

# Bør handlingsregelen revideres?

Den store usikkerheten i fremtidige oljeinntekter og avkastning fra Oljefondet taler for stor forsiktighet i bruken av oljeinntekter fremover.

I sin årstale argumenterte sentralbanksjef Øystein Olsen for å stoppe den planlagte økningen i bruken av oljeinntekter fremover. Det er dårlige nyheter både for politikere og folk flest på kort sikt, men kanskje likevel fornuftig på lengre sikt. La oss se på noen av de viktigste momentene i debatten:

● **Tre prosent realavkastning:** Sentralbanksjefen trakk frem de svært lave obligasjonsrentene, og argumenterte for at realavkastningen til fondet trolig vil være lav fremover, kanskje under tre prosent. Det taler for å redusere anslaget på forventet realavkastning fra det gjeldende anslaget på fire prosent til tre prosent, noe som vil innebære et betydelig kutt i den fremtidige banen for pengebruken.

Det er lett å være enig med sentralbanksjefen i at fire prosent realavkastning fremstår som vel optimistisk. Et godt argument for å redusere til tre prosent nå, er at bruken av oljeinntekter ligger på tre prosent, slik at endringen ikke innebærer en umiddelbar reduksjon i pengebruken.

Men det er også argumenter mot en slik endring. Et problem er at argumentasjonen i noen grad bygger på det svært lave realrentenivået i verden nå. Det lave realrentenivået skyldes i stor grad at verdens land sparer for mye, noe som legger en betydelig demper på den økonomiske veksten i verden. Hvis Norge som en konsekvens av det nåværende lave rentenivået skulle økt vår sparing, ville vi forsterket ubalansen knyttet til overdreven sparing.

Hvis vår handlingsregel blir påvirket av midlertidige svingninger i rentenivået, kan vi risikere at vi på et senere tidspunkt hever anslaget på forventet avkastning i perioder med høyt rentenivå og høy økonomisk vekst.

En eventuell reduksjon i avkastningsanslaget må derfor bygge på mer langsiktige vurderinger.

● **Usikre fremtidige oljeinntekter:**



Samlet er det gode grunner til å holde igjen i pengebruken, nær det sentralbanksjef Øystein Olsen foreslo i sin årstale. Foto: Lise Åserud, NTB Scanpix

## Økonomi Steinar Holden



Det kraftige fallet i oljeprisen har understreket den store usikkerheten knyttet til fremtidige oljeinntekter. Oljeprisfallet har også illustrert at våre vurderinger om fremtidige oljeinntekter er positivt korrelert med tilstanden i norsk økonomi: Når oljeprisen faller, reduseres våre forventninger om fremtidige oljeinntekter, samtidig som økonomien svekkes. Det betyr at vi må være ekstra forsiktige med å basere offentlige budsjetter på forventninger om fremtidige oljeinntekter, fordi hvis de svikter, vil det med høy sannsynlighet skje på et uheldig tidspunkt. Da kan vi risikere å måtte kutte i budsjettene samtidig med at lavere oljepris rammer økonomien. Og er det en ting budsjettproblemen i en rekke land har vist oss, så er det at finanspolitiske innstramminger i nedgangstider har svært negative virkninger på økonomien. Derfor må man unngå å komme i en situasjon der man likevel kan bli nødt til å gjøre det.

● **Oljefondets verdi er usikker:** De store svingningene i aksjemarkedene de siste årene illustrerer

den store usikkerheten knyttet til Oljefondets verdi. Vi må regne med at fondets verdi kan falle med 20-25 prosent. Den nåværende handlingsregelen tar ikke høyde for dette, siden regelen innebærer at vi skal bruke forventet realavkastning. En nedgang i fondsverdien vil føre til en tilsvarende reduksjon i forventet realavkastning målt i kroner, og det ville naturligvis være svært uheldig om man måtte kutte betydelig i offentlige budsjetter i etterkant av en nedgang i fondet.

Dette var ikke så viktig så lenge vi kunne regne med at fremtidige oljeinntekter raskt ville kompensere for en nedgang i Oljefondet, slik at det likevel ikke ble nødvendig å kutte. Men dette er nå blitt mer usikkert. Derfor må handlingsregelen snart modifiseres, slik at vi bruker mindre enn forventet realavkastning av fondet.

Dermed vil vi få en sikkerhetsmargin, slik at vi i mindre grad risikerer å måtte kutte pengebruken i etterkant av et fall i verdien på Oljefondet.

Merk at å redusere anslaget på



Vi må regne med at fondets verdi kan falle med 15-20 prosent. Den nåværende handlingsregelen tar ikke høyde for det

forventet realavkastning til tre prosent ikke vil gi en tilsvarende sikkerhetsmargin. Mindre pengebruk vil selvfølgelig bety at fondet blir større, men dersom vi hele tiden bruker forventet realavkastning av fondet, vil en reduksjon i fondsverdien gi en like stor prosentvis nedgang i bruken av oljeinntekter.

En god sikkerhetsmargin gir derfor større robusthet dersom Oljefondet reduseres, enn det man får ved å redusere anslaget på forventet realavkastning til tre prosent.

Samlet er det gode grunner til å holde igjen i pengebruken, nær det sentralbanksjefen foreslår. Det bør skje ved å modifisere handlingsregelen slik at den håndterer usikkerheten i hvor mye penger vi kan få fra Oljefondet fremover.

**Steinar Holden**, professor ved Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo

Se flere innlegg  
Side 30-31



Gjestekommentar  
- økonomi



Roger  
Bjørnstad



Hilde C.  
Bjørnland



Øystein  
Dørum



Steinar  
Holden



Steinar  
Juel



Per Richard  
Johansen

**Debattansvarlig:** Vidar Ivarsen **Telefon:** 22 00 10 59 **Sentralbord:** 22 00 10 00 **Epost:** debatt@dn.no **Telefaks:** 22 00 11 10

**Hovedinnlegg/kronikk:** Maks 4500 tegn inklusive mellomrom **Underinnlegg/replik:** Maks 1500 tegn (ca. 250 ord) **Legg ved portrettfoto.**

Alt stoff som leveres til Dagens Næringsliv, må produseres i henhold til Vær varsom-plakaten. Dagens Næringsliv betinger seg retten til å lagre og utgi alt stoff i avisen i elektronisk form, også gjennom samarbeidspartnere. Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte innsendte manuskripter. Debattinnlegg honoreres ikke.