endringer fra år til år. Vi ser også at den justerte serien viser et visst syklisk mønster med sterkere vekst i høykonjunkturer og lavere vekst i lavkonjunkturer. En viktig motivasjon for å beregne det strukturelle underskuddet er nettopp å rense ut slike svingninger for å unngå å føre en medsyklisk politikk.

Den underliggende veksten i arbeidsgiveravgiften har vært forholdsvis sterk de siste par tiårene, noe som må ses i sammenheng med sterk sysselsettingsvekst og økte pensjonspremier. Aldringen av befolkningen trekker isolert sett i retning av svakere vekst i den innenlandske arbeidsstyrken i årene framover, og dermed svakere underliggende vekst i sysselsetting og arbeidsgiveravgift. Samtidig innebærer det felles arbeidsmarkedet i EØS-området at usikkerheten om den framtidige arbeidsstyrken i Norge er større enn tidligere. Hvis norsk økonomi går godt, vil vi kunne få stor arbeidsinnvandring. Hvis det blir vanskeligere å finne arbeid i Norge, vil arbeidsinnvandrerne trolig ikke komme. Dette vil ha betydning for skatte- og avgiftsinntektene til staten, men vil også påvirke offentlige utgifter.

I Revidert nasjonalbudsjett 2015 har Finansdepartementet oppdatert sine anslag for faktisk og underliggende utvikling i skatter og avgifter. Både for skatte- og avgiftsseriene og for konjunkturindikatorerne er trendeberegningene basert på historiske tall fram til 2014, forlenget med framskrivninger fram til 2025. Hovedforutsetninger i framskrivningene er gjengitt i boks 2.2.

Boks 2.2 Framskrivninger av skatter og avgifter i Revidert nasjonalbudsjett 2015

Framskrivningene av skatter og avgifter er basert på en videreføring av det foreslåtte skatte- og avgiftsopplegget for 2015. Med utgangspunkt i Finansdepartementets makroøkonomiske framskrivninger er det lagt til grunn følgende forutsetninger:

- *Skatt på arbeid.* Utviklingen i antall sysselsatte normalårsverk er en viktig indikator for utviklingen i arbeidsgiveravgift til folketrygden og samlede personskatter. I framskrivningene er det lagt til grunn at veksten i antall normalårsverk gradvis avtar fra om lag 1 pst. de nærmeste årene til ned mot $\frac{3}{4}$ pst i gjennomsnitt per år fram mot 2025. For formuesskatt på personer er det utenom regelverksendringer lagt til grunn en gjennomsnittlig nominell vekst på om lag 5 pst. per år fra 2015 til 2025.
- *Skatt på kapital.* Det er lagt til grunn at skatter fra foretak utenom petroleumsvirksomheten vil holde seg om lag uendret som andel av BNP Fastlands-Norge etter 2015. Det tilsvarer en gjennomsnittlig nominell vekst på om lag 5 pst. per år.
- *Avgiftene* følger i hovedsak utviklingen i privat konsum, og den gjennomsnittlige konsumveksten i faste priser er anslått til om lag 3 pst. per år fra 2015 til 2025.

Andre forhold som det er hensiktsmessig å korrigere for

I de norske beregningene korrigeres det også for svingninger i netto renteutgifter og overføringer fra Norges Bank, samt for regnskapsmessige omlegginger. Slike korreksjoner gir et bedre grunnlag for å vurdere både det strukturelle nivået på budsjettbalansen og hvor ekspansivt budsjettet virker på økonomien. Det er vanskeligere for internasjonale organisasjoner som OECD og EU å korrigere for slike forhold, siden de må standardisere beregningsopplegget på tvers av land.

For statens renteinntekter og renteutgifter og overføringene fra Norges Bank korrigeres det i de norske beregningene for forskjellen mellom de faktiske nivåene og de anslåtte normalnivåene. Dette er størrelser som kan endres mye

Table 2.2 Den strukturelle, oljekorrigerte budsjettbalansen. Mill. kroner

	2013	2014	2015
Oljekorrigert underskudd på statsbudsjettet.....	116 454	160 008	180 913
+ Netto renter og overføringer fra Norges Bank. Avvik fra trend ¹	217	462	10 587
+ Særskilte regnskapsforhold.....	0	0	-1 975
+ Skatter og ledighetstrygd. Avvik fra trend.....	7 869	-13 775	-20 739
= Strukturelt, oljekorrigert budsjettunderskudd.....	124 540	146 695	168 786
Målt i prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge	5,2	5,8	6,4
Endring fra året før i prosentenheter (budsjettimpuls) ²	0,2	0,6	½

¹ Det beregnes separate trender for statens netto renteinntekter og overføringene fra Norges Bank.

² Impulsen i 2015 er 0,56 angitt med to desimaler.

Kilde: Revidert Nasjonalbudsjett 2015

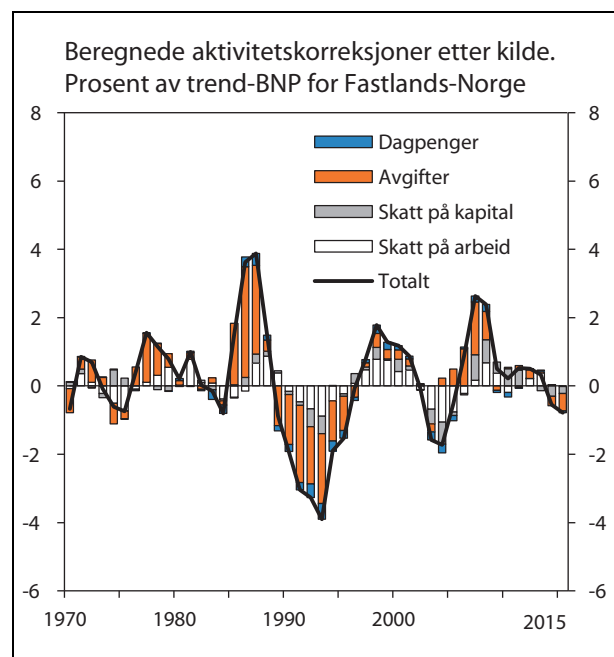
fra år til år, uten at det er et uttrykk for en strukturell svekkelse eller styrking av statsbudsjettet. Slike endringer påvirker heller ikke aktiviteten i økonomien. Fra og med 2002 ble det, som ledd i en økning av Norges Banks egenkapital, i en del år ikke overført midler fra banken til statsbudsjettet. I 2015 overføres det imidlertid igjen midler.

Videre korrigeres det for regnskapsmessige omlegginger og for endringer i funksjonsfordelingen mellom stat og kommune som ikke påvirker den underliggende budsjettbalansen. For eksempel korrigeres det for innføring av skattlegging av uføretrygd i 2015. Personer som mottar uføretrygd før omleggingen, får omregnet trygden slik at verdien av ytelsen etter skatt er om lag uendret. Reformen innebærer at de påløpte skatteinntektene øker om lag like mye som uførepensjonene. Siden skatter innbetales med et visst tidsetterslep, blir imidlertid utgiftene på budsjettet noe høyere enn de bokførte skattene i 2015.

Anslagene i Revidert nasjonalbudsjett 2015

Tabell 2.2 viser korreksjonene for årene 2013-2015 slik de anslås i Revidert nasjonalbudsjett 2015. Aktivitetskorreksjonene anslås i 2015 å utgjøre -20,7 mrd. kroner. Netto renteinntekter og overføringer fra Norges Bank anslås i 2015 å ligge 10,6 mrd. kroner over normalnivået, mens regnskapsmessige justeringer trekker i motsatt retning med 2,0 mrd. kroner. Samlet gjør dette at det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet i 2015 ligger 12,1 mrd. kroner lavere enn det faktiske, oljekorrigerte underskuddet.

Aktivitetskorreksjonene har gått fra å være positive i 2013 til å være negative i 2014 og 2015. I 2015 gjelder to tredeler av aktivitetskorreksjonene avgiftsinntektene, som for inneværende år anslås å ligge mer enn 13 mrd. kroner lavere enn trendnivået. De anslåtte avvikene fra trend er imidlertid ikke svært store sett i et historisk perspektiv. Figur 2.4 viser størrelsen på aktivitetskorreksjonene tilbake til 1970. Figuren viser at aktivitetskorreksjonene var særlig store på den positive siden i forkant av den internasjonale finanskrisen i 2008, rundt årtusenski­ftet og midt



Figur 2.4 Beregnede aktivitetskorreksjoner etter kilde

Kilde: Revidert nasjonalbudsjett 2015.

på 1980-tallet. På den motsatte siden var de negative korreksjonene størst under bankkrisen i første del av 1990-tallet, samt i årene 2002-2004. Sett over tid kommer de største bidragene til aktivitetskorreksjonene fra avgiftene.

3 Revisjoner av strukturelle budsjettbalanser

Indikatorer for strukturell balanse spiller en sentral rolle i de finanspolitiske rammeverkene i mange land, samt i EU. En viktig grunn til dette er at en ønsker å legge til rette for en stabilitetsorientert finanspolitikk og en jevn utvikling i skattesatser og offentlige velferdsordninger. Samtidig er det betydelig usikkerhet om slike anslag, noe som bl.a. kommer til syne i store revisjoner. En god forståelse av usikkerheten i anslagene er nødvendig for å få en hensiktsmessig bruk av indikatorer for strukturell balanse. En analytisk inngang til kilder til usikkerheten følger av boks 2.3.

Generelt om revisjoner av strukturelle budsjettbalanser

Konjunktorendringer skal i utgangspunktet ikke påvirke anslaget for det strukturelle underskuddet. I praksis er det imidlertid svært vanskelig å skille mellom endringer i budsjettet som skyldes konjunkturer og endringer av mer strukturell karakter. Erfaringene fra Norge og flere andre land de siste årene viser at vår vurdering av normalsituasjonen i økonomien kan bli vesentlig endret på forholdsvis kort tid.

Størrelsen på revisjonene er avhengig av hvor mye BNP-trenden revideres og av hvor store de automatiske stabilisatorene er. Det første belyses av figur 2.5. Det andre av figur 5.1 i kapittel 5.

Figur 2.5 viser anslag for potensiell produksjon i USA og euro-området for henholdsvis alle og noen utvalgte år etter finanskrisen. Revisjonene er store, særlig for euro-området. En rekke historiske observasjoner bekrefter at dype tilbakeslag ledsaget av systemiske kriser i finansmarkedet, gir svært langvarige svekkelser i det økonomiske aktivitetsnivået, noe som indikerer svek-

Boks 2.3 Kilder til usikkerhet

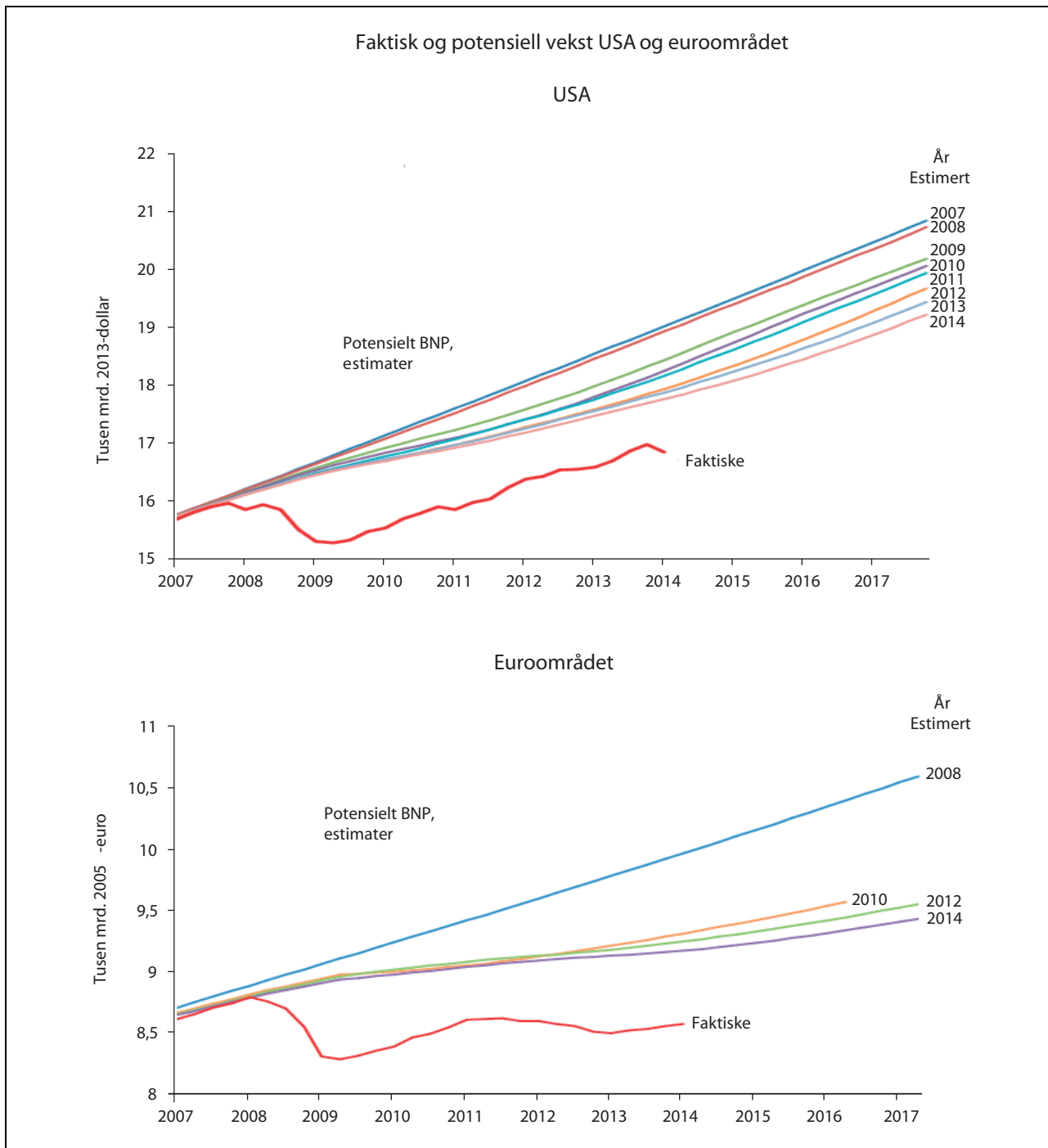
Den strukturelle budsjettbalansen er et anslag på hva budsjettbalansen ville vært i en normalsituasjon, og oppgis ofte som andel av potensielt BNP. Dette kan uttrykkes slik:

$$(1) b^* = \frac{B^*}{Y^*} = \frac{B-K}{Y^*}$$

der B er den faktiske budsjettbalansen, K er korreksjoner, Y er BNP, mens * angir at vi ser på den enkelte størrelses normale eller strukturelle nivå. Det er betydelig usikkerhet om de størrelsene som inngår i beregningen av strukturell balanse:

- Anslaget for budsjettbalansen (B) påvirkes ikke bare av nye beslutninger i finanspolitikken, men også av endrede anslag for skatter og avgifter og for utgifter under regelstyrte ordninger. I de årene handlingsregelen har virket, skyldes endringene i balansen i hovedsak nye anslag. Et unntak er 2009, da finanspolitikken ble lagt om i ekspansiv retning gjennom en egen tilleggsproposisjon. Det vil normalt ikke være endringer i tallene etter at regnskap foreligger. I Norge foreligger statsregnskapet i april året etter budsjettåret.

- Både korreksjonen (K) og underliggende BNP (Y*) må anslås med utgangspunkt i tilgjengelig statistikk og prognoser for årene framover. Ulike land og organisasjoner benytter ulike metoder, men kommer ikke utenom at ny informasjon om den økonomiske utviklingen kan lede til nye vurderinger av hva det normale nivået er. Ved store, uventede endringer i den økonomiske utviklingen kan utslagene bli betydelige. Endringer i skatter og avgifter som følge av konjunkturutviklingen (automatiske stabilisatorer) skal i utgangspunktet fanges opp av korreksjonene, slik at den strukturelle balansen ikke endres. I praksis er det en fare for at trekk ved den økonomiske utviklingen som i ettertid framstår som midlertidige, vurderes som varige i en tidlig fase, slik at revisjoner i strukturell balanse får et medsyklisk mønster.
- Større regnskapsrevisjoner og metodemessige omlegginger kan påvirke tallene, også langt tilbake i tid. De norske beregningene ble endret både i 2001 og i 2010, jf. nærmere omtale nedenfor. Også i andre land og i internasjonale organisasjoner gjøres det fra tid til annen tilsvarende omlegginger.



Figur 2.5 Faktisk og potensiell vekst i USA og euroområdet

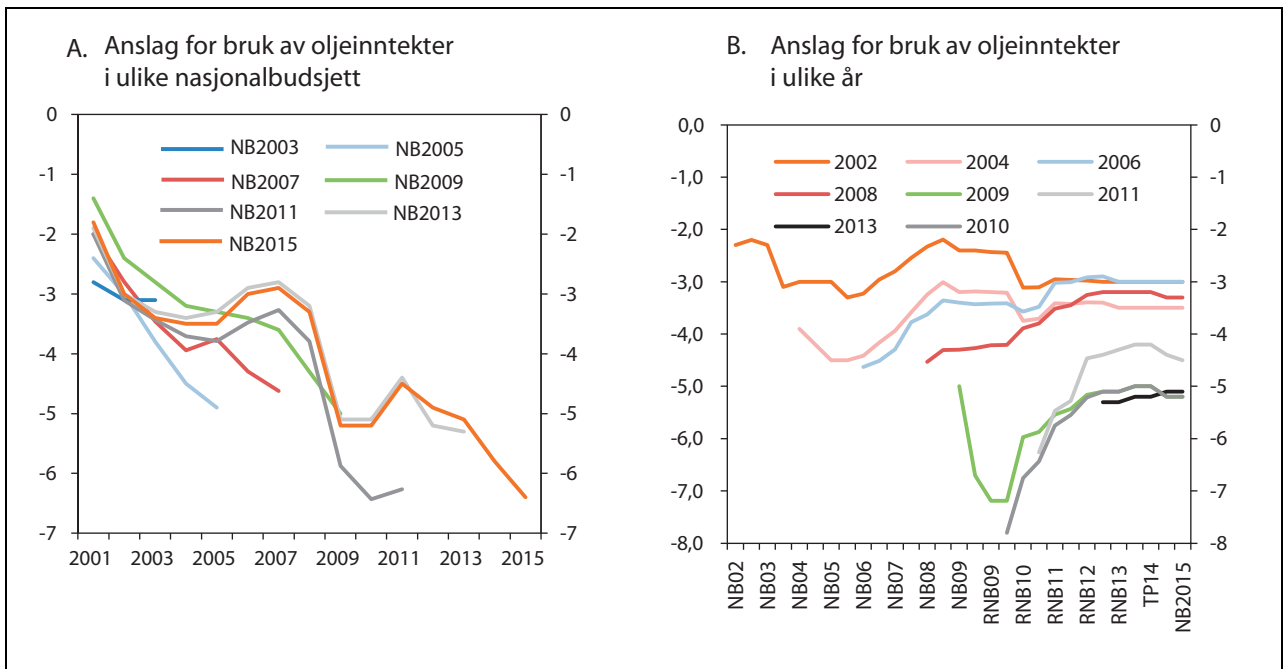
Kilder: Summers (2014a) som oppgir Congressional Budget Office, Bureau of Economic Analysis, IMF World Economic Outlook Databases og Bloomberg som kilder for figurene.

ket vekst i potensielt BNP, jf. Reinhart og Rogoff (2009).

Figur 5.1 i kapittel 5 viser størrelsen på de automatiske stabilisatorene i budsjettet. De anslås å være sterkere i Norge enn i mange andre land på grunn av våre godt utbygde velferdsordninger og forholdsvis høye skattenivå. I de nordiske landene vil et fall BNP-veksten på 1 prosentenh

svække den offentlige budsjettbalansen tilsvarende 0,7 pst. av BNP. Øvrige OECD-land ligger litt lavere, men det er få land hvor budsjettsveksten er mindre enn 0,5 pst. av BNP.

I etterkant av den internasjonale finanskrisen har ny informasjon om den økonomiske utviklingen ført til at anslag for strukturelle budsjettbalanser er blitt til dels betydelig revidert både i Norge



Figur 2.6 Anslag for strukturell, oljekorrigert budsjettbalanse (bruk av oljeinntekter) gitt i nasjonalbudsjettene
Kilde: Finansdepartementet.

og i andre land, jf. figur 6.7 i kapittel 6. På midten av 2000-tallet opplevde flere OECD-land kraftig økonomisk vekst og en styrking av budsjettbalansen. I mange land ble denne bedringen langt på vei vurdert å være strukturell eller varig, selv om det fra enkelte hold ble advart om ubalanser i bl.a. eiendomsmarkedet og høy gjeldsvekst. For flere av landene ble situasjonen vesentlig endret etter finanskrisen i 2008 og den påfølgende internasjonale konjunkturedgangen. Vurderingene av potensielt BNP og strukturelle budsjettbalanser har blitt tilsvarende vesentlig endret. Endringer i anslag på strukturelle budsjettbalanser på 1-2 pst. av BNP er langt fra uvanlig.

Revisjoner av de norske beregningene

Mens de fleste OECD-landene måtte oppjustere anslagene for sine strukturelle budsjettunderskudd i kjølvannet av den internasjonale finanskrisen, gikk justeringene i Norge i motsatt retning – den strukturelle budsjettbalansen ble styrket. Fortegnet på revisjonen må ses i sammenheng med at norsk økonomi ble nokså mildt rammet av krisen og det påfølgende internasjonale tilbakeslaget. Ved et kraftig tilbakeslag ville imidlertid anslaget for strukturell balanse også i Norge kunne blitt vesentlig nedjustert, jf. omtalen i kapittel 6.

I perioden handlingsregelen har virket, er det en tendens til at anslaget for det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet for de enkelte

budsjettårene er blitt redusert over tid. Figur 2.6A viser forløpet for det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet for perioden 2001 til 2015 gitt i utvalgte nasjonalbudsjett. Figur 2.6B viser anslagene for underskuddet i utvalgte år gitt i enkelte av nasjonalbudsjettene fra Nasjonalbudsjettet 2002 til Nasjonalbudsjettet 2013. Begge figurene illustrerer at anslaget for enkelte år har blitt justert både opp og ned i påfølgende år, men med en tendens til at underskudd i dag anslås lavere enn da budsjettet ble lagt fram. Unntaket er de to første årene etter at handlingsregelen ble innført, samt 2009. I 2009 bidro tiltakspakken som ble framlagt i januar dette året til en betydelig økning i underskuddet, som deretter i stor grad ble reversert.

Bedringen i balansen for det enkelte år over tid skyldes for mange år at anslaget for strukturelle skatter og avgifter gradvis er blitt justert opp, først og fremst som følge av sterkere vekst i BNP og sysselsettingen. Den høye veksten ble understøttet av uventet høy arbeidsinnvandring etter EU-utvidelsen i 2004, jf. figur 6.9 i kapittel 6. Skatteinntektene økte raskere enn ventet, selv om de holdt seg forholdsvis stabile som andel av BNP Fastlands-Norge. Etterhvert ble en noe større del av disse skatteinntektene vurdert å være strukturelle, og ikke konjunkturrelle. Gjennomgangen av opplegget for å aktivitet-korrigere skatter og avgifter i 2010 førte til at anslaget for det strukturelle nivået ble løftet. Det

Boks 2.4 Årsaker til revisjoner i den strukturelle budsjettbalansen

Revisjoner i anslag for den strukturelle budsjettbalansen vil i prinsippet kunne skyldes følgende forhold:

- *Politiske vedtak* om å bruke mer eller mindre enn foreslått i det opprinnelige budsjettet.
- *Endringer i anslag* for skatter, avgifter og regelstyrte utgifter mv.
- *Ny informasjon om konjunkturforløpet* kan gi nye anslag for størrelsen på aktivitetskorreksjonene av skatter, avgifter og dagpenger.

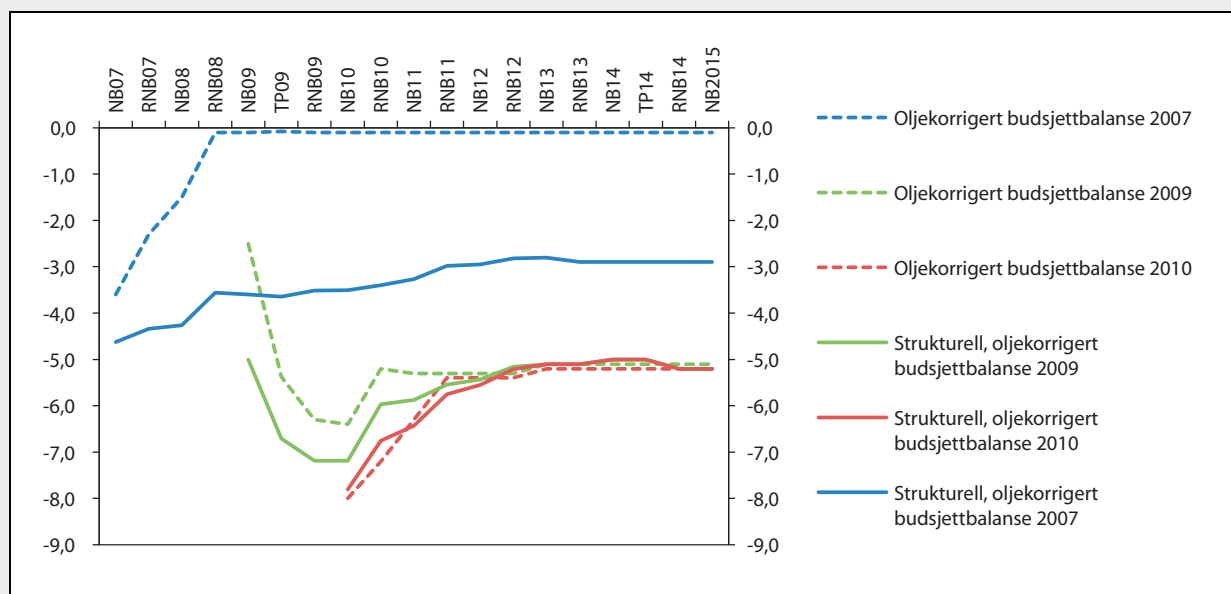
Alle forholdene kan gi betydelige revisjoner i både den faktiske og den strukturelle budsjettbalansen fram til statsregnskapet legges fram i april året etter budsjettåret. Ny informasjon om konjunkturforløpet kan i tillegg påvirke anslagene for det strukturelle underskuddet i mange år etter at regnskapet for det enkelte år er avsluttet. Figur 2.7 illustrer at nye anslag for det faktiske underskuddet kan være en viktig forklaring på endrede anslag for det strukturelle underskuddet.

For 2007 bidro uventet høye skatteinntekter til at det oljekorrigerte budsjettunderskuddet

ble vesentlig mindre i statsregnskapet enn anslått i Nasjonalbudsjettet 2007. Bare en mindre del av denne endringen har slått ut i det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet

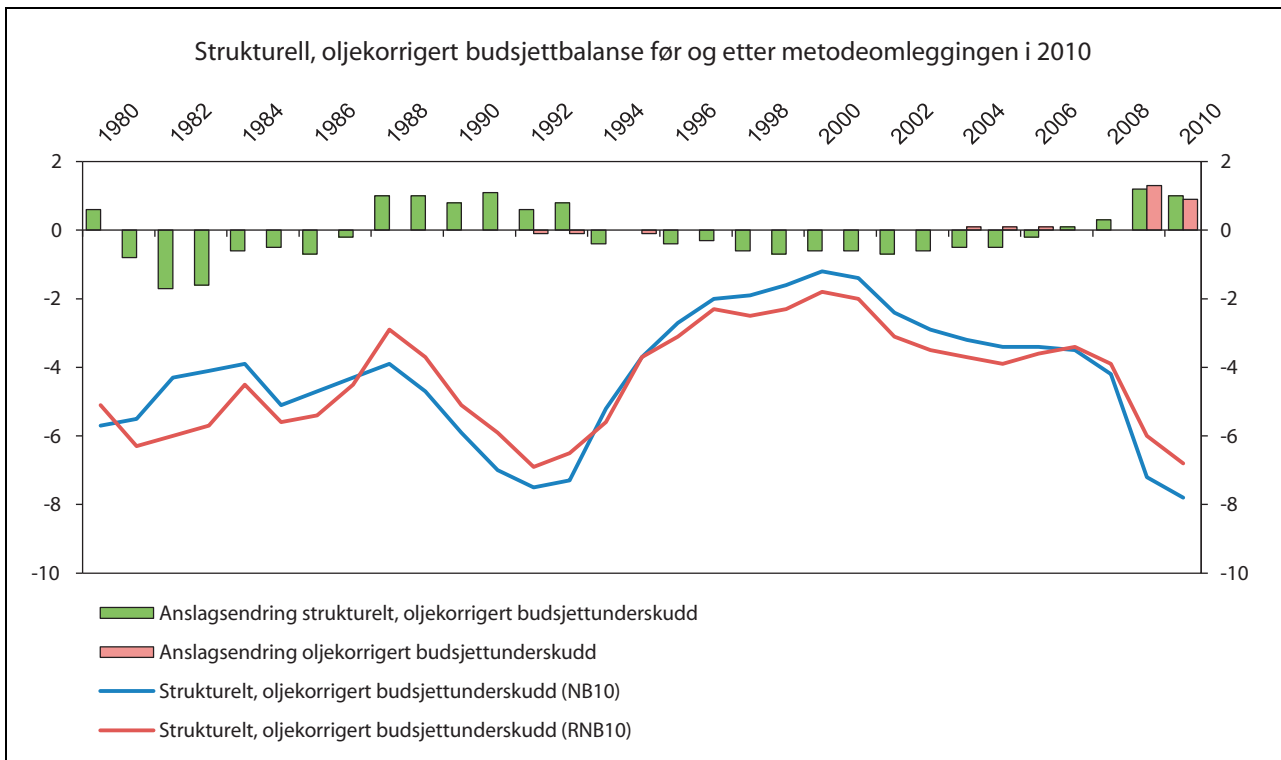
For 2009 var endringene både i det faktiske og det strukturelle underskuddet særlig store pga. tiltaksproposisjonen som ble lagt fram i januar 2009. Ytterligere tiltak ble lagt fram i Revidert nasjonalbudsjett i mai samme år. Da statsregnskapet forelå våren 2010, ble imidlertid anslagene vesentlig nedjustert. Årsaken var mindreforbruk på utgiftssiden, samt overraskende høy skatteinngang.

For 2010 er endringene i det faktiske og det strukturelle underskuddet svært like. Fra det opprinnelige budsjettet til statsregnskapet ble det oljekorrigerte underskuddet redusert tilsvarende om lag 2½ pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge, primært fordi skatteinngangen ble høyere enn ventet. Også flere ulike utgiftsposter ble lavere enn budsjettet, herunder til Statens pensjonskasse, igangsatte byggeprosjekter og kjøp av klimavoter.



Figur 2.7 Oljekorrigert og strukturell, oljekorrigert budsjettbalanse i ulike budsjett dokumenter. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 2.8 Strukturell, oljekorrigert budsjettbalanse (bruk av oljeinntekter) før og etter metodeomleggingen i 2010. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Finansdepartementet.

nye beregningsopplegget resulterte også i revisjoner lenger tilbake i tid. Anslaget for bruk av oljeinntekter i årene fra 2001 til 2006 ble justert opp, mens anslaget for årene 2007 til 2010 ble justert ned, jf. figur 2.8.

Det er imidlertid viktig å minne om at ikke alle revisjoner i det strukturelle underskuddet skyldes endret vurdering av konjunktorene eller metodeomlegging. Gjennom året og fram til statsregnskapet legges fram i april året etter budsjettåret er en vel så viktig grunn endret politikk og endrede anslag for budsjettets inntekter og utgifter. Som det framgår av figuren, ble anslaget for det oljekorrigerte overskuddet for 2009 og 2010 justert en god del opp fra Nasjonalbudsjettet 2010 til Revidert nasjonalbudsjett 2010. Boks 2.4 går nærmere inn på årsaker til revisjoner av anslagene for strukturell og faktisk budsjettbalanse.

4 Beregningsopplegg i OECD og EU og utvalgte land

I de fleste industrilandene inngår anslag for den strukturelle budsjettbalansen i utformingen av den økonomiske politikken. Tabell 2.3 gir en kort

oversikt over beregningsopplegget i noen utvalgte land og internasjonale organisasjoner.

Det er noe variasjon både i metodemessige valg, i hvordan anslagene brukes i budsjettprosessen og i hvilke institusjoner som utfører beregningene. Internasjonale organisasjoner vil ofte legge vekt på et enhetlig beregningsopplegg som kan brukes på tvers av land, og lærer gjerne av hverandre. Europakommisjonen benytter et beregningsopplegg som i all hovedsak er likt OECDs. IMF's beregningsopplegg har sterke likhetstrekk med OECDs og Europakommisjonens, og er derfor utelatt her. Beregningsoppleggene er nærmere beskrevet i Finansdepartementet (2011).

Ulikhetene i beregningsopplegg kan gi til dels betydelige forskjeller i anslagene på strukturelle underskudd. I mange av beregningsoppleggene spiller anslag på produksjonsgap en sentral rolle. Det har vist seg å være forholdsvis stor uenighet om disse. Tabell 2.4 viser spennvidden i anslag for 2012 for en del OECD-land. Som påpekt ovenfor, vil et endret produksjonsgap på én prosentenhendte konjunkturkorreksjonene, og dermed det strukturelle underskuddet, med 0,5–0,7 pst. av BNP, avhengig av størrelsen på de automatiske stabilisatorene i landet.

Tabell 2.3 Beregning av strukturelt underskudd i utvalgte organisasjoner og land

	Konjunkturkorrigering		
	Inntekts- og utgifts- poster som korrigeres	Metode	Øvrige korreksjoner
OECD ¹	Personskatter, trygdeavgifter, foretaksskatter og indirekte skatter, samt arbeidsledighets-trygd	To-trinns metode: OECD anslår forholdet mellom produksjonsgap og skattebaser, og mellom skattebaser og skatteinngang. På bakgrunn av disse anslagene beregnes et konjunkturelt utslag i budsjettbalansen.	Korrigerer for engangstransaksjoner basert på avvik fra trend i netto kapitaloverføringer.
Europa-kommisjonen	Samme poster som OECD	Samme metode som OECD, men beregner produksjonsgapet selv.	Korrigerer for engangstransaksjoner basert på innrapportering fra medlemslandene
ECB	Samme poster som OECD, men holder skatter og avgifter betalt av offentlige myndigheter utenfor beregningene	Postspesifikke konjunkturindikatorer (avlønning i privat sektor, privat forbruk, overskudd i private bedrifter og antall arbeidsledige) og estimerte elastisiteter	
Danmark (Finansdepartementet)	13 ulike skatter og avgifter, ingen korreksjoner på utgiftssiden	Veid gjennomsnitt av BNP-gap og sysselsettingsgap (varierende vekter), samt elastisiteter fra ADAM	For selskapsskatter, bilavgifter og flere andre volatile poster anslås strukturelle nivåer direkte. For skatt på avkastning av pensjonssparing legges til grunn en forventet avkastning.
Sverige (Finansdepartementet)	Samme poster som OECD	BNP-gap (eget anslag) og aggregert skatteelastisitet (OECDs anslag)	Korrigerer for større engangseffekter og ekstraordinære kapitalgevinster i husholdningene
Norge	12 ulike skatter og avgifter og utgifter til arbeidsledighetstrygd	Postspesifikke konjunkturindikatorer (avlønning i privat sektor, privat forbruk, overskudd i private bedrifter og antall arbeidsledige) og glatting i to trinn	Korrigerer for regnskapsomlegginger, samt avvik fra normalnivåene for statens netto renteinntekter og overføring fra Norges Bank

¹ OECD lager tall både for strukturell og underliggende budsjettbalanse. Den siste inkluderer også justering for engangsinntekter. Kilde: Finansdepartementet (2011).

Table 2.4 Anslag på produksjonsgap i 2012. Prosent av potensielt BNP

	OECD	IMF	EU	Nasjonal institusjon	Maksimal forskjell
Canada.....	-0,4	-1,1		-0,6	0,7
Frankrike.....	-2,4	-3,1	-2,4	-2,0	1,1
Tyskland.....	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,3
Hellas.....	-11,7	-7,7	-12,2		4,5
Irland	-7,9	-1,8	-1,3	-1,5	6,6
Italia	-4,5	-3,4	-3,1	-3,6	1,4
Japan	-0,8	-2,1		-2,4	1,6
Portugal.....	-6,7	-3,9	-3,5		3,2
Spania	-7,7	-4,5	-4,6	-7,7	3,2
Storbritannia	-2,1	-3,0	-2,5	-2,7	0,9
USA.....	-3,0	-4,3		-5,7	2,7

Kilde: OECD, anslag gitt våren og sommeren 2013.

Både for Danmark og Sverige gis det anslag for strukturell budsjettbalanse fra flere ulike observatører. Figur 2.9 viser anslag på strukturell budsjettbalanse for Danmark og Sverige gitt i 2014 av landenes finansdepartementer, uavhengige institusjoner og av Europakommisjonen. Forskjellene i anslag skyldes dels at de ulike institusjonene har ulike beregningsopplegg, men også at de har ulike anslag for den framtidige utviklingen i økonomien og den faktiske budsjettbalansen. Hovedtrekkene i forløpet for den strukturelle balansen er noenlunde likt for alle anslagsgiverne, både i Danmark og Sverige. Anslagene for nivå varierer imidlertid, med noe under 1 pst. av BNP i Danmark, og opp mot 1½ pst. av BNP i Sverige. Også endringen fra år til år kan variere. For 2014 varierer anslaget for økning i det strukturelle budsjettunderskuddet mellom 0,5 pst. av BNP og 1,2 pst. av BNP.

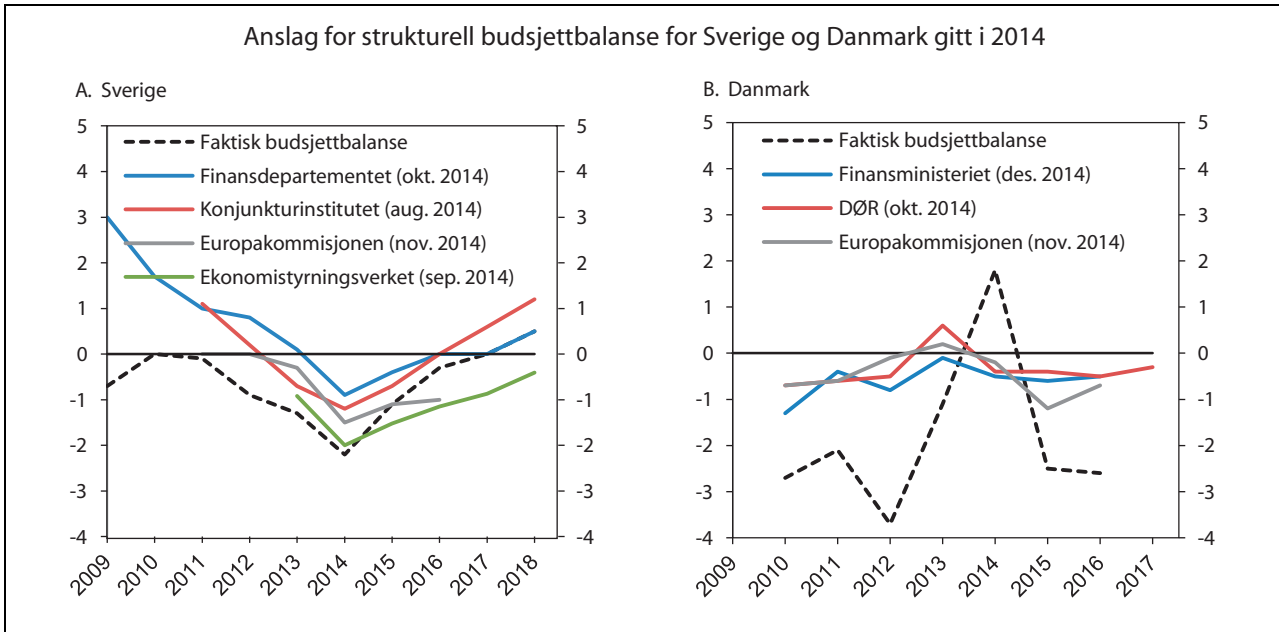
Siden 2011 har Storbritannias Office for Budget Responsibility (OBR) hatt ansvar for å lage anslag for den strukturelle budsjettbalansen (HM Treasury, 2014). For å analysere usikkerheten i anslagene har OBR konstruert en usikkerhetsvifte basert på treffsikkerheten til historiske anslag, jf. figur 2.10. Den sorte linjen i figuren er median-anslaget, og båndene rundt er 20 pst. sannsynlighetsintervaller. Dersom en antar at treffsikkerheten til framtidige anslag er like god som treffsikkerheten har vært historisk, er det

80 pst. sannsynlig at den strukturelle budsjettbalansen vil falle innenfor usikkerhetsviften.

5 Oppsummering

Offentlige inntekter og utgifter kan svinge betydelig fra et år til det neste. For eksempel er skatteinntektene forbigående lave i en lavkonjunktur, mens utgiftene til arbeidsledighetstrygd er høye. I en høykonjunktur er det omvendt. Andre inntekts- og utgiftsposter kan også variere betydelig fra år til år uten at det er uttrykk for strukturelle endringer i budsjettet. Dette gjelder bl.a. statens renteinntekter og renteutgifter og overføringene fra Norges Bank. I tillegg kan det oljekorrigerte underskuddet påvirkes av endringer i regnskapsmessige forhold. Slike forbigående endringer bør slå ut i endringer i budsjettbalansen, og ikke kompenseres ved å øke eller redusere andre budsjettposter. Det er to grunner til dette:

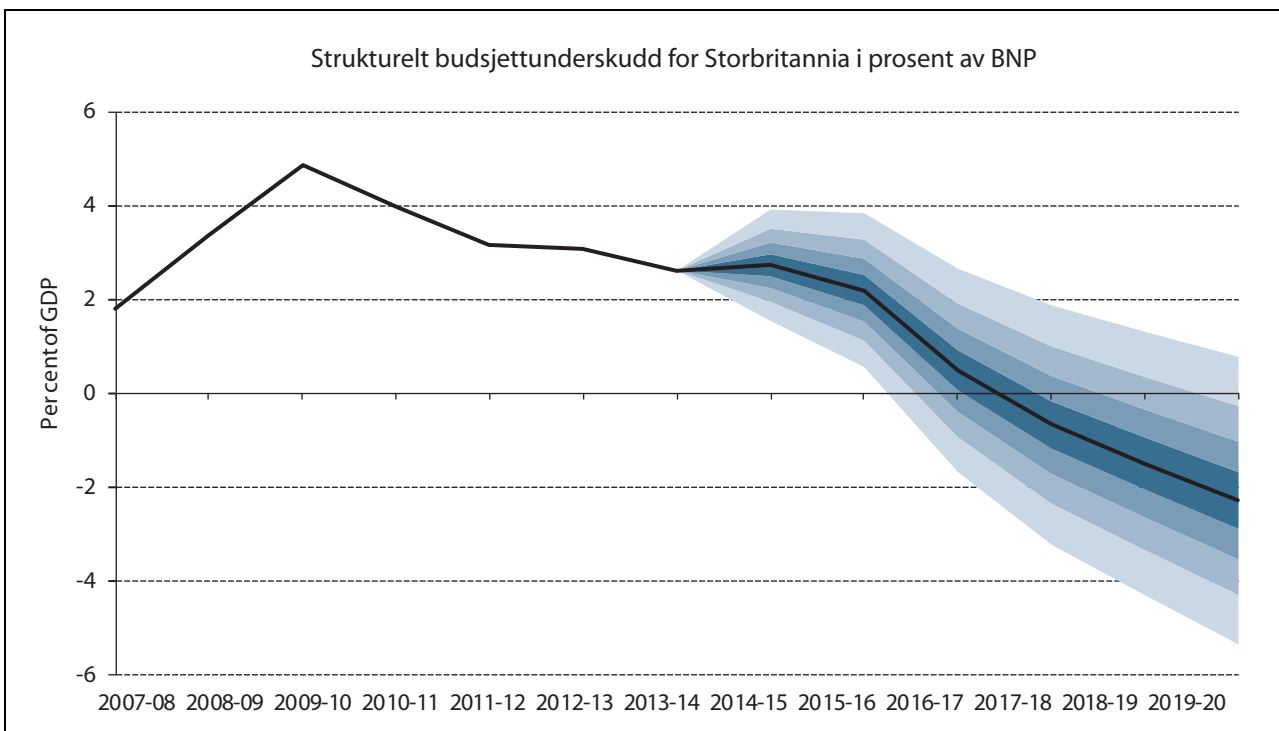
- For det første bør en tilstrebe en jevn utvikling i skattenivå og velferdstjenester over tid. Skattekostnadene øker mer enn proporsjonalt med skattenivået, og dermed vil jevne skatter gi lavest skattekostnad. Det vil være betydelig kostnader forbundet med å skalere velferdstjenestene opp og ned i takt med svingende konjunkturer – et jevnt tjenestetilbud gir størst nytte for innbyggerne.



Figur 2.9 Anslag for strukturell budsjettbalanse for Sverige og Danmark gitt i 2014. Prosent av BNP

Kilder: Det svenske finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, Ekonomistyrningsverket, det danske finansministeriet, De Økonomiske Råd og Europakommisjonen.

- For det andre samvarierer offentlige inntekter og utgifter med konjunktorene. Dersom lave skatteinntekter i en lavkonjunktur møtes med budsjettkutt, virker budsjettet medsyklisk og forsterker lavkonjunktoren. Tilsvarende vil en forsterke en høykonjunktur dersom forbigående høye skatteinntekter får slå ut i økte offentlige utgifter eller skatteutt.



Figur 2.10 Strukturell budsjettunderskudd for Storbritannia i prosent av BNP

Kilde: Office for Budget Responsibility, 2014.

For å rense budsjettet for virkningen av forbigående endringer beregner Norge og de fleste andre industrilandene, samt internasjonale organisasjoner som OECD, IMF og EU, anslag for et strukturelt budsjettunderskudd. Størrelsen på dette underskuddet er usikker. Erfaringer fra Norge og fra andre land viser at anslaget kan bli betydelig revidert i ettertid når mer informasjon om skatteinngang og konjunkturforløp foreligger. Anslagene kan også revideres dersom en endrer oppfatning om den framtidige utviklingen i økonomien – som for Norges del typisk kan være knyttet til alternative antakelser om utviklingen i petroleumsvirksomheten.

På tross av denne usikkerheten, må en prøve å danne seg et bilde av hva som er den underliggende budsjettbalansen. Uten forsøk på å skille konjunktur fra trend har man verken grunnlag for å føre finanspolitikk eller pengepolitikk. Alternativet er å føre en finanspolitikk hvor skattenivået eller tjenestetilbudet svinger tilfeldig fra år til år, og som risikerer å forsterke både høy- og lavkonjunkturer. Usikkerheten innebærer imidlertid at anslaget for det strukturelle budsjettunderskuddet må anvendes med forsiktighet.

I praksis knytter usikkerheten i beregningsopplegget seg særlig til den underliggende veksten i skatte- og avgiftsinntekter. Ny informasjon vil kunne innebære at anslaget på underliggende skattevekst justeres opp eller ned. Forsiktighet kan tilsi at dette bør skje gradvis og at man systematisk legger seg på den forsiktige siden.

6 Referanser

- Carlson, K. (1967): *Estimates of the High-Employment Budget: 1947-1967* i Federal Reserve Bank of St. Louis Review, June 1967
- Finansdepartementet (2011): *Arbeidsnotat om beregning av strukturell, oljekorrigert budsjettbalanse*.
- HM Treasury (2014): *Charter for Budget Responsibility: Autumn Statement 2014 update*.
- Larch, M. og A. Turrini (2009): *The cyclically-adjusted budget balance in EU fiscal policy making: A love at first sight turned into a mature relationship*, European Commission Economic Papers 374.
- Mourre, G., C. Astarita og S. Princen: *Adjusting the budget balance for the business cycle: the EU methodology*, European Economy – Economic Papers, No 536, European Commission, November 2014.
- Morris, R. og L. Schuknecht, (2007): *Structural balances and revenue windfalls. The role of asset prices revisited*, ECB Working Paper No. 737.
- Office for Budget Responsibility (2014): *Economic and Fiscal Outlook*, December 2014.
- Portes, J. og S. Wren-Lewis (2014): *Issues in the Design of Fiscal Policy Rules*, Economics Series Working Papers 704, University of Oxford.
- Price, Robert and T-T. Dang (2011): *Adjusting Fiscal Balances for Asset Price Cycles*, OECD Economics Department Working Papers No. 868.
- Reinhart, C.M. og K.S. Rogoff (2009): *The aftermath of financial crisis*, American Economic Review Papers & Proceedings, 99, 466-472.
- Summers, L. (2014): *Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis'* i C. Teulings og R. Baldwin "Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures", VoxEU 2014.
-

Vedlegg 3

Nærmere om forutsetningene i de langsiktige beregningene

De langsiktige framskrivingene er laget ved hjelp av den numeriske likevektsmodellen MSG, jf. Holmøy og Strøm (2013). Modellen gir en konsistent ramme for framskrivingene, men sentrale drivkrefter bak den økonomiske utviklingen må fastlegges utenfor modellen. Det gjelder bl.a. utviklingen i befolkning, sysselsetting, produktivitet, internasjonal kapitalavkastning og oljeinntektene. Framskrivingene er basert på at dagens innretning av offentlige velferdsordninger og dagens atferdsmønstre videreføres, herunder arbeidsmarkedstilknytningen til ulike grupper i befolkningen. Beregningene illustrerer således bærekraften i eksisterende velferdsordninger ved spesifiserte forutsetninger om den økonomiske utviklingen.

Befolkningsutviklingen

De siste tiårene har andelen unge og eldre i befolkningen avtatt i forhold til befolkningen i yrkesaktiv alder, jf. figur 7.2 B i kapittel 7. Dette har redusert den såkalte forsørgelsesbyrden, ved at antall personer i yrkesaktiv alder har økt som andel av den samlede befolkningen. Denne gunstige demografiske utviklingen har nå snudd.

Fram mot 2060 vil det bli nesten dobbelt så mange personer over 67 år per person i yrkesaktiv alder som i dag, under forutsetning av at utviklingen blir som anslått i middelalternativet i Statistisk sentralbyrås befolkningsframskrivinger fra 2014. Disse er basert på en videreføring av en forholdsvis høy arbeidsinnvandring. Dette bidrar til å dempe økningen i den demografiske forsørgelsesbyrden sammenliknet med et forløp uten nettoinnvandring.

Tilgang på arbeidskraft

Veksten i verdiskaping per innbygger i fastlandsøkonomien (QFAST/NB) kan som vist i tabell 3.1, føres tilbake til veksten i timeverksproduktivitet (QFAST/L) og utviklingen i timeverk per innbygger (L/NB). Arbeidsinnsatsen per innbygger avhenger i sin tur av gjennomsnittlig arbeidstid (L/N), sysselsettingsraten (N/NB₁₅₇₄), og forholdet mellom befolkningen i yrkesaktiv alder og samlet befolkning (NB₁₅₇₄/NB).

Slik den demografiske utviklingen er anslått i SSBs befolkningsframskrivinger, bidrar den på flere punkter til å redusere arbeidstilbudet i årene framover:

Tabell 3.1 Bidrag til vekst i BNP per innbygger. Gjennomsnittlig årlig vekst. Prosent

	1971–2015	2016–2060
BNP per innbygger(Q/NB)	2,3	1,4
BNP (Q)/BNP Fastlands-Norge (QFAST).....	0,2	-0,3
BNP Fastlands-Norge per innbygger (QFAST/NB).....	2,1	1,7
BNP Fastlands-Norge per timeverk (QFAST/L).....	2,1	2,0
Arbeidsinnsats per innbygger (L/NB)	-0,1	-0,3
Gjennomsnittlig arbeidstid (L/N)	-0,6	0,0
Sysselsettingsrate (N/NB ₁₅₇₄).....	0,4	-0,1
Yrkesaktiv alder/befolkning (NB ₁₅₇₄ /NB)	0,1	-0,2
Disponibel realinntekt per innbygger	2,2	1,7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og egne beregninger.

- Aldring av befolkningen bidrar til at andelen personer i yrkesaktiv alder (NB_{1574}/NB) avtar.
- Forskyvninger av befolknings sammensetningen innenfor gruppen 15–74 år vil også påvirke utviklingen i sysselsettingsraten (N/NB_{1574}). I de eldste aldersgruppene er det typisk relativt få som er i arbeid, og framover vil disse aldersgruppene utgjøre en større andel av den samlede yrkesaktive befolkningen.
- Reduksjonen i sysselsettingsraten fram mot 2060 har også sammenheng med forskyvninger i landbakgrunnen til befolkningen i yrkesaktiv alder. Første generasjons innvandrere fra fattige land har gjennomgående lavere sysselsettingsrater enn den øvrige befolkningen. Når antall innvandrere fra fattige land øker som andel av den samlede befolkningen, går dermed samlet sysselsettingsrate ned.

I referanseforløpet er det lagt til grunn at den trendmessige nedgangen i gjennomsnittlig arbeidstid stopper opp. Det årlige bidraget fra gjennomsnittlig arbeidstid (L/N) til vekst i arbeidsinnsats og verdiskaping per innbygger var -0,6 pst. for perioden 1970–2015 og -0,3 pst. som årlig gjennomsnitt for perioden 1990–2015.

Samlet har timeverksinnsatsen per innbygger (L/NB) blitt redusert med 0,1 pst. i gjennomsnitt per år i perioden 1970–2015. Fram mot 2060 anslås en årlig gjennomsnittlig reduksjon på 0,3 pst.

Framskrivningene ser bort fra konjunkturmessige variasjoner i ledighetsnivå og sysselsettingsrate. Modellen beskriver forløp hvor tilpasningen av lønninger og priser til enhver tid gir normal utnyttelse av arbeidskraft og kapital.

Produktivitet

Framskrivningene tar utgangspunkt i en generell produktivitetsvekst i privat sektor på 1,5 pst. Dette innebærer at veksten i bruken av kapital, arbeidskraft og variable produksjonsfaktorer i private produksjonssektorer årlig er 1,5 prosentenheter lavere enn produksjonsveksten. Veksten i arbeidskraftproduktiviteten, målt ved forholdet mellom bruttoprodukt og timeverksinnsats, vil generelt være høyere enn veksten i faktorproduktiviteten på grunn av vekst i øvrige innsatsfaktorer. I beregningene er veksten i timeverksproduktiviteten anslått til 2 pst.

Den anslåtte veksten i produktiviteten i privat sektor er noe høyere enn det EU-kommisjonen (2012), OECD (se Johanson m.fl. (2012) og Bracquier m.fl. (2014)) har lagt til grunn i sine langsik-

tige framskrivninger, men om lag på linje med Konjunkturinstituttets langsiktige framskrivninger for Sverige, jf. Konjunkturinstituttet (2014). Anslaget er på linje med forutsetningen i Perspektivmeldingen 2013, men litt lavere enn lagt til grunn i Perspektivmeldingen 2009.

Internasjonal økonomi og petroleumsvirksomhet

Sentrale forutsetninger om petroleumsvirksomheten og utviklingen i internasjonal økonomi i referanseforløpet er:

- En langsiktig olje- og gasspris på henholdsvis 535 kroner per fat og rundt 2 kroner per Sm^3 fra og med 2016, målt i faste 2015-kroner.
- Produksjonen av olje og gass anslås å gå gradvis ned framover, til nivåer i 2060 som tilsvarende henholdsvis 21 pst. og 27 pst. av produksjonen i 2015.
- Petroleumssektorens investeringsetterpørsel anslås å avta fra 7½ pst. av BNP Fastlands-Norge i 2015 til ¼ pst. av BNP Fastlands-Norge i 2060.
- En realavkastning av kapitalen i Statens pensjonsfond utland på 4 pst. per år.
- Prisene på tradisjonelle eksport- og importvarer øker med 1¾ pst. målt som årlig gjennomsnitt. Sett i sammenheng med forutsetningen om utviklingen i petroleumsprisen innebærer dette at det ikke er store endringer i bytteforholdet etter 2016.

Den økonomiske politikken

- Budsjettpolitikken følger handlingsregelen for bruk av oljeinntekter, jf. boks 7.1 i kapittel 7.
- Framskrivningene av offentlige utgifter bygger på framskrivningene som lå til grunn for omtalen av langsiktige utfordringer for offentlige finanser i Nasjonalbudsjettet 2015
- Dekningsgrader og antall timeverk per bruker i offentlig tjenesteyting videreføres. Dagens regler i folketrygden legges til grunn. Disse forutsetningene omtales som uendret standard og dekningsgrad i offentlige velferdsordninger.
- Produktinnsatsen og investeringene i offentlig forvaltning vokser reelt sett noe raskere enn timeverkene i offentlig forvaltning, men avtar som andel av fastlands-BNP. Beholdningen av offentlig realkapital per innbygger øker gjennom framskrivingsperioden.

Beregningsrutiner utviklet i Statistisk sentralbyrå (DEMEC) brukes for å ivareta koblingene mellom aldersavhengig ressursinnsats og anslått

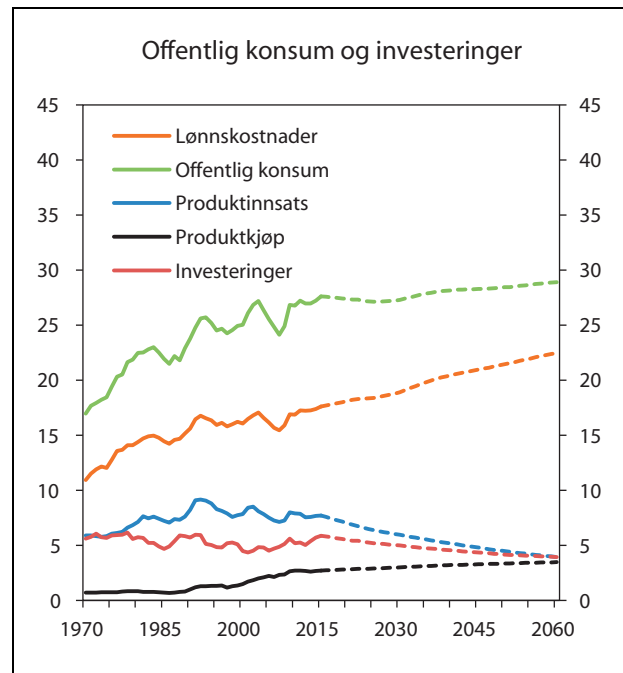
befolkningsutvikling. For forsvaret, som ikke dekkes av beregningsrutinene, er det lagt til grunn at ressursinnsatsen reelt sett opprettholdes på 2015-nivå.

I framskrivningene er utviklingen i offentlige kjøp av varer og tjenester koplet til utviklingen i timeverkene i offentlig forvaltning, som igjen bestemmes av den demografiske utviklingen. I tråd med historiske erfaringer er realveksten i offentlige kjøp av varer og tjenester satt litt høyere enn timeverksveksten, slik det også ble gjort i Perspektivmeldingen 2013. For produktinnsats og investeringer er det lagt på et konstant additivt påslag i timeverksveksten på 0,7 prosentenheter, mens produktkjøpene målt i løpende priser antas å vokse i takt med offentlige lønnskostnader. Målt som andel av BNP Fastlands-Norge avtar likevel offentlige investeringer og utgifter til produktkjøp gjennom framskrivingsperioden. Realveksten i gebyrinntektene følger veksten i offentlig konsum.

Uendret personalintensitet i offentlig tjenesteyting og en lønnsvekst i tråd med produktivitsutviklingen i økonomien trekker opp lønnskostnadene per produsert enhet i offentlig forvaltning sammenliknet med utviklingen i privat sektor. Betydelig vekst i sysselsettingen i offentlig forvaltning bidrar til at offentlige lønnskostnader øker med hele 5 prosentenheter som andel av BNP Fastlands-Norge fram til 2060, jf. figur 3.1. På den annen side gir veksten i produktiviteten i privat næringsvirksomhet økt kjøpekraft for det offentlige ved anskaffelser av varer og tjenester fra private produsenter. Samlet sett vokser offentlig konsum derfor noe svakere enn lønnskostnadene, mens offentlige investeringer avtar som andel av fastlands-BNP.

Det anslåtte bidraget til inndekningsbehovet fra økningen i offentlig konsum (1,3 prosentenheter målt som andel av fastlands-BNP fram mot 2060, jf. tabell 7.1 i kapittel 7) gjenspeiler bl.a. at offentlig tjenesteyting er relativt arbeidsintensiv. Økningen i konsumet skyldes imidlertid også at det rent teknisk er lagt til grunn at det som måtte være av produktivitsvekst i offentlig tjenesteyting, brukes til å forbedre eller utvide velferdsordningene, ikke til å redusere veksten i arbeidsinnsatsen. Vekstpåslaget for produktinnsats og realkapital innebærer også et innslag av standardvekst i tjenesteytingen.

Anslagene for utviklingen i *alderspensjoner* målt i faste priser (faste grunnbeløp) tar utgangspunkt i MOSART-beregninger. MOSART er en mikrosimuleringsmodell utviklet i Statistisk sentralbyrå som kobler detaljert informasjon om



Figur 3.1 Offentlig konsum og investeringer. Andel av fastlands-BNP. Prosent

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.

pensjonsregler og inntektsopptjening på individnivå med befolkningsframskrivninger og anslag for arbeidsmarkedstilknytning.

MOSART benyttes også til å anslå utviklingen for *uførepensjoner*. Modellen beregner utviklingen i antall uførepensjonister ved å knytte den demografiske utviklingen til alders- og kjønns-spesifikke rater for overgang til uførhet, mens gjennomsnittlig pensjonsbeløp i faste G beregnes med utgangspunkt i inntekts historier og modellens beskrivelse av regelverket for uførepensjonsordningen.

Andre utgifter, sektorsubsidier og andre overføringer (netto) avtar samlet noe som andel av fastlands-BNP fra 2015 til 2060, jf. tabell 7.1 i kapittel 7. Disse utgiftspostene er i hovedsak forutsatt å følge enten utviklingen i nasjonalinntekten (internasjonal bistand) eller fastlands-BNP.

Netto finansinvestering og sparing

Endringene i Norges samlede netto finansinvesteringer (overskuddet på driftsbalansen) er forutsatt å følge nettofinansinvesteringene i Statens pensjonsfond utland. Sammen med utviklingen i innenlandsk produksjon bestemmer forutsetningene om forløpet for driftsbalansen utviklingen i samlet innenlandsk bruk av varer og tjenester.

Referanser

- Braconier, Henrik, Guiseppe Nicoletti og G. Westmore (2014): *Policy Challenges for the Next 50 Years*, OECD Economic Policy Paper No. 9. OECD 2014
- Holmøy, Erling og Birger Strøm (2013): *Computable Equilibrium Assessments of Fiscal Sustainability in Norway*, Kapittel 3 i Handbook of Computable General Equilibrium Modelling, Volume 1A, North Holland.
- EU-kommisjonen (2012): *Fiscal Sustainability Report 2012*, European Economy 8/2012.
- Johanson, Åsa, Yvan Mutin, David Turner, Guiseppe Nicoletti, Christine de la Maisonnette, Philp Bagnoli, Guillaume Bousquet og Francesca Spinelli (2012): *Long-Term Growth Scenarios*, Working Papers No. 1 000, OECD 2012.
- Meld. St. 12 (2012–2013) *Perspektivmeldingen 2013*.
- Meld. St. 1 (2014–2015) *Nasjonalbudsjettet 2015*.
- Meld. St. 2 (2014–2015) *Revidert nasjonalbudsjett 2015*.
-

Vedlegg 4

Generasjonsregnskapet som mål på inndekningsbehovet

Omtalen av de langsiktige utfordringene for offentlige finanser i kapittel 7 er i hovedsak basert på framskrivinger av hva som skal til for løpende å finansiere offentlige utgifter innenfor handlingsregelens ramme.

En alternativ indikator for inndekningsbehovet er *generasjonsregnskapet*, som tar utgangspunkt i kravet om at dagens verdi av offentlig netto finansformue (medregnet nåverdien av framtidige inntekter fra oljevirkosomheten) og nåverdien av framtidige utgifter, jf. omtalen i avsnitt 5.2. Basert på en slik tilnærming framstilles inndekningsbehovet gjerne som et anslag på hvor mye skattenivået må økes i dag for at dagens velferdsordninger kan videreføres uten ytterligere økninger i skattenivået i framtiden, jf. Auerbach (1997) og Romer (2012). EU-kommisjonen benytter samme beregningsopplegg ved tallfestingen av deres S2-indikator for bærekraft i offentlige finanser, jf. EU-kommisjonen (2012).

Finansdepartementet benyttet tidligere et opplegg for beregning av generasjonsregnskap omtalt i Auerbach m.fl. (1991, 1993). Fra og med Perspektivmeldingen 2009 ble beregningsopplegget justert ved at beregningene av generasjonsregnskapet nå bygger på de samme framskrivingene av økonomien og offentlige utgifter som redegjort for i kapittel 7.

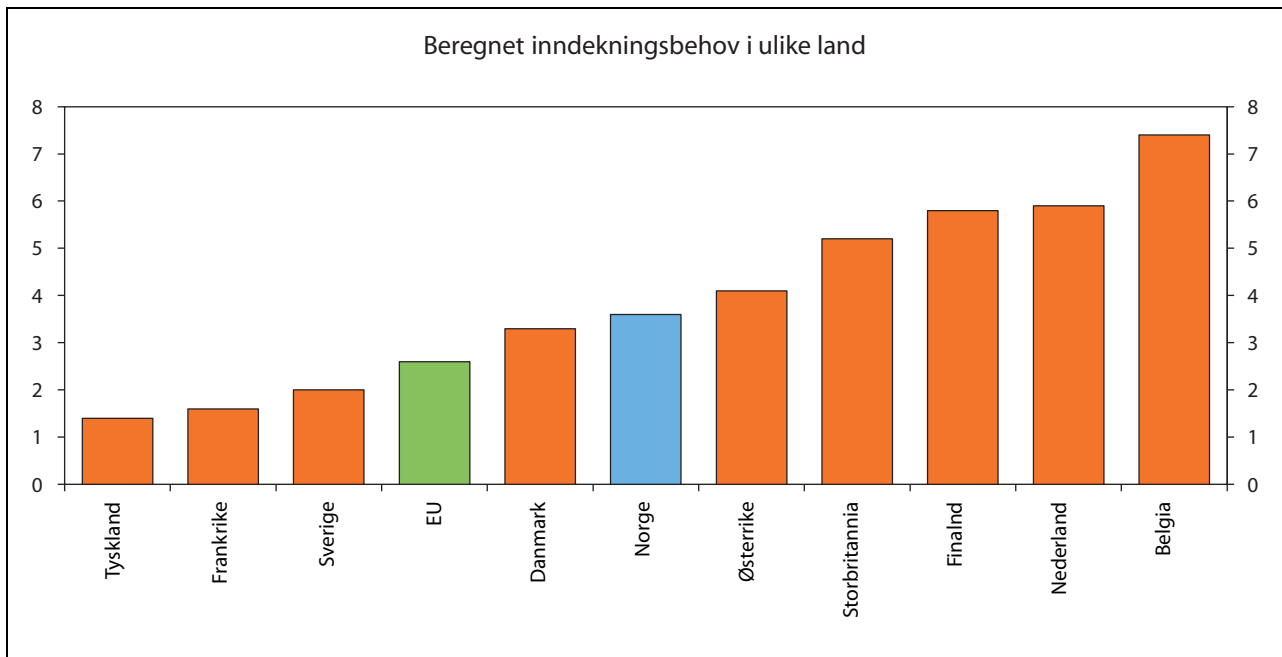
Generasjonsregnskapet gir anslag for hvor stor innstramming som må gjøres i dag for å unngå framtidige skatteøkninger, mens beregningene av løpende finansiering av offentlige utgifter i kapittel 7 illustrerer hvordan inndekningsbehovet gradvis utvikler seg i årene framover.

Figur 4.1 gjengir beregninger av inndekningsbehov for et utvalg EU-land og Norge med den alternative indikatoren, jf. også tabell 4.1. Beregningene for Norge bygger på framskrivingene i Nasjonalbudsjettet 2015. Beregningene for EU-landene bygger på liknende framskrivinger av hvordan demografiske utviklingstrekk påvirker skattegrunnlag og offentlige utgifter ved videre-

føring av dagens innretning av velferdsordningene.

Figur 4.1 illustrerer at til tross for dagens store overskudd i statsbudsjettet og den raske oppbyggingen av finanskapital i Statens pensjonsfond utland, har Norge et større langsiktig inndekningsbehov i offentlige finanser enn gjennomsnittet av EU-landene med de forutsetningene som ligger til grunn for de langsiktige framskrivingene. En del av forklaringen er at det særskilte bidraget til statsfinansene fra oljeformuen langt på vei er fasett inn, samtidig som Norge står overfor en høyere vekst i aldersrelaterede utgifter til pensjoner, helse og omsorg enn gjennomsnittet av EU-landene. Enkelte trekk ved beregningene bør imidlertid tas i betraktning ved sammenlikningen:

- EU-landene har gjennomgående lavere sysselsettingsrater enn Norge, og framover er det lagt til grunn at yrkesdeltakingen blant kvinner og eldre vil konvergere mot nivåer som ligger nærmere de norske nivåene. Tilsvarende er det forutsatt at den høye arbeidsledigheten i mange av EU-landene gradvis blir redusert. Disse forutsetningene bidrar til å redusere det beregnede inndekningsbehovet i EU-landene, men ikke i Norge. Potensialet for økt yrkesdeltaking i EU reflekterer at situasjonen i arbeidsmarkedet i utgangspunktet er langt svakere enn i Norge. Det er viktig å understreke at økt yrkesdeltakelse og redusert arbeidsledighet ikke er noe som kommer av seg selv, men trolig vil kreve omfattende politikktiltak. EU-kommisjonen har for øvrig lagt til grunn at pensjonsreformer som eksplisitt knytter utviklingen i pensjonsalder til utviklingen i forventet levealder, vil bidra til å løfte arbeidstilbudet. Slike effekter på arbeidstilbudet er imidlertid ikke lagt inn for reformer der innsparingen tar form av levealdersjusteringer av pensjonsutbetalingene eller liknende. Dette er på linje med framskrivingene i Nasjonalbudsjettet 2015 som heller ikke har lagt inn slike effekter, utover de som er kommet til syne fram til og med 2015. Gjennomsnittlig arbeidstid er anslått å holde seg uendret både i beregningene for EU-landene og for Norge.



Figur 4.1 Inndekningsbehov målt ved generasjonsregnskapet (S2) i ulike land. Prosent av BNP¹

¹ For Norge er inndekningsbehovet regnet som andel av BNP Fastlands-Norge.

Kilder: EU-kommisjonen og egne beregninger.

- EU-kommisjonens beregninger tar utgangspunkt i at økt levealder et stykke på vei motsvarer av bedre helsetilstand for eldre aldersgrupper enn i dag. Dette bidrar til å redusere den aldersrelaterte veksten i offentlig tjenesteyting sammenliknet med referanseforløpet i Nasjonalbudsjettet 2015. På den annen side legger EU-framskrivingene til grunn en inntektselastisitet for etterspørselen etter helse- og omsorgstjenester noe over én, dvs. at det antas at etterspørselen etter helse- og omsorgstjenester vil vokse raskere enn inntektene. Dette bidrar isolert sett til å trekke opp veksten i offentlige utgifter sammenliknet med framskrivingene for Norge.

Offentlig netto formue i Norge ved utgangen av 2015, medregnet formuesverdien av de gjenværende ressursene på sokkelen, kan anslås til vel 4,3 ganger verdien av fastlands-BNP. Med en realavkastning på 4 pst. og en anslått gjennomsnittlig realvekst i fastlands-BNP på 2,1 pst., kan vekstkorrigert realavkastning anslås til knapt 1,9 pst. Denne vekstkorrigerte realavkastningen kan finansiere et permanent offentlig, oljekorrigert primærunderskudd (underskudd utenom renteinntekter og renteutgifter) tilsvarende 8,1 pst. av fastlands-BNP. Basert på tallene i Revidert nasjonalbudsjett 2015 kan det oljekorrigerte primærun-

derskuddet for offentlig forvaltning anslås til 9,1 pst. av fastlands-BNP. Før vi tar hensyn til økte aldringsrelaterte utgifter, kan således inndekningsbehovet i offentlig finanser anslås til 1,0 pst. av fastlands-BNP, jf. tabell 4.1. Offentlige utgifter vil øke som følge av aldringen av befolkningen. Når utgiftene måles som andel av fastlands-BNP, kan økningen fram mot 2060 anslås til 5 prosentenheter. Regnet i dagens verdi, dvs. neddiskontert, tilsvarer dette en økning i inndekningsbehovet på 2,6 pst. av fastlands-BNP. Det samlede inndekningsbehovet målt ved generasjonsregnskapet (S2) kan dermed anslås til 3,6 pst. av fastlands-BNP.

For EU-landene medfører anslått nivå på nettogjelden ved utgangen av 2014 at de må ha et permanent primæroverskudd på 1,6 pst. av BNP for å betjene gjelden, dvs. holde nettogjelden stabil som andel av BNP. Innstrammingene de siste årene bidrar til at EU-kommisjonen (2012) legger til grunn et primæroverskudd for EU-landene på 1,2 pst. av BNP i 2014. Utgangsnivåene for nettogjelden og primæroverskuddet gir dermed et inndekningsbehov på 0,4 pst. av BNP for EU-landene i gjennomsnitt. I tillegg kommer økte aldringskostnader som trekker opp inndekningsbehovet med 2,2 pst. av BNP, slik at det samlede inndekningsbehovet kan anslås til 2,6 pst. av BNP for gjennomsnittet av EU-landene.

Tabell 4.1 Inndekningsbehov målt ved generasjonsregnskapet (S2). Prosent av BNP for fastlands-Norge

	Norge	EU
Inndekningsbehov	3,6	2,6
Utgangssituasjon	1,0	0,4
Primærunderskudd i 2015 ¹	9,1	-1,2
– Permanent primærunderskudd nettoformuen kan finansiere	8,1	-1,6
Kostnader ved aldring ²	2,6	2,2

¹ For Norge er primærunderskuddet regnet utenom oljeinntekter. Alle oljeinntektene inngår i den beregnede nettoformuen, som sammen med pensjonsfondet og annen finansiell formue (netto) gir grunnlag for å finansiere et stort primærunderskudd. EU-landene har til sammenlikning en stor netto gjeld, og de må derfor ha et betydelig primæroverskudd for å kunne betjene gjelden.

² Denne linjen inkluderer også virkningen av andre endringer, som for eksempel økt kvinnelig yrkesaktivitet i EU-land som i dag ligger lavt, redusert strukturledighet i land hvor ledigheten nå er særlig høy osv. Aldringen er imidlertid den enkeltfaktor i utviklingen framover som påvirker innstrammingsbehovet mest.

Kilder: EU-kommisjonen (2012) og egne beregninger..

Referanser

- Auerbach, Alan J. (1997): *Quantifying The Current U.S. Fiscal Imbalance*, National Tax Journal 50 (september): 387–398.
- Auerbach, Alan, J. Gokhale og L. J. Kotlikoff (1991): *Generational Accounts – a meaningful alternative to deficit accounting*. NBER Working Paper #3589. Januar 1991.
- Auerbach, Alan, J. Gokhale, L. J. Kotlikoff og Erling Steigum jr. (1993): *Generational Accounting in Norway: Is Norway Overconsuming Its Petroleum Wealth?* Report 75/93, SNF, Bergen.
- EU-kommisjonen (2012): *Fiscal Sustainability Report 2012*, European Economy 8/2012.
- Meld. St. 12 (2012–2013) *Perspektivmeldingen 2013*.
- Meld. St. 1 (2014–2015) *Nasjonalbudsjettet 2015*.
- Romer, David (2012): *Advanced Macroeconomics*, 4th edition, McGraw-Hill 2012.
- St.meld. nr. 9 (2008–2009) *Perspektivmeldingen 2009*.

Vedlegg 5

The Long-term global outlook for interest rates

Report made by the OECD for the commission, December 2014¹

1 Introduction and summary

This report updates OECD long-term projections to 2060, previously published in the May 2014 OECD *Economic Outlook* (OECD, 2014a), with a particular focus on the outlook for global interest rates. The new long-term projections to 2060 extend the revised short-term projections to 2016 published in the November 2014 *Economic Outlook*.

The global model used to generate the long-term projections is described in Johansson et al. (2013) with a summary overview provided in the Appendix. Within this modelling framework there are three distinct forces acting on the determination of long-term interest rates: cyclical, whereby current and expected short-term policy rates exert a pull on long-term interest rates; country-specific risk premia related to the level of government and external debt; and global pressures relating to the balance between *ex ante* global savings and investment which influence interest rates in all countries. These forces play out in the projections of long-term interest rates, here represented by the rate of 10-year government bonds, as follows:

- The current low level of OECD long-term nominal interest rates is projected to persist over the coming two years, before rising in the baseline scenario to 2020 as output gaps progressively close and policy rates normalise; the average OECD (nominal) long-term interest rate will consequently rise from about 2.6 per cent in 2016 to 4.6 in 2020.
- Relative to the previous set of long-term projections published in May 2014, this implies a more protracted period of low short- and long-term interest rates, which reflects the weaker outlook for growth, especially in the euro area.

- Between 2020 and 2030, the real OECD long-term interest rate remains stable at just over 2%, which for the median OECD country implies an interest rate-growth differential close to zero, which is similar to the differential experienced over the pre-crisis period 2000–07. Fiscal consolidation assumptions, whereby OECD countries target a gross debt-to-GDP ratio of no more than 60% play a role in restraining interest rates over this period.
- Beyond 2030, a gradual rise in long-term interest rates is projected mainly due to increasing pressure from an *ex ante* global savings shortage, which can be mainly traced to demographic pressures from ageing populations. Real OECD long-term interest rates rise from just over 2% in 2030 to nearly 3½ per cent in 2060 which would imply an interest-rate growth differential for the median OECD country of nearly 2 percentage points.
- The long-term projections are particularly sensitive to developments in China and India because they account for such large share of global saving. The rapid ageing of the population in China is one of the main factors driving up global interest rates after 2030.
- The interest rate projections depend on a number of key assumptions, including future levels of indebtedness. In the baseline scenario governments are assumed to target a gross debt-to-GDP ratio of 60% of GDP, which restrains interest rates both by lowering country-specific risk premia and by raising global saving. An alternative scenario, in which government debt is assumed to stabilise close to current levels would imply higher interest rates, with average OECD real interest rates up by nearly a full percentage point compared to the baseline scenario in 2030 and by over ½ a percentage point in the longer-run.

¹ This report was commissioned by the Norwegian Ministry of Finance as an input to the deliberations of the Thøgersen commission into the operation of the fiscal rule relating to the strong growth of the Government Pension Fund Global.

The remainder of the report is organised as follows: section 2 provides a brief summary of the

long-term GDP projections; section 3 describes the interest rate projections and the underlying forces which generate them, as well as considering their sensitivity to some of the underlying assumptions. A description of the model used to generate the projections as well as the underlying assumptions is provided in the Appendix.

2 Long-term GDP projections

Some of the main features of the long-term projections published in the May 2014 OECD *Economic Outlook* include:

- The composition of global output will continue to shift towards emerging economies as well as towards Asia; the combined GDP of China and India was 33% of that of the OECD in 2010 (on a PPP basis), but is expected to rise to 73% by 2060.
- The crisis is estimated to have reduced OECD-wide potential output per capita by about 3¼ per cent, although for some European, mainly euro area, countries, the effect has been much larger. Nevertheless, an assumption underlying the long-term projections is that there has been no permanent damage to underlying trend productivity growth.
- Providing growth of the technology frontier continues at historical rates, average growth in OECD GDP per capita over the period to 2060 is projected to be similar to the 1½ per cent per annum experienced in the immediate pre-crisis period.
- With only a few major exceptions, the adverse effect of population ageing on labour utilisation in OECD countries will be largely offset by rising labour force participation. Up until 2030, this is achieved in most countries through already legislated increases in pensionable age, the positive effect of increased education and trend increases in female participation. Beyond 2030 it will require additional reforms to ensure that retirement ages are effectively indexed to life expectancy.
- For nearly all OECD countries, with the exception of Japan, the additional fiscal consolidation that would be required to reduce government debt to 60% of GDP by 2030 is less, and mostly much less, than that already expected to have been achieved between 2010 and 2015. For Japan, even a massive fiscal consolidation of nearly 11 percentage points of GDP beyond 2015 would only stabilise the debt ratio by 2030, suggesting that a complementary and

more ambitious package of structural and macroeconomic policies is needed.

There have been a number of updates and changes since the long-term projections were published in May 2014 and these can have implications for the updated long-term projections:

- i. Firstly, the short-term outlook for GDP has deteriorated; OECD GDP growth for both 2014 and 2015 has been revised down by about ½ percentage point between the May and November *Economic Outlook* projections, with much of the revision focussed on the euro area. Moreover, the short-term projections have been extended to 2016, implying a weaker recovery than the operation of the mechanical rules underlying the earlier model-based projections. A weaker short-term outlook for GDP growth implies a lower profile for policy rates and also lower long-term interest rates.
- ii. Historical GDP data have been substantially revised for most European countries based on the new System of National Accounts (SNA2008 or ESA2010, its European equivalent). The revisions imply upward revisions to the most recent levels of GDP, typically of between 1% and 6%, although implied revisions for recent growth rates (and hence for recent and projected potential output growth rates) are more ambiguous.
- iii. Recently revised estimates of Purchasing Power Parities (PPPs) for non-OECD countries from the *International Comparison Program* have been incorporated which substantially increase the relative level of GDP of those countries on a PPP basis; for example, they imply China's GDP was about 20% higher and India's about 30% higher. However, this does not directly affect the projection for interest rates, because pressures on interest rates are evaluated by aggregating global saving and investment using market exchange rates rather than PPPs.

OECD potential output growth is projected to increase by 2¼ per cent per annum, (similar to pre-crisis growth rates) to 2030, before moderating to 1¾ percentage point over the period 2030–60 (Table 1). The decline in growth rates of non-OECD countries is more marked: from averaging just under 6% per annum since 2000, they are projected to grow by 4¾ percent per annum to 2030 and only 2¾ percent per annum over the period 2030–60. The main reason for the slowdown in non-OECD growth rates is a decline in productiv-

ity growth. Although projected non-OECD productivity levels will remain well below levels in the leading OECD countries, important differences in underlying structural settings, including policies, limit the scope for catch-up. Ageing populations imply that over future decades the contribution to per capita GDP growth from labour utilisation is likely to be less than in the past. Nevertheless, an assumption that policies in OECD countries adapt to ensure that the length of working lives increase with life expectancy beyond 2030, ensures that the employment rate is not a major drag on growth in most countries.

3 Long-term interest rate projections

The determination of interest rates

Short-term interest rates are assumed to vary with the cycle, so that as output gaps close, short-term interest rates return to neutral levels which are determined consistently with nominal potential growth. Long-term interest rates are determined as a convolution of short-term rates plus a term premium. Additional effects on interest rates come from: country-specific premia related to the level of indebtedness; and a 'world balancing premium', which applies equally to all countries and ensures *ex post* global savings and investment remain in balance.

- Higher government debt levels are assumed to entail higher country-specific fiscal risk premia consistent with the findings of Égert (2010) and Laubach (2009): for every percentage point that the debt ratio exceeds a threshold of 75% of GDP, the fiscal risk premium applied to long-term interest rates increases by 2 basis points, with an additional increase of 2 basis points for every percentage point that the debt ratio exceeds 125%. Japan is an exception to this rule, given the high proportion of government debt which is financed domestically, so that the fiscal risk premium is computed at one quarter the rate for other OECD countries. No allowance for an additional interest rate premium is made for countries which do not have their own national currency.
- Higher levels of external indebtedness lead to higher country-specific risk premia that are reflected in market interest rates, consistent with the findings of Lane and Milesi-Ferreti (2001), Rose (2010) and Turner and Spinelli (2013). This is implemented as an increase of 2 basis points in interest rates for every percent-

age point increase in the ratio of net external debt to GDP. For countries that are net creditors, there is no discount placed on their domestic interest rate consistent with the findings of Turner and Spinelli (2013).

- Movements in global interest rates ensure that global saving and investment remain aligned. Hence if the *ex ante* sum of current account balances is more positive than previous periods, signifying an *ex ante* excess of global savings, then there will be downward pressure on all interest rates from a 'global balancing premium' which stimulates investment and so brings global savings and investment back into balance.

The forces acting on interest rates over the projection

The weak short-term outlook for OECD growth described in OECD (2014b) is reflected in a slow normalisation of policy rates, notably with no increase in short-term interest rates in the euro area before 2017. In the baseline scenario, policy rates in many OECD countries only return to neutral levels by the early 2020's as output gaps close. Consistent with this outlook for short-term interest rates, the average² OECD nominal long-term interest rate will rise from about 2.6 in 2016 to 4.4 per cent in 2020 (Table 2). For the median OECD country this implies an interest-rate-growth differential³ rising from negative values to close to zero by the early 2020s, which is similar to the differential experienced over the pre-crisis period 2000-07 (Figure 1, Panel A).

Over the period from the early 2020s to 2030, the level of average OECD real interest rates remains roughly stable as does the median interest-rate-growth differential in the baseline scenario, but thereafter they begin to rise gradually to 2060. This reflects a number of competing pressures on interest rates, with forces acting to reduce interest rates as follows:

- Reduced indebtedness, as government's are assumed to gradually target a gross-government debt-to-GDP ratio of 60%, reduce country-specific interest rate risk premia both on high government debt and net external debt (Figure 2).

² Throughout this report, the 'average' OECD interest rate refers to a GDP-weighted measure, unless otherwise stated.

³ Throughout this report, the interest-rate growth differential is measured as the difference between the nominal interest rate on 10-year government bonds and a moving average of nominal potential growth.

- A separate and distinct effect of OECD fiscal consolidation is to raise public and total saving (even though there is a partial Ricardian offset to private saving) and so put downward pressure on global interest rates (Figure 3).
- Slowing potential growth rates in non-OECD countries implies declining investment demand to maintain the same capital-output ratio which also puts downward pressure on global interest rates.
- The eventual dominant influence tending to reduce national saving in both OECD and non-OECD countries, and so raise interest rates, is population ageing, which in the case of non-OECD countries is re-enforced by the effect on precautionary saving from the wider provision of social safety nets (Figure 3).

Despite saving rates falling in nearly all countries, the global saving rate remains relatively stable to 2030 because of a compositional effect as the share of high-saving countries (especially China and India) in global output rises (Figure 4). Beyond 2030, however, the country compositional effect is out-weighed by the trend decline in savings rates in all countries so that interest rates in

nearly all countries steadily rise. Real OECD long-term interest rates rise from just over 2% in 2030 to nearly 3½ per cent in 2060 (Table 2), which would imply an interest-rate growth differential for the median OECD country of about 2 percentage points (Figure 1, Panel A). This projection is, however, particularly sensitive to developments in China and India (because together they account for more than one-third of global savings) as well as to the magnitude of the demographic influence on savings.⁴

A second factor which delays the upwards pressure on global interest rates is the assumed fiscal consolidation across OECD countries to reduce debt-to-GDP ratios to 60%. In a variant “high debt” scenario in which government debt is assumed to stabilise close to current levels, average OECD real interest rates up are increased by nearly a full percentage point compared to the baseline scenario in 2030 and by over ½ a percentage point in the longer-run (Figure 1, Panel B).

⁴ In the model, demographic effects on savings are captured by fixed age-dependency rates, although this creates some tension where retirement ages are increasing, and particularly beyond 2030 when it is assumed that retirement ages rise in line with life expectancy for all countries.

Table 5.1 Growth in total economy potential output and its components. Average annual growth rate, per cent per annum

	Potential GDP				Potential GDP per capita				Potential trend productivity				Employment ratio			
	2000– 2007	2008– 2013	2014– 2030	2031– 2060	(1) = (2) + (3)				(2)				(3)			
					2000– 2007	2008– 2013	2014– 2030	2031– 2060	2000– 2007	2008– 2013	2014– 2030	2031– 2060	2000– 2007	2008– 2013	2014– 2030	2031– 2060
Australia	3.2	3.0	3.3	2.5	1.8	1.4	2.1	1.7	1.1	1.2	2.1	1.6	0.7	0.2	0.0	0.1
Austria	2.1	1.6	1.7	1.6	1.6	1.3	1.4	1.6	1.1	0.6	1.5	1.6	0.5	0.7	-0.1	0.0
Belgium	1.9	1.1	2.0	2.0	1.5	0.3	1.4	1.7	1.0	0.3	1.6	1.6	0.5	0.0	-0.2	0.1
Canada	2.7	1.8	2.1	1.8	1.6	0.7	1.2	1.3	0.9	0.7	1.5	1.3	0.8	0.0	-0.3	0.0
Chile	4.0	4.3	4.0	2.4	2.9	3.3	3.3	2.2	1.8	1.6	2.6	2.0	1.1	1.7	0.7	0.2
Czech Republic	3.4	1.6	3.2	1.8	3.4	1.1	3.1	1.9	3.3	1.3	3.2	2.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.2
Denmark	1.5	0.6	1.5	1.9	1.2	0.2	1.2	1.8	1.0	0.6	1.4	1.7	0.2	-0.4	-0.1	0.1
Estonia ¹	4.9	1.9	2.7	1.8	5.2	2.0	2.9	2.1	4.3	1.9	3.0	2.2	0.8	0.1	-0.1	-0.1
Finland	2.8	0.5	1.9	1.5	2.5	0.0	1.6	1.5	1.6	0.1	1.9	1.4	0.9	-0.1	-0.4	0.1
France	1.8	1.1	1.9	1.6	1.1	0.5	1.5	1.4	1.0	0.8	1.6	1.3	0.1	-0.2	-0.1	0.1
Germany	1.2	1.3	1.1	1.0	1.2	1.5	1.3	1.6	0.8	0.7	1.6	1.6	0.4	0.8	-0.3	0.0
Greece	2.7	-1.0	2.7	1.3	2.4	-1.4	2.6	1.4	1.5	-1.1	2.4	1.7	0.9	-0.3	0.2	-0.2
Hungary	2.9	0.4	2.2	2.0	3.2	0.5	2.3	2.3	3.0	0.5	2.0	2.6	0.2	0.0	0.3	-0.3
Iceland	3.9	2.0	2.3	1.8	2.8	0.6	1.4	1.5	2.4	1.0	1.7	1.6	0.3	-0.4	-0.3	0.0
Ireland	5.2	1.7	3.0	1.6	3.3	0.8	2.1	0.8	2.3	1.5	1.8	0.8	1.0	-0.7	0.3	0.0
Israel	3.6	3.6	3.0	2.6	1.5	1.8	1.7	1.6	0.9	0.8	1.2	1.4	0.6	0.9	0.5	0.2
Italy	1.2	0.0	1.4	1.7	0.7	-0.5	1.1	1.6	0.2	-0.2	1.2	1.7	0.4	-0.4	-0.1	0.0
Japan	0.7	0.5	1.2	1.3	0.5	0.5	1.5	1.9	0.9	0.8	1.6	1.9	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1
Luxembourg	3.9	2.4	2.0	1.5	2.5	0.8	1.0	1.0	0.3	-0.3	0.7	1.1	2.1	1.1	0.3	-0.1
Mexico	2.5	2.4	3.0	3.2	1.2	1.2	2.1	2.9	0.5	0.2	1.1	2.4	0.7	1.0	0.9	0.5
Netherlands	2.1	1.0	1.7	1.5	1.6	0.5	1.5	1.6	1.0	0.5	1.6	1.5	0.5	-0.1	-0.1	0.1
New Zealand	3.2	1.9	2.7	2.4	1.8	0.8	1.9	2.0	0.8	0.5	1.8	1.9	1.0	0.3	0.1	0.1
Norway	3.0	2.3	2.1	1.6	2.3	1.1	1.3	1.2	1.8	1.0	1.5	1.2	0.6	0.0	-0.2	0.0
Poland	4.0	3.3	2.5	0.9	4.2	3.3	2.6	1.4	3.6	2.5	3.1	1.8	0.6	0.8	-0.4	-0.4
Portugal	1.8	0.2	1.1	1.9	1.2	0.1	1.0	2.1	1.2	0.8	0.9	2.2	0.1	-0.8	0.1	-0.1
Republic of Korea	4.5	3.7	3.1	1.6	4.0	3.1	2.8	1.8	3.2	2.5	2.6	1.8	0.8	0.6	0.2	-0.1
Slovak Republic	4.9	2.7	3.0	1.1	4.9	2.4	2.9	1.4	4.0	2.8	3.3	1.8	0.8	-0.4	-0.3	-0.4
Slovenia ¹	3.2	0.9	1.7	1.6	3.1	0.3	1.5	1.8	2.5	1.1	1.9	1.9	0.6	-0.8	-0.4	-0.1
Spain	3.3	0.8	1.1	1.5	1.9	0.1	0.7	1.3	0.6	0.9	0.5	1.5	1.2	-0.8	0.2	-0.2
Sweden	2.6	1.8	2.5	1.5	2.2	1.0	1.9	1.2	2.0	1.0	2.0	1.2	0.2	0.0	-0.1	0.0
Switzerland	2.0	1.9	2.1	1.5	1.3	0.8	1.5	1.4	1.0	0.4	1.6	1.5	0.3	0.4	-0.2	-0.1
Turkey	3.8	4.6	4.0	2.3	2.3	3.3	3.1	2.0	2.6	2.0	2.2	1.6	-0.2	1.3	0.8	0.3
United Kingdom	2.9	1.3	1.8	1.8	2.4	0.7	1.1	1.4	2.0	0.6	1.1	1.4	0.4	0.1	0.0	0.0
United States	2.6	2.0	2.4	1.7	1.6	1.1	1.6	1.2	1.7	1.4	2.0	1.2	-0.1	-0.3	-0.3	0.1
Euro area ¹	1.7	0.9	1.5	1.5	1.2	0.5	1.3	1.5	0.8	0.6	1.4	1.6	0.4	-0.1	-0.1	-0.1
OECD ¹	2.2	1.7	2.2	1.8	1.5	1.0	1.7	1.6	1.3	0.9	1.7	1.5	0.2	0.1	0.0	0.1
Argentina	3.0	3.8	2.8	2.3	2.0	2.9	2.1	2.0	0.1	1.6	1.5	2.0	2.0	1.3	0.5	-0.1
Brazil	2.8	3.1	2.0	1.9	1.5	2.2	1.4	1.9	0.6	1.2	1.1	2.2	1.0	1.0	0.3	-0.4
China	10.1	9.2	5.1	2.2	9.5	8.5	4.8	2.5	8.9	8.6	5.2	3.0	0.5	-0.1	-0.4	-0.5
India	7.0	7.2	6.0	4.0	5.4	5.8	5.0	3.7	5.3	5.4	4.2	3.5	0.1	0.4	0.8	0.1
Indonesia	3.9	5.7	5.1	3.0	2.5	4.3	4.1	2.6	2.1	3.2	3.6	2.9	0.4	1.0	0.5	-0.3
Russia	5.3	3.1	2.6	1.4	5.6	3.2	3.1	1.9	4.5	3.6	3.6	2.2	1.1	-0.3	-0.6	-0.2
South Africa ¹	2.8	3.2	4.0	2.5	1.3	2.2	3.5	2.1	1.6	2.0	2.5	1.9	-0.3	0.1	1.0	0.2
Non OECD ¹	6.9	6.9	4.8	2.7	5.9	5.9	4.2	2.7	5.5	5.8	4.1	2.9	0.3	0.1	0.1	-0.2

¹ Starting year for potential output is 2001 for Slovenia, South Africa and Non OECD total; and 2002 for Estonia, the euro area and OECD total.

Table 5.2 Long-term interest rate projections. Interest rate on 10-year government bond, percentage points

	Real long-term interest rates ¹								Nominal long-term interest rates							
	2000– 2007	2010	2014	2016	2020	2030	2050	2060	2000– 2007	2010	2014	2016	2020	2030	2050	2060
Australia	2.3	1.0	3.5	2.6	4.0	4.4	4.1	4.2	5.7	5.4	3.7	3.7	6.6	6.9	6.6	6.8
Austria	2.9	1.7	-0.1	-0.5	0.5	1.4	2.2	2.9	4.4	3.2	1.5	1.1	2.3	3.5	4.3	4.9
Belgium	2.4	1.6	0.3	0.4	0.6	1.4	2.4	2.9	4.4	3.3	1.7	1.2	2.6	3.5	4.4	4.9
Canada	2.2	1.5	0.7	1.9	2.5	2.4	3.4	3.9	4.8	3.2	2.3	3.4	4.7	4.5	5.5	5.9
Czech Republic	2.2	2.7	-0.2	-0.1	3.0	4.2	3.0	3.4	4.8	3.9	1.7	2.0	4.8	6.2	5.0	5.4
Denmark	2.2	0.2	-0.4	-0.3	0.2	1.5	2.7	3.3	4.5	2.9	1.3	1.0	2.2	3.5	4.8	5.4
Estonia	-2.0	-3.6	-2.8	-2.4	0.8	1.4	2.2	2.9	3.8	1.6	0.2	0.1	2.7	3.5	4.3	4.9
Finland	3.0	1.1	-0.7	-0.2	0.6	1.6	2.6	3.0	4.4	3.0	1.5	1.0	2.4	3.7	4.6	5.0
France	2.7	1.8	0.7	0.4	1.4	1.9	2.9	3.4	4.4	3.1	1.7	1.2	3.2	4.0	4.9	5.4
Germany	3.5	1.6	-0.6	-0.9	0.1	1.5	2.2	2.9	4.3	2.7	1.2	0.9	2.1	3.5	4.3	4.9
Greece	1.6	6.3	8.3	9.3	7.4	3.3	5.8	7.1	4.7	9.1	7.0	8.1	8.8	5.3	7.9	9.1
Hungary	0.3	3.5	2.0	2.0	3.4	2.3	2.9	3.3	7.4	7.3	4.9	4.5	6.4	5.3	5.9	6.3
Iceland	4.4	-2.5	4.4	4.7	6.8	4.7	4.9	5.4	8.8	6.1	6.5	6.6	9.4	7.3	7.4	7.9
Ireland	-0.2	8.6	1.5	0.7	2.0	1.5	2.2	2.9	4.4	6.0	2.4	1.8	3.8	3.5	4.3	4.9
Israel	4.8	2.3	0.4	3.1	2.6	2.8	3.5	4.3	7.0	4.7	3.0	3.8	4.7	4.8	5.5	6.3
Italy	2.1	2.4	1.7	2.1	2.6	1.7	3.8	4.6	4.6	4.0	2.9	2.4	4.2	3.8	5.8	6.7
Japan	2.7	2.5	0.6	-1.0	0.5	2.3	2.6	2.9	1.4	1.1	0.5	0.5	2.5	4.3	4.7	4.9
Luxembourg	1.4	0.0	-0.6	-0.2	0.0	1.4	2.2	2.9	3.9	3.2	1.4	0.8	1.8	3.4	4.3	4.9
Netherlands	1.7	1.6	0.4	0.1	0.4	1.5	2.2	2.9	4.4	3.0	1.5	1.1	2.3	3.5	4.3	4.9
New Zealand	3.9	3.1	3.3	4.0	5.3	4.8	6.0	6.6	6.2	5.6	4.4	5.1	7.4	6.9	8.0	8.7
Poland	3.3	2.7	2.1	2.9	3.9	3.1	2.7	3.4	7.3	5.8	3.6	3.8	6.4	5.6	5.3	5.9
Portugal	1.1	4.2	3.0	2.5	5.3	2.4	4.0	5.2	4.5	5.4	3.8	3.3	7.1	4.4	6.0	7.3
Republic of Korea	3.8	1.6	2.4	3.3	2.4	2.8	2.4	2.7	5.9	4.8	3.2	3.8	5.3	5.8	5.4	5.8
Slovak Republic	0.8	2.9	1.6	1.2	1.3	2.1	2.5	3.2	5.9	3.9	2.1	1.6	3.2	4.1	4.6	5.3
Slovenia	0.3	1.3	2.8	2.8	1.6	1.6	2.2	2.9	5.3	3.8	3.4	2.8	3.4	3.6	4.3	4.9
Spain	0.7	3.3	2.4	1.8	3.8	1.9	3.1	4.1	4.4	4.2	2.8	2.2	5.6	4.0	5.1	6.2
Sweden	3.1	0.5	0.6	0.1	1.3	2.5	2.4	2.9	4.5	2.9	1.7	1.6	3.2	4.3	4.4	4.8
Switzerland	2.2	0.7	0.8	0.3	0.6	1.8	2.4	2.9	2.9	1.6	0.7	0.8	2.6	3.9	4.4	4.9
United Kingdom	2.6	0.9	0.9	1.9	3.1	2.4	3.6	4.1	4.8	3.6	2.7	3.7	5.1	4.5	5.6	6.1
United States	2.4	1.8	0.9	2.0	2.6	2.3	2.5	3.0	4.7	3.2	2.6	3.7	4.5	4.3	4.6	5.0
Euro area average ²	2.4	2.2	0.8	0.6	1.5	1.7	2.9	3.6	4.4	3.5	2.0	1.5	3.4	3.8	4.9	5.6
OECD average ²	2.5	1.9	1.0	1.3	2.2	2.3	2.8	3.3	4.6	4.1	2.6	2.6	4.4	4.5	5.2	5.8
OECD median	2.3	1.7	0.8	1.5	2.2	2.2	2.7	3.3	4.5	3.7	2.3	2.1	4.0	4.2	4.9	5.4

¹ Real long-term interest rates are calculated with respect to a moving average of the inflation rate measured by the GDP deflator.

² OECD and euro area averages are calculated as a GDP weighted average.

Source: OECD.

Table 5.3 Ratio of older to adult population. Ratio of population age 65+ to population aged 15-64, per cent

	1990	2010	2030	2060	1990–2010	2010–2030	2030–2060
Australia	17	20	31	39	3	11	8
Austria	22	26	39	49	4	13	9
Belgium	22	27	39	43	4	12	4
Canada	16	20	37	44	4	17	7
Chile	10	13	27	50	4	14	23
Czech Republic	19	22	33	49	3	11	15
Denmark	23	25	36	39	2	11	3
Estonia	18	26	34	46	8	8	12
Finland	20	26	43	46	6	17	3
France	21	26	39	45	4	13	6
Germany	22	32	48	61	10	16	14
Greece	20	29	40	57	8	12	16
Hungary	20	24	32	47	4	7	15
Iceland	17	18	30	45	2	12	15
Ireland	18	17	27	42	-2	10	15
Israel	15	17	23	32	2	6	9
Italy	22	31	45	60	9	14	15
Japan	17	36	53	72	19	17	18
Korea	7	15	37	72	8	22	35
Luxembourg	19	20	28	43	1	8	14
Mexico	8	9	17	40	2	7	23
Netherlands	19	23	41	47	4	18	6
New Zealand	17	20	33	42	3	13	9
Norway	25	23	32	40	-2	10	7
Poland	16	19	35	59	3	16	24
Portugal	21	27	40	66	6	13	25
Slovak Republic	16	17	31	55	1	14	24
Slovenia	16	24	40	55	8	16	15
Spain	21	25	38	63	5	13	25
Sweden	28	28	37	41	0	9	5
Switzerland	21	25	35	44	4	10	9
Turkey	8	11	18	41	3	8	23
United Kingdom	24	25	35	44	1	10	9
United States	19	19	33	37	1	14	4
Euro Area	21	28	42	54	7	14	13
OECD	18	22	34	46	4	12	12
Argentina	15	16	21	37	1	5	16
Brazil	7	10	20	44	3	10	24
China	9	11	24	49	2	12	25
Indonesia	6	8	13	27	1	6	13
India	7	8	12	24	1	4	12
Russia	15	18	28	36	3	9	9
South Africa	6	8	11	20	3	3	8
Saudi Arabia	5	4	10	38	0	5	28
Non-OECD	8	10	18	34	2	8	16

Source: OECD Long-term baseline.

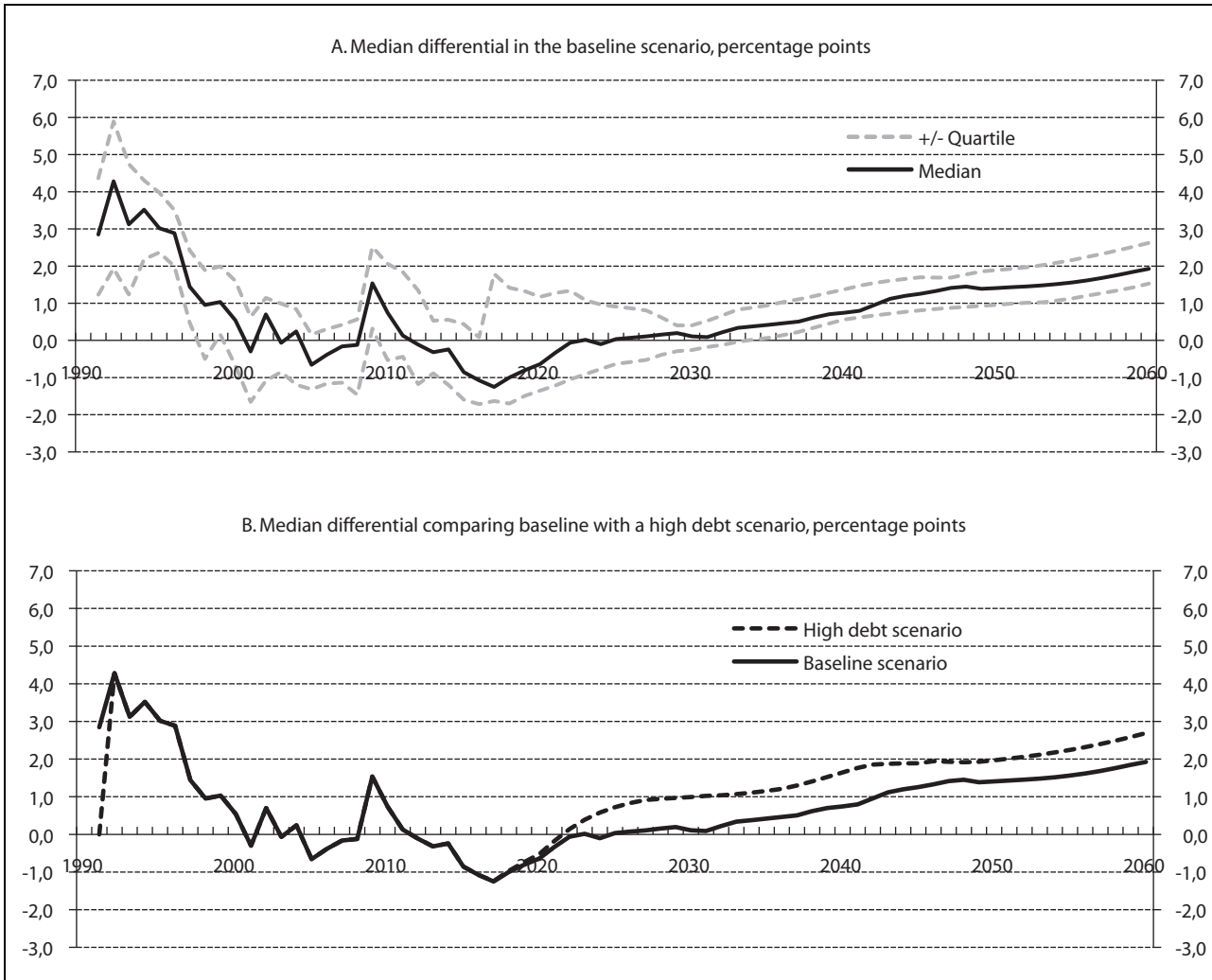


Figure 5.1 The interest-rate-growth differential for selected OECD countries

Note: Selection of OECD Countries limited to include those for which there is historical data going back to at least 1990, namely: Australia, Austria, Belgium, Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Greece, Iceland, Ireland, Italy, Japan, Korea, Netherlands, New Zealand, Portugal, Slovakia, Spain, Sweden, Switzerland, the United Kingdom, and the United States.

Source: OECD.

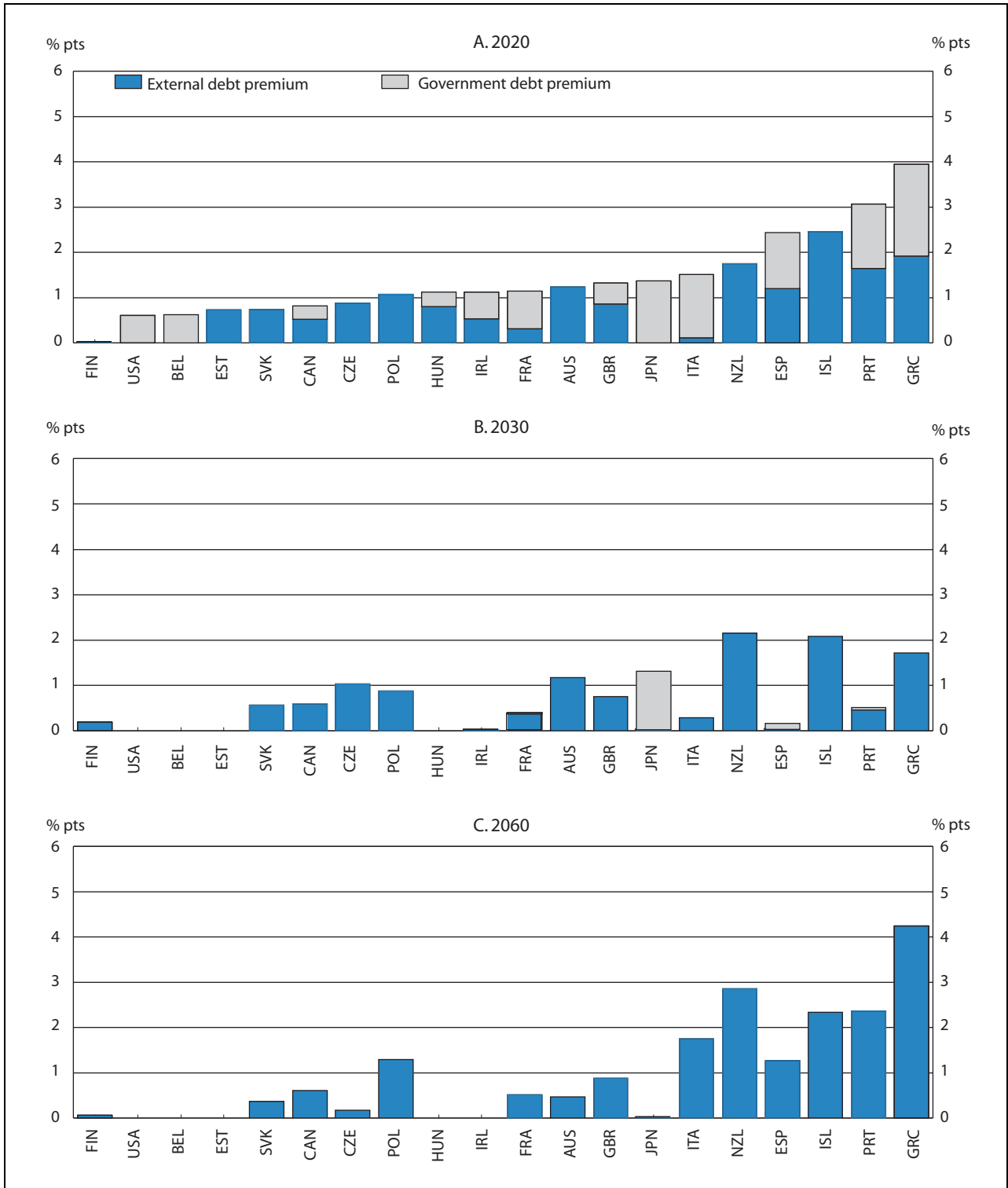


Figure 5.2 Interest risk premium from public and external debt for OECD countries. Percentage points

Note: There is no debt premium for Austria, Denmark, Germany, Israel, Korea, Luxembourg, the Netherlands, Slovenia, Sweden and Switzerland for any of the three periods shown.

Source: OECD.

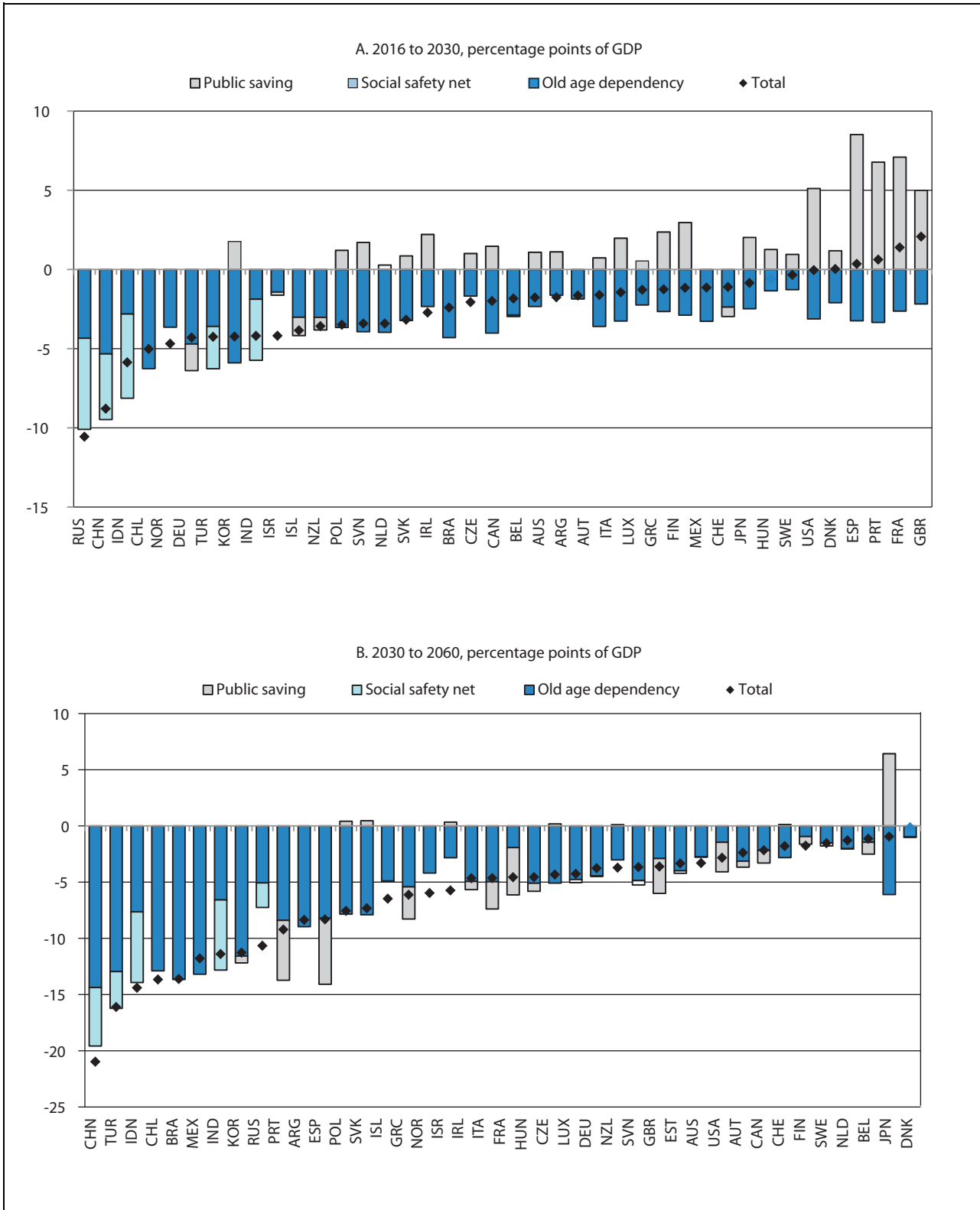


Figure 5.3 Changes in the total saving rate

Note: The component bars identify the three most important contributions to changes in the saving rate, but do not sum to the “Total” because the smaller contributions from another factors are not explicitly included in order to make the chart more legible. The contribution of “Public Saving” nets out a Ricardian offset to private saving. The “Social safety net” contribution allows for the effect that the extension of social welfare systems (especially public health provision) will have on reducing private saving in non-OECD countries.

Source: OECD.

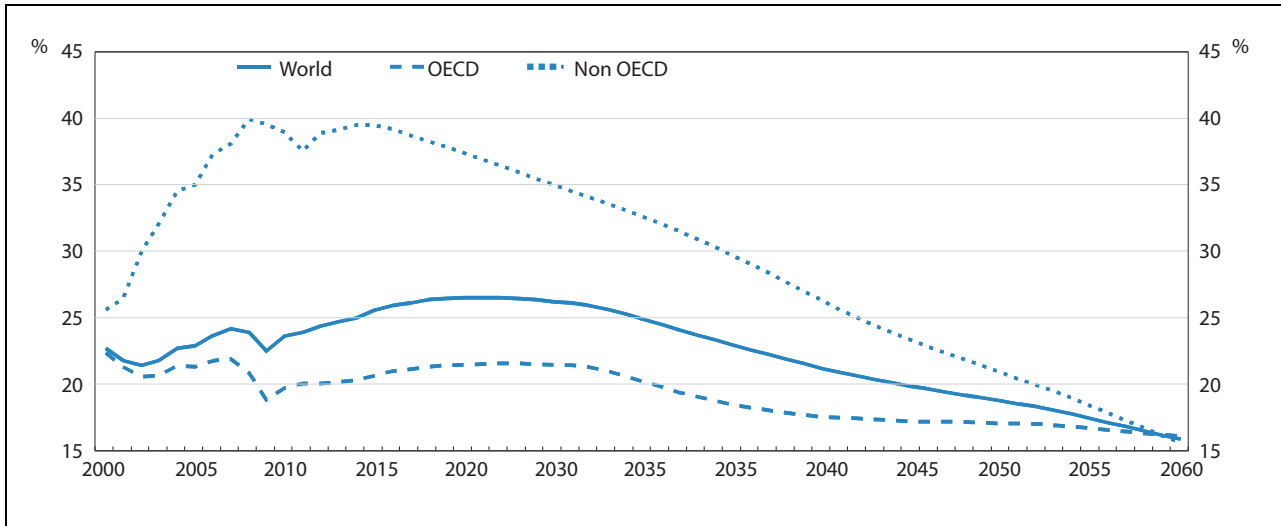


Figure 5.4 Trends in global savings. In per cent of GDP
Source: OECD.

Bibliography

- Balassa, B. (1964), "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", *Journal of Political Economy*, 72.
- Égert, B. (2010), "Fiscal Policy Reaction to the Cycle in the OECD: Pro- or Counter-Cyclical?" *OECD Economics Department Working Papers*, No. 763.
- Frankel, J. (2006), "The Balassa-Samuelson Relationship and the Renminbi", *Harvard Working Paper*, December.
- Johansson, A., Y. Guillemette, F. Murtin, D. Turner, G. Nicoletti, C. de la Maisonnette, P. Bagnoli, G. Bousquet and F. Spinelli (2013), "Long-Term Growth Scenarios", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1000, OECD Publishing.
- Kerdrain, C., I. Koske and I. Wanner (2010), "The Impact of Structural Policies on Saving, Investment and Current Accounts", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 815, OECD Publishing.
- Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferreti (2001), "Long-Term Capital Movements", Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper* No. 2873.
- Laubach, T. (2009), "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 7, pp.858-885.
- Loayza, N., K. Schmidt-Hebbel and L. Serven (2000), "What Drives Private Saving Across the World", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, pp. 165-181.
- OECD (2014a), "Growth Prospects and Fiscal Requirements over the Long Term", *OECD Economic Outlook*, No. 95, May, OECD Publishing.
- OECD (2014b), *OECD Economic Outlook*, No. 96, November, OECD Publishing.
- Röhn, O. (2011), "New Evidence on the Private Saving Offset and Ricardian Equivalence", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 762, OECD Publishing.
- Rose, D. (2010), "The Influence of Foreign Assets and Liabilities on Real Interest Rates", *Institute of Policy Studies Working Paper* 10/09.
- Samuelson, P (1964), "Theoretical Notes on Trade Problems". *Review of Economics and Statistics*, 23.
- Turner, D. and F. Spinelli (2013), "The effect of government debt, external debt and their interaction on OECD interest rates", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1103, OECD Publishing.

Appendix 1.

The modelling framework and key assumptions

The global model used to extend the short-term *Economic Outlook* projections to 2060 is described in Johansson et al. (2013). The country coverage is all OECD countries as well as current non-OECD G20 countries (Argentina, Brazil, China, India, Indonesia, the Russian Federation, Saudi Arabia and South Africa), equivalent to 88% of world GDP in 2012 at market exchange rates. The level of detail in which OECD economies are modelled is greater than for non-OECD economies, reflecting wider data availability for OECD countries, particularly in respect of fiscal accounts.

The backbone of the model is a consistent set of long-run projections for potential output. Potential output is based on a Cobb-Douglas production function with constant returns to scale featuring physical capital, human capital (based on gradually declining returns to average years of schooling) and labour as production factors plus labour-augmenting technological progress. By projecting these trend input components, assuming a degree of convergence in total factor productivity and human capital, potential output is projected out to 2060. The degree of convergence in total factor productivity depends on the starting point, with countries farther away from the technology frontier converging faster, but it also depends on the country's own structural conditions and policies, hence the 'conditional convergence' nomenclature. In the long run, productivity in all countries will tend to grow at the same rate determined by the worldwide rate of technical progress, but cross-country GDP per capita gaps remain, mainly reflecting differences in technology levels, capital intensity, human capital and labour utilisation, which in turn partly depend on differences in structural conditions and policies.

Private saving rates for OECD countries are determined according to recent OECD empirical work (Kerdrain et al., 2010) which suggests that demographic effects, captured by old-age and youth dependency ratios, are important drivers of long-term trends in saving, but with additional effects from the fiscal balance, the terms of trade, productivity growth, net oil balances and the availability of credit. Total saving in OECD countries is determined as the sum of public and private saving, although there is a 40% offset of any improvement in public saving from reduced private saving due to partial Ricardian equivalence (in line with recent OECD estimates, for example Röhn, 2011). For non-OECD countries, the total saving rate is

determined according to an equation, which is close to being a total economy variant of the private saving equation for the OECD, with effects from the old-age and youth dependency ratios, the terms of trade, the availability of credit, the level of public expenditure (as a proxy for public social protection) and productivity growth. As emphasised in the main paper one of the main drivers of saving rates in the long-term projection is old age dependency rates, and in this context it is worth highlighting that the effects incorporated in the model are in line with other estimates in the literature (for example, Loayza et al., 2000), but if anything are on the low side.

Movements in global interest rates ensure that global saving and investment remain aligned, whereas imbalances at the national level are reflected in current account balances. An exception is a group of major non-OECD oil exporting countries, defined to include Saudi Arabia, Russia as well as 27 smaller non-OECD countries. For these countries, no individual projections of current balances are made. Rather, the combined current account balance of all non-OECD oil exporting countries is calculated based on projections of their balance of trade in oil.

Current account imbalances are accumulated to provide a proxy for foreign asset positions – with higher levels of external indebtedness leading to higher country-specific risk premiums that are reflected in market interest rates, consistent with the findings of Lane and Milesi-Ferreti (2001) and Rose (2010). This is implemented as an increase of 2 basis points in interest rates for every percentage point increase in the ratio of net external debt to GDP. For countries that are net creditors, there is no discount placed on their domestic interest rate since no evidence for one has been found in recent OECD empirical work (Turner and Spinelli, 2013).

Fiscal closure rules acting on the primary balance ensure that the ratio of government debt to GDP is stable either at recent levels or by targeting a specific (usually lower) debt-to-GDP ratio, which in the baseline here is 60%. Debt service responds to changes in debt and market interest rates, but with lags which reflect the maturity structure of debt. Higher debt levels are assumed to entail higher country-specific fiscal risk premia consistent with the findings of Égert (2010) and Laubach (2009): for every percentage point that the debt ratio exceeds a threshold of 75% of GDP, the fiscal risk premium applied to long-term interest rates increases by 2 basis points, with an additional increase of 2 basis points for every percent-

age point that the debt ratio exceeds 125%. No allowance for an additional interest rate premium is made for countries which do not have their own national currency.

Assumptions in the baseline long-term scenario

The baseline scenario includes the following assumptions for the period beyond the short-term projection horizon that ends in 2014:

- Cross-country comparisons of levels of GDP and GDP per capita are made in terms of chained purchasing power parities (PPPs). PPPs are projected on the basis of differences in aggregate inflation and a relative price effect (reflecting the relative price of tradeables and non-tradeables) which is related to changes in relative living standards, through the so-called Harrod-Balassa-Samuelson effect, based on the empirical work of Frankel (2006). Nominal exchange rates adjust in line with relative aggregate inflation rates and also correct the level of the real exchange rate in line with predictions of the Harrod-Balassa-Samuelson effect. The upshot is that the GDP of low-income countries like India and China rise somewhat less over the projection, relative to high-income countries such as the United States, when measured on a chained PPP basis rather than on a fixed PPP basis.

Assumptions regarding monetary and fiscal policy are as follows:

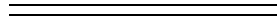
- Policy interest rates continue to normalise as output gaps close and beyond that are directed to converge on a neutral real short-term rate, which in turn follows the potential growth rate of the economy.
- The target for inflation over the long-term is generally taken to be 2%, with the following exceptions: Australia, Poland, Iceland and Norway target 2.5%; Chile, Hungary, Mexico and Korea target 3%; Argentina, China and Russia target 4%; and Brazil, India, Indonesia and South Africa target 4.5%.
- Effects on public budgets from population ageing and continued upward pressures on health spending are not explicitly included, or, put differently, they are implicitly assumed to be alleviated through reforms of relevant spending programmes or offset by other budgetary measures.

Assumptions regarding structural policies are as follows:

- Policy influences on labour force participation differ between two stages of the projections. Recently-legislated pension reforms that involve an increase in the normal retirement age by 2030 are assumed to be implemented as planned, and the participation rates of older workers adjusted accordingly. In countries where no such reforms have been undertaken, retirement behaviour is assumed to reflect only effects coming from a rising education level. Beyond 2030, a more stylised assumption is adopted whereby the share of active life in life expectancy is assumed to remain constant, hence the legal pensionable age is implicitly assumed to be indexed to longevity.
- Structural unemployment in OECD countries is consistent with the most recent *Economic Outlook* projections to 2016 and thereafter is assumed to return gradually to a pre-crisis level, which is taken to be the lowest level of structural unemployment estimated over the period 2007 and 2013. Unemployment in non-OECD countries where the level is currently above the OECD average is assumed to gradually converge to the OECD average, while it remains unchanged in countries currently below the OECD average.
- The long-term trend increase in average years of schooling per worker (the basis for estimating human capital) is assumed to continue in all countries, and is calculated to have a modest positive effect on aggregate labour force participation.
- Product market and trade regulations are assumed to gradually converge towards the average regulatory stance observed in OECD countries in 2011 in countries where regulations are currently more restrictive, while for other countries, regulations remains unchanged.
- For non-OECD countries, a gradual increase in public spending on social protection is assumed, amounting on average to an increase of four percentage points of GDP to a level of provision similar to the average OECD country. It is further assumed that this is financed in a way so as to have no effect on public saving.

- Oil prices start from OECD short-term projection in the November 2014 OECD *Economic Outlook*, where they are \$85 per barrel for Brent crude, gradually rise from there. For the period 2017 to 2031, they rise at 2% per year, essentially remaining constant in real terms. Then from 2030 on they rise at 3% per year. Given the recent volatility in oil prices, a variant scenario (not dis-

cussed in the main paper) was also considered in which oil prices fall to \$60 per barrel and stay constant in real terms thereafter. Lower oil prices reduce global saving because they significantly reduce saving by net oil exporting countries. The variant scenario results in higher global interest rates, up by 0.1 percentage points by 2030 and 0.2 percentage points by 2050.



Norges offentlige utredninger

2014 og 2015

Statsministeren:

Arbeids- og sosialdepartementet:

NOU 2014: 3 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2014

NOU 2014: 17 Pensjonsordning for arbeidstakere til sjøs

NOU 2015: 6 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2015

Barne-, likestillings- og inkluderingsdepartementet:

NOU 2014: 8 Tolking i offentlig sektor

NOU 2014: 9 Ny adopsjonslov

NOU 2015: 4 Tap av norsk statsborgerskap

Finansdepartementet:

NOU 2014: 13 Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi

NOU 2015: 1 Produktivitet – grunnlag for vekst og velferd

NOU 2015: 5 Pensjonslovene og folketrygdreformen IV

NOU 2015: 9 Finanspolitikk i en oljeøkonomi

Forsvarsdepartementet:

Helse- og omsorgsdepartementet:

NOU 2014: 12 Åpent og rettferdig – prioriteringer i helsetjenesten

Justis- og beredskapsdepartementet:

NOU 2014: 1 Ny arvelov

NOU 2014: 10 Skyldvne, sakkyndighet og samfunnsvern

NOU 2015: 3 Advokaten i samfunnet

Klima- og miljødepartementet:

Kommunal- og moderniseringsdepartementet:

NOU 2014: 6 Revisjon av eierseksjonsloven

NOU 2015: 7 Assimilering og motstand

Kulturdepartementet:

NOU 2014: 2 Lik og likskap

Kunnskapsdepartementet:

NOU 2014: 5 MOOC til Norge

NOU 2014: 7 Elevenes læring i fremtidens skole

NOU 2014: 14 Fagskolen – et attraktivt utdanningsvalg

NOU 2015: 2 Å høre til

NOU 2015: 8 Fremtidens skole

Landbruks- og matdepartementet:

NOU 2014: 15 Norsk pelsdyrhold – bærekraftig utvikling eller styrt avvikling?

Nærings- og fiskeridepartementet:

NOU 2014: 4 Enklere regler – bedre anskaffelser

NOU 2014: 11 Konkurransesklagemnda

NOU 2014: 16 Sjømatindustrien

Olje- og energidepartementet:

Samferdselsdepartementet:

Utenriksdepartementet:

Bestilling av publikasjoner

Offentlige institusjoner:

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon

Internett: www.publikasjoner.dep.no

E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no

Telefon: 22 24 00 00

Privat sektor:

Internett: www.fagbokforlaget.no/offpub

E-post: offpub@fagbokforlaget.no

Telefon: 55 38 66 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på
www.regjeringen.no

Trykk: 07 Oslo AS – 6/2015