



STEINAR HOLDEN
professor, Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo

På tide å revidere handlingsregelen¹

Etter Mork-utvalgets rapport er det vanskelig å holde fast på 4 prosent som et meningsfylt anslag på forventet realavkastning fra Pensjonsfondet. Den tallfestede retningslinjen for bruken av midler fra Pensjonsfondet bør endres til 3 prosent. Regjeringen må også utarbeide planer for hvordan handlingsregelen skal revideres når vi ikke lenger kan regne med betydelige fremtidige oljeinntekter. Da bør pengebruken ligge i underkant av forventet realavkastning, som en sikkerhetsmargin dersom Pensjonsfondet skulle falle kraftig i verdi.

INNLEDNING

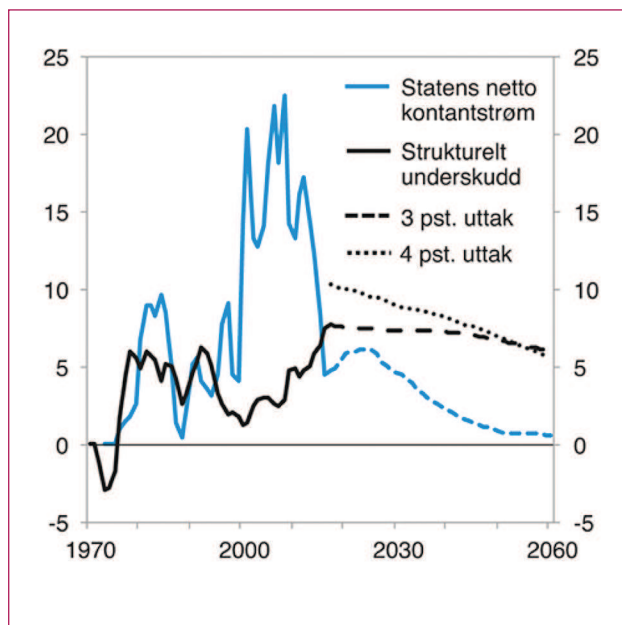
Nasjonalbudsjettet 2017 er i likhet med sine forgjengere et imponerende dokument. Velskrevet og fullt av fakta og gode analyser om norsk økonomi og politikk. En nyvinning i år er et utmerket kapittel om makroovervåking og –tilsyn i finansmarkedene – dette er en opplagt kandidat til pensum på begynnerkurs i makroøkonomi på landets universitet og høyskoler.

Det er mange interessante temaer som kunne vært drøftet med utgangspunkt i Nasjonalbudsjettet. I denne kommentaren vil jeg nøye meg med ett, som til gjengjeld er et av de aller viktigste. Jeg vil drøfte en mulig justering av handlingsregelen, dvs. en mulig justering av retningslinjen for hvor mye av fondskapitalen fra Pensjonsfondet som vi skal bruke.

Tallfestingen av handlingsregelen får liten oppmerksomhet i Nasjonalbudsjettet. I avsnitt 3.1.1 står det at vi må være forberedt på at realavkastningen de neste 10-15 årene vil bli lavere enn 4 prosent, og det vises til dette som et av flere forhold som i følge Thøgersen-utvalget tilsier en mer gradvis innfasing av oljeinntektene fremover. Som illustrasjon av betydningen av pengebruken, viser Figur 3.1 i Nasjonalbudsjettet, inkludert her som Figur 1 nedenfor, forskjellen mellom et uttak på 3 og 4 prosent av fondskapitalen. Figuren gir et relativt flatterende bilde av konsekvensene av 4 prosent bruk, ved at figuren stopper i 2060, og dermed bare viser tiden der 4 prosent uttak gir høyere pengebruk. Nå forstår selvfølgelig Nasjonalbudsjettets lesere at pengebruken deretter blir lavere, men totalbildet er likevel på ingen måte avskrekkende.

Budsjettpolitikken i årene fremover blir drøftet i avsnitt 3.1.4. I boks 3.4 fremheves de store svingningene i avkastningen fra Pensjonsfondet, men uten å trekke noen konklusjoner utover at «I utformingen av finanspolitikken må det tas høyde for denne usikkerheten for å unngå at

¹ Takk til Asbjørn Rødseth, Fredrik Wulfsberg og redaktør Klaus Mohn for gode kommentarer til et tidligere utkast.



Figur 1. Petroleumsinntekter og fondsavkastning*

* Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, strukturelt, oljekorrigert underskudd på statsbudsjettet og finansieringsbidrag fra fondet ved 3 og 4 prosent uttak. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge. I framskrivningen av fondet er det lagt til grunn en årlig realavkastning på 3 prosent de første 15 årene og deretter 4 prosent

Kilde: Finansdepartementet (Nasjonalbudsjettet 2017).

svingninger i anslagene for fondet blir en kilde til ustabilitet i finanspolitikken og norsk økonomi.»

Årsaken til den sparsomme drøftingen er naturligvis at regjeringen er i tenkeboksen. I avsnitt 3.1.1. vises det til Perspektivmeldingen som legges fram våren 2017, som vil inneholde en vurdering av anbefalingene fra Thøgersen-utvalget og Mork-utvalget.

FORVENTET REALAVKASTNING

Mork-utvalget, som leverte sin innstilling 18. oktober, har en mer omfattende drøfting av viktige premisser for handlingsregelen. Utvalget legger til grunn en forventet realavkastning på Pensjonsfondet de neste 30 år på 2,3 prosent, basert på en forventet realavkastning fra obligasjonsporteføljen på 0,5 prosent, og en aksjepremie på 3 prosent. Regnestykket blir $0,4 - 0,5$ prosent + $0,6 - 3,5$ prosent = 2,3 prosent. Utvalget sier også at det er viktig å unngå overforbruk, fordi dette vil tære på den finansielle formuen.

Mork-utvalgets rapport er et tungt innspill for å redusere det tallfestede anslaget i handlingsregelen, dvs. at anslaget på forventet realavkastning reduseres fra nåværende 4 prosent. Utgangspunktet for handlingsregelen er jo ikke tallet 4 prosent, men et mål om å bruke forventet realavkastning, fordi man vil bevare realverdien av fondet av hensyn til fremtidige generasjoner. Tallet 4 prosent kom fordi dette var Finansdepartementets anslag på forventet realavkastning da handlingsregelen ble innført i 2001. Hvis forventet realavkastning ikke lenger er 4 prosent, er den naturlige konsekvensen å senke den tallfestede retningslinjen. Hvis man da holder fast ved tallet 4, innebærer dette at man velger å bruke mer enn forventet realavkastning, slik at man bruker av selve fondet.

Diskusjonen om å senke anslaget for forventet realavkastning fra 4 prosent er selvfølgelig ikke ny. Undertegnede drøftet spørsmålet høsten 2011 i en kommentar til Nasjonalbudsjettet 2012 (Holden, 2011), og jeg var på ingen måte den første som tok opp spørsmålet. Sentralbanksjefen foreslo en endring til 3 prosent i årstalen 2012 (Olsen, 2012). Daværende statsminister Jens Stoltenbergs kontante svar var nei, i stor grad begrunnet med at hvis tallet ble endret til 3, kunne det på et senere tidspunkt også endres til et høyere anslag. Dermed kunne man få et spill om tallfestingen (Dagens Næringsliv, 2012).

Situasjonen nå er imidlertid en helt annen enn for 4-5 år siden. Også da fremsto 4 prosent realavkastning som et høyt anslag, men det var samtidig betydelig usikkerhet om dette. Usikkerheten er blitt illustrert ved at realavkastningen i Pensjonsfondet faktisk har vært betydelig høyere enn 4 prosent i årene etterpå, hele 5,8 prosent årlig avkastning over de siste 3 år (tabell 8.1 i budsjettet). Men selv om usikkerheten i forventet avkastning nok er like stor som før, er det vanskeligere å holde på 4 prosent som et meningsfylt anslag.

Det kraftige fallet i obligasjonsrentene innebærer at opp til 40 prosent av fondet er plassert i obligasjoner med sikker lav avkastning. Mork-utvalget anslår som nevnt forventet realavkastning på obligasjonsdelen til 0,5 prosent, slik at forventet realavkastning på aksjer må være hele $6 \frac{1}{3}$ prosent for at forventet realavkastning på fondet samlet sett skal bli 4 prosent. Riktig nok kan en argumentere for at nedgangen i obligasjonsrentene i noen grad skyldes redusert risikovilje blant investorer, noe som i så fall også kan føre til at forventet avkastning på aksjer er høyere enn før. Men det er også argumenter i motsatt retning. Historisk avkastning på aksjer har vært høy blant annet på grunn av

historiske endringer som vi ikke kan regne med vil gjenta seg, og det kan tale for lavere avkastning fremover enn vi har sett historisk (se f.eks. avsnitt 7.4.7 i Mork-utvalgets innstilling). En finanspolitisk retningslinje som handlingsregelen kan ikke basere seg på et anslag på forventet realavkastning som ligger i ytterkant av hva som kan oppfattes som rimelig.

Drøftingen i Mork-utvalget er også et selvstendig argument for å gjøre en endring i tallfestingen av handlingsregelen. Diskusjonen av forventet realavkastning har i hovedsak vært ført av utenforstående økonomer og kommentatorer, i tillegg til taler og analyser fra Norges Bank. Man kan stille spørsmål om hvor raskt slik diskusjon og analyser bør føre til en endring i det anslaget for forventet realavkastning som finanspolitikken bygger på, for å unngå det spill om tallet som Stoltenberg argumenterte mot. Nå har det gått lenger tid, og spørsmålet er blitt drøftet i et ekspertutvalg nedsatt av Finansdepartementet om dette temaet. Dersom regjeringen ønsker å holde på tallet 4 prosent, bør den rett og slett komme med en annen begrunnelse enn at dette er et anslag på forventet realavkastning.

Før vi drøfter eventuelle andre nye begrunnelser, la oss kort se på konsekvensene av å redusere anslaget for forventet realavkastning til 2,3 prosent. I så fall tilsier den nye «2,3-prosentbanen» en oljepengebruk i 2017 lik $7460 \cdot 0,023 = 172$ mrd. kroner. Til sammenligning er budsjettanslaget for oljepengebruken for 2017 (dvs. strukturelt, oljekorrigert budsjettunderskudd) anslått til 226 mrd. kroner. Budsjettoplegget innebærer i så fall at man bruker $226 - 172 = 54$ mrd. kroner mer enn den nye «2,3-prosentbanen» som viser forventet realavkastning av Pensjonsfondet.

FREMTIDIGE PETROLEUMSINNTEKTER

Finnes det argumenter for en annen pengebruk enn forventet realavkastning av Pensjonsfondet? Svaret er åpenbart ja. Men dessverre for politikerne, som nok helst vil ha fagøkonomiske argumenter for en pengebruk som i stor grad er politisk motivert, går argumentene i begge retninger.

Et sentralt argument gjelder verdien av de gjenværende petroleumsressursene som fortsatt finnes i Nordsjøen. I Nasjonalbudsjettet 2017 anslås statens andel av dette til 3150 mrd 2017-kroner. I nasjonalbudsjettet anslås verdien av Pensjonsfondet ved utgangen av 2016 til 7460 mrd kroner, slik at verdien av fremtidige oljeinntekter anslås til å

utgjøre 30 prosent av den samlede formuen fra petroleumsressursene, definert som summen av Pensjonsfondet og nåverdien av statens fremtidige petroleumsinntekter. Den årlige permanentinntekten av de fremtidige oljeinntekter anslås til 125 mrd kroner.

I handlingsregelen er verdien av fremtidige oljeinntekter blitt fullstendig neglisjert, i den forstand at pengebruken bare er knyttet til forventet realavkastning av den finansielle formuen i Pensjonsfondet. Dette har dels vært begrunnet med at fremtidige oljeinntekter er meget usikre, og dels at man har ønsket en gradvis innfasing av bruken av oljeinntekter.² I tillegg er det politisk meget vanskelig å knytte bruken av oljepenger direkte til en størrelse som er så vanskelig å fastslå på en objektiv og nøytral måte som forventede fremtidige oljeinntekter. Hvis regjeringen direkte kunne «smøre budsjettene» ved å gjøre optimistiske anslag på fremtidige oljeinntekter, ville det gitt store utfordringer i budsjettarbeidet i finansdepartementet.

Men selv om fremtidige oljeinntekter ikke har hatt noen direkte plass i handlingsregelen, har nok bevisstheten om de fremtidige oljeinntektene likevel vært en viktig årsak til at man har holdt fast ved et høyt anslag på forventet realavkastning, fordi man har regnet med at en nedgang i fondsverdien ville bli fylt opp av fremtidige oljeinntekter.

Argumentet om at fremtidige oljeinntekter er usikre er like relevant som før. Riktig nok er vi bedre diversifisert enn tidligere, fordi en stor del av oljeressursene nå er plassert i utenlandske verdipapirer. Men samtidig fremstår usikkerheten om fremtidige oljeinntekter som minst like stor som tidligere, med en betydelig risiko for at oljeinntektene blir mye mindre enn antatt. Hvis man skulle basert oljepengebruken mer direkte på hele den samlede formuen fra petroleumsressursene, inklusiv en permanentinntekt av fremtidige oljeinntekter, ville det ført til en betydelig risiko for at et kraftig oljeprisfall samtidig ville ført til en reduksjon i oljepengebruken over statsbudsjettet, fordi forventede fremtidige petroleumsinntekter ble kraftig nedjustert.

De politiske problemene ved å knytte oljepengebruken direkte til anslag for fremtidige oljeinntekter er også fortsatt meget relevante. Samlet er det derfor vanskelig å se for seg at anslag for fremtidige oljeinntekter skal ha en direkte virkning på oljepengebruken.

² Se f.eks. van den Bremer m.fl. (2016) for en grundig drøfting av betydningen av gjenværende oljeressurser for sparing og plassering av finanskapitalen.

Argumentet om gradvis innfasing av oljepenger er derimot ikke lenger noen relevant begrensning, fordi vi allerede bruker betydelig mer enn et realistisk anslag på forventet avkastning av Pensjonsfondet. Tvert om er hensynet til stabilitet i oljepengebruken nå et argument mot å justere bruken ned til anslaget for forventet avkastning. Den betydelige størrelsen på forventede fremtidige oljeinntekter taler også mot en reduksjon i oljepengebruken, selv når man tar hensyn til usikkerheten i de fremtidige inntektene.

EN 3-PROSENTBANE

En pragmatisk overgangsløsning på disse avveiningene ville være å redusere den tallfestede retningslinjen i handlingsregelen til 3 prosent. I lys av drøftingen i Mork-utvalgets rapport ville 3 prosent fortsatt være i høyeste laget til å kunne regnes som et anslag på forventet realavkastning av fondet. Likevel kunne man begrunne en retningslinje som lå noe høyere enn forventet realavkastning av fondet i en overgangsfase, der det fortsatt forventes betydelige fremtidige oljeinntekter. Samtidig ville en 3-prosentbane innebære stabilitet i oljepengebruken med utgangspunkt i dagens nivå, noe som virker både politisk og økonomisk fornuftig.

BEHOV FOR EN SIKKERHETSMARGIN

Før vi vet ordet av det, kan vi likevel komme i en situasjon der forventede fremtidige oljeinntekter vil være små. I verste fall kan et kraftig oljeprisfall gå sammen med en dyp lavkonjunktur for verdensøkonomien, som fører til aksjemarkedene stuper samtidig med at norske eksportmarkeder svekkes. Hvis vi i utgangspunktet bruker 3 prosent av Pensjonsfondet, vil en nedgang i Pensjonsfondet på 33 prosent innebære at samme bruk faktisk utgjør 4,5 prosent av fondet. Erfaringsmessig vil en nedgang i økonomien også føre til en betydelig reduksjon i skatteinntektene, slik at budsjettbalansen svekkes. Resultat kan raskt bli at man bruker 6-7 prosent i året av et fond som allerede er blitt betydelig redusert.

En måte å unngå en slik utvikling ville være å føre en stram finanspolitikk hvis fondsverdien faller. Men det er nå en rekke studier som finner at kostnadene ved stram finanspolitikk er betydelig større i en lavkonjunktur enn i en høykonjunktur (se f.eks. Auerbach og Gorodnichenko, 2012a,b; Baum m.fl., 2012; Holden og Sparman, 2016; Jorda og Taylor, 2016). En slik sammenheng er lett å begrunne: i en høykonjunktur er det mange ledige jobber, og arbeidstakere som ikke får jobb i offentlig sektor, vil

vanligvis kunne finne en annen jobb. I en lavkonjunktur er det motsatt - det er vanskelig å få andre jobber, og alternativet til en jobb i det offentlige vil ofte være arbeidsledighet. En stram finanspolitikk i en nedgangskonjunktur kan dermed innebære en betydelig forsterkning av nedgangen i økonomien.

Denne sammenhengen blir forsterket av samspillet med pengepolitikken. I en høykonjunktur kan sentralbanken respondere på strammere finanspolitikk ved å heve renten mindre, med den tilleggsfordel at det innebærer mer stabile rentevilkår i finansmarkedet. I en lavkonjunktur har vi i de senere år lært at det kan være begrensninger på sentralbankens mulighet til å stimulere økonomien, fordi det er vansker knyttet til å senke renten under null. Sentralbanken kan derfor ha mindre mulighet til å motvirke de negative virkningene av stram finanspolitikk i en lavkonjunktur.

For å unngå at finanspolitiske innstramninger forsterker en nedgangskonjunktur, er det gode grunner til å gjennomføre en gradvis tilpasning dersom verdien av Pensjonsfondet skulle falle. Dette er også i tråd med drøftingene i Thøgersen- og Mork-utvalget. Kostnaden er imidlertid, som før nevnt, at det vil forsterke nedgangen i verdien av fondskapitalen. Det naturlige svaret på dette vil da være å ha en sikkerhetsmargin, dvs. å bruke mindre enn hva man tror vil være forventet realavkastning på fondet. Mork-utvalget har en tilsvarende analyse, og flertallet skriver i sitt punkt 7 på side 8 at «En mulig tilpasning kan være å legge et forsiktig anslag på forventet realavkastning til grunn for uttakene». Dette er også en av undertegnede kjepphester, se f.eks. Holden (2015a,b).

Hvis f.eks. retningslinjen for bruken av oljepenger var 2,5 prosent, mens forventet realavkastning var 3 prosent, ville man hatt mer robusthet overfor et fall i fondsverdien. For det første ville bruken i utgangspunktet vært lavere, slik at et fall i fondsverdien ikke ville ført til like stort overforbruk sammenlignet med forventet realavkastning. I tillegg ville en bruk som lå noe under forventet avkastning innebære en tendens til at fondet steg over tid. Det ville gjøre det lettere å akseptere en betydelig nedgang i fondsverdien hvis aksjemarkedet falt samtidig med en markert konjunktur-nedgang i økonomien.

Bruken av oljepenger må også sees i lys av andre forhold enn forvaltningen av ressursinntekter, og det er tema for de to neste avsnittene.

BEFOLKNINGSVEKST, REALINVESTERINGER OG DEMOGRAFI

Handlingsregelen er utformet for å få en fornuftig bruk av oljeinntektene over tid. En underliggende forutsetning for retningslinjen om å bruke forventet realavkastning av fondet som sjelden nevnes, er at den tar utgangspunkt i at retningslinjen for budsjettbalansen uten oljeinntekter ville vært null alltid. Dette ville vanligvis ikke vært optimalt. I en situasjon der folketallet har vokst betydelig over tid, kombinert med en viss sentralisering, vil det normalt være behov for økte investeringer, blant annet til offentlig infrastruktur. Uten oljeinntekter ville dette kunne begrunne et underskudd på statsbudsjettet, der staten låner for å finansiere de økte investeringene. Med oljepenger vil det tilsvarende kunne begrunne en oljepengebruk som ligger noe høyere enn det en jevn fordeling av oljepengebruken over tid ville tilsi.

Demografiske forhold med økende pensjons- og helseutgifter i tiårene fremover tilsier i noen grad at vi bruker mindre av oljepengene, slik at vi kan øke pengebruken når helse- og pensjonsutgiftene øker. Men det er begrenset hvor mye pengebruken kan og bør tilpasses slike forhold. Som påpekt i budsjettet (side 50) må de økte utgiftene knyttet til aldring av befolkningen først og fremst møtes med reformer som gjør offentlige finanser mer robuste overfor økt levealder, særlig tiltak som øker arbeidstilbudet.

En relatert problemstilling gjelder samspillet mellom offentlig og privat sparing. Hvis rikardiansk ekvivalens holder, vil økt offentlig sparing bli motvirket gjennom tilsvarende redusert privat sparing. Mohn (2016) forkaster full rikardiansk ekvivalens i Norge i perioden 1980-2012, men finner likevel at en økning i offentlig sparing på 1 prosent gir en reduksjon i privat sparing på 0,2 prosent.

NULLRENTE OG LAV SAMLET ETTERSØRSEL

I et land med inflasjonsmål er det sentralbanken som vanligvis har hovedansvaret for stabiliseringspolitikken. I en lavkonjunktur vil sentralbanken sette en lav rente for å stimulere økonomien og motvirke lavkonjunkturen. Men i tiden etter finanskrisen 2008-09 har en rekke av de rike landene i verden blitt rammet av en så sterk nedgang i samlet ettersørsel at sentralbanken ikke har kunne motvirke dette fullstendig, selv ved å senke renten til null. I et land der samlet ettersørsel er for lav til tross for at renten er satt til null, vil finanspolitikken som nevnt over ha en sterkere virkning på produksjon og sysselsetting. For å forhindre høy arbeidsledighet vil det normalt være riktig å

føre en mer ekspansiv finanspolitikk når pengepolitikken er begrenset av en nedre grense for renten.

I Norge er fortsatt rom for å senke renten ytterligere. Men i følge Norges Bank blir rentesettingen påvirket av hensynet til finansiell stabilitet, og banken ville satt en lavere rente dersom den bare tok hensyn til nivåene på inflasjonen og produksjonen. Dette taler for at det også i Norge er konjunkturmessige argumenter for en ekspansiv finanspolitikk. Muligheten for å benytte mer treffsikre konjunkturtiltak, som ekstra tiltak på Vestlandet som jo er særlig rammet av nedgangen i oljemarkedet, gir også grunnlag for å bruke mer oljepenger enn forventet realavkastning fra fondet.

KRONEKURS, FONDSVERDI OG FINANSPOLITIKK

Den høye avkastningen i Pensjonsfondet de siste årene skyldes i stor grad nedgangen i forventet fremtidig rentenivå, både nominelt og reelt, som har ført til økte obligasjons- og aksjekurser. I tillegg har verdien av fondskapitalen i norske kroner økt på grunn av svakere kronekurs, som igjen er knyttet til lavere oljepris. Paradoksalt nok er disse drivkreftene, lavere renter og lavere oljepris, dårlige nyheter for en oljeavhengig rentenist som Norge er. Likevel er den kortsiktige konsekvensen at Pensjonsfondet øker i verdi i norske kroner, slik at vi kan bruke mer oljepenger.

På den annen side kan sammenhengen mellom kronekurs og verdien av fondskapitalen i norske kroner også sees på som en stabiliserende mekanisme. Når et negativt sjokk fører til at kronekursen svekkes, innebærer økningen i fondskapitalen at det blir lettere å føre en ekspansiv finanspolitikk for å motvirke nedgangen i økonomien. Tilsvarende vil et positivt sjokk som fører til at kronen styrkes og fondsverdien reduseres, gjøre det lettere å føre en stram finanspolitikk.

AVSLUTNING

Handlingsregelen har fungert svært godt siden den ble innført for 15 år siden. De siste årene har imidlertid den kraftige veksten i verdien av Pensjonsfondet ført til at handlingsregelen i liten grad har virket begrensende på finanspolitikken.

Den økte oljepengebruken de siste årene har sammenfalt med en svak konjunkturutvikling i norsk økonomi. Men den konjunkturmessige begrunnelsen for økt oljepengebruk er nå svakere. Samtidig tilsier mer langsiktige hensyn

at bruken av oljepenger ikke bør øke mer. I en slik situasjon er det viktig å få på plass en revidert retningslinje for finanspolitikken, en oppdatert handlingsregel som i større grad enn den nåværende kan gi en fornuftig ramme for finanspolitikken fremover. Det taler for at den tallfestede retningslinjen for finanspolitikken endres til 3 prosent av Pensjonsfondet.

En slik 3-prosentbane bør brukes slik 4-prosentbanen ble brukt inntil verdien av Pensjonsfondet steg kraftig for få år siden, som en retningslinje og utgangspunkt for eventuell finanspolitisk stabilisering. I høykonjunkturer bør man bruke mindre enn 3-prosentbanen, slik at det blir rom for å bruke mer i lavkonjunkturer. Ved betydelige endringer i verdien på Pensjonsfondet bør man gradvis tilpasse seg til det nye nivået, i tråd med drøftingen i Thøgersen-utvalget.

I tillegg bør regjeringen utarbeide planer for hvordan handlingsregelen skal revideres når vi ikke lenger kan regne med å få en stadig strøm av fremtidige oljeinntekter som fyller opp Pensjonsfondet. Et viktig element i slike planer bør være en sikkerhetsmargin, slik at den tallfestede retningslinjen for bruken av midler fra Pensjonsfondet ligger i underkant av et realistisk anslag på forventet realavkastning. I tillegg må man ha regler som sikrer gradvis justering av pengebruken når verdien av Pensjonsfondet endres.

En tallfestet retningslinje på 3 prosent vil være lettere å begrunne dersom regjeringen følger anbefalingen fra flertallet i Mork-utvalget om å øke aksjeandelen i referanseindeksen til Pensjonsfondet fra 60 prosent til 70 prosent. En slik økning vil i følge Mork-utvalgets kalkyle medføre at forventet realavkastning øker til 2,6 prosent. Etter mitt skjønn ville en økning av aksjeandelen også være et fornuftig valg, ikke fordi det gjør det lettere å begrunne en 3-prosentbane, men fordi forventet avkastning trolig er betydelig høyere for aksjer enn obligasjoner. En høyere aksjeandel vil innebære større usikkerhet i fondskapitalen, men ulempene for finanspolitikken vil likevel kunne dempes betydelig dersom man har en sikkerhetsmargin, og velger en gradvis tilpasning ved endringer i verdien av fondskapitalen.

REFERANSER

Auerbach, A. J. og Y. Y. Gorodnichenko (2012a). Fiscal multipliers in recession and expansion. I *Fiscal Policy after the Financial Crisis.*, kapittel 2. The University of Chicago Press.

Auerbach, A. J. og Y. Y. Gorodnichenko (2012b). Measuring the Output Responses to Fiscal Policy. *American Economic Journal* 4(2), 1–27.

Baum, A., M. Poplawski-Ribeiro, og A. Weber (2012). Fiscal Multipliers and the State of the Economy. IMF Working Papers 12/286, International Monetary Fund.

Van den Bremen, T., F. van der Ploeg og S. Wills (2016). The elephant in the ground: Managing oil and sovereign wealth. *European Economic Review* 82, 113-131.

Dagens Næringsliv (2012). Landets viktigste krittstrek. Kommentar fra Sofie Mathiassen 18. februar <http://www.dn.no/meninger/kommentarer/2012/02/18/landets-viktigste-krittstrek>.

Holden, S (2011). Handlingsregel og romslige budsjetter. Kommentar til Nasjonalbudsjettet 2011. *Samfunnsøkonomen* 65 (8), 18-22.

Holden, S. (2015a). How to spend it? A fiscal framework for Norway. Presentasjon for Thøgersen-utvalget. 6. januar. Ligger på <http://folk.uio.no/sholden/#Foredrag>

Holden, S. (2015b). Hvor mye skal vi bruke? Dagens Næringsliv 20. august. Ligger på <http://folk.uio.no/sholden/#debatt>.

Holden, S. og V. Sparrman (2016). Do government purchases affect unemployment? Kommer i *Scandinavian Journal of Economics*.

Jorda, O. og A. M. Taylor (2016). The time for austerity: Estimating the average treatment effect of fiscal policy. *The Economic Journal* 126, 219-255.

Mohn, K. (2016). Resource revenue management and wealth neutrality in Norway. *Energy Policy* 96, 446-457.

NOU 2016: 20 Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland (Mork-utvalgets innstilling).

NOU 2015: 9. Finanspolitikk i en oljeøkonomi (Thøgersen-utvalgets innstilling).

Olsen, Ø (2012). Økonomiske perspektiver (Årstalen). 16. februar.