

# Handlingsregelen og endringer i Statens pensjonsfond utland

Anders Kjelsrud

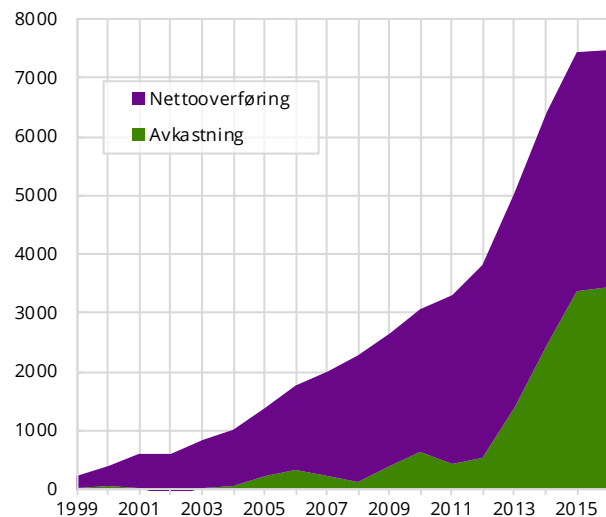
*Handlingsregelen sier at oljeinntektene skal fases inn i norsk økonomi i takt med forventet realavkastning i Statens pensjonsfond utland. Den anslåtte realavkastningen ble nylig foreslått endret fra 4 til 3 prosent av fondskapitalen, og ifølge Nasjonalbudsjettet 2017 vil oljepengebruken i innværende år være akkurat på den nye 3-prosentbanen. I denne artikkelen studerer vi hvordan det finanspolitiske handlingsrommet påvirkes av endringer i henholdsvis oljeprisen og internasjonale aksjekurser. Analysen illustrerer at den nye 3-prosentbanen er svært sensitiv for endringer i verdien av fondet.*

## 1. Innledning

Statens pensjonsfond utland (SPU) ble etablert i 1990 og fikk sine første innskudd i 1996. Dette var et sentralt skritt i å konvertere petroleumsformuen til en finansformue. Siden den gang har høy produksjon av olje og gass, etter hvert kombinert med svært gunstige priser, gitt store overføringer til SPU. Fondskapitalen har således vokst klart raskere enn norsk økonomi for øvrig. Handlingsregelen fra 2001 har gitt de overordnede retningslinjene for hvordan disse raskt voksende kapitalinntektene har blitt faset inn i økonomien. Regelen sier at finanspolitikken skal innrettes slik at det såkalte strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet (SOBU) over tid skal tilsvare den forventede realavkastningen av SPU. Siden SPU har vokst raskt har også handlingsregelen muliggjort en stadig økt bruk av fondsinntektene – både i absolutt forstand og relativt til BNP. SOBU som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge har således økt ganske jevnt, fra snau 3 prosent på starten av 2000-tallet til rundt 8 prosent i 2017 (Nasjonalbudsjettet 2017).

Veksten i oljepengebruken vil trolig måtte bremses kraftig i tiden framover. Figur 1 viser den akkumulerte endringen i fondet siden 1999, dekomponert i tilført kapital og avkastning. I begynnelsen dominerte tilførselen av nye midler, men etter hvert som fondet har vokst har avkastningen blitt betydelig. I 2016 utgjorde den akkumulerte avkastningen mer enn halvparten av fondets totale verdi. Avkastningen har altså blitt stadig viktigere for å forklare de årlige endringene i fondets størrelse, og dermed har den også blitt mer styrende for finanspolitikken. Det er rimelig å anta at denne utviklingen bare vil fortsette – både fordi statens nettokontantstrøm fra petroleumsvirksomheten trolig vil bli klart lavere enn i de siste to tiårene, og fordi denne kontantstrømmen uansett vil utgjøre en stadig mindre andel av fondet.

Figur 1. Statens pensjonsfond utland



Kilde: Norges Bank/KVARTS databank

Opprinnelig ble forventet realavkastning anslått til 4 prosent (på årlig basis), men dette ble nylig foreslått endret til 3 prosent. Ifølge Nasjonalbudsjettet 2017 vil SOBU som andel av SPU ligge akkurat på denne 3-prosentbanen i innværende år. Hvis vi legger til grunn at verdien av SPU kun vil vokse omtrent i takt med norsk økonomi i årene framover, betyr det at SOBU som andel av BNP ikke vil kunne fortsette å stige hvis handlingsregelen skal overholdes. Kombinasjonen av relativt mindre tilførsel til SPU og at vi allerede er på den redefinerte «krittstreken» for oljepengebruk, betyr også at vi raskt kan komme i en situasjon hvor vi må stramme inn i pengebruken for å overholde handlingsregelen.

Med dette som bakteppe analyserer vi i denne artikkelen hvor sensitiv innretningen av finanspolitikken er for ulike forstyrrelser i økonomien. Mer spesifikt bruker vi den makroøkonomiske modellen KVARTS for å kvantifisere effektene av henholdsvis høyere oljepris og lavere aksjekurser internasjonalt – for norsk økonomi generelt, og for det finanspolitiske handlingsrommet spesielt. Vi illustrerer også hvordan disse effektene har endret seg over tid.

Anders Kjelsrud er forsker ved Gruppe for makroøkonomi (gkj@ssb.no)

Mye av motivasjonen bak etableringen av SPU og innføringen av handlingsregelen var å frikoble bruken av oljepenger fra statens løpende petroleumsinntekter. Politikkkregimet har sørget for at kapitaltilførselen til SPU typisk har økt når oljeprisen har økt, siden en høyere oljepris fører til større petroleumsinntekter. På den andre siden går økte oljepriser gjerne sammen med en sterkere krone, noe som trekker ned verdien av SPU målt i norske kroner. Tidligere, da tilførselen av petroleumsinntekter var stor relativt til fondets størrelse, tok det kort tid før virkningen av økt kapitaltilførsel dominerte over virkningen på fondet av en endret valutakurs. I dag er situasjonen en annen. Siden fondet nå er stort i forhold til de løpende petroleumsinntektene må det bare en liten kronestyrkelse til før valutaeffekten dominerer over den økte kapitaltilførselen. I en beregning hvor vi øker oljeprisen (permanent) med 20 dollar per fat, faller derfor verdien av SPU i norske kroner også på mellomlang sikt. For at handlingsregelen skal overholdes (slavisk) må SOBU reduseres med 0,2 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge det første året, og med henholdsvis 0,15 og 0,1 prosent av trend-BNP i de to påfølgende årene.

Ifølge beregningene gir et beskjedent 5 prosents aksjekursfall på verdens børser en tilsvarende tilstramning i det finanspolitiske handlingsrommet på kort sikt. Til sammenligning viser analysen at et like stort aksjekursfall for seks år siden – da fondet var vesentlig mindre enn i dag – ville ha krevd en mindre enn halvparten så stor innstramning i SOBU (forutsatt dagens 3-prosentregel). Disse resultatene illustrerer at usikkerheten knyttet til finanspolitikken over tid har endret karakter, fra følsomhet for endret oljepris til endringer i internasjonale finans- og valutamarkeder. Det mest prekære behovet framover synes derfor å være å skjerme finanspolitikken for svingninger i selve hovedstolen til fondet. En viss sikkerhetsmargin til 3-prosentbanen i normale tider vil være den eneste måte å sikre seg mot perioder hvor man enten tærer kraftig på fondet eller blir tvunget til å føre en destabiliserende finanspolitikk.

Før vi diskuterer beregningene i mer detalj gir vi en kortfattet beskrivelse av makromodellen KVARTS.

## 2. KVARTS og Statens pensjonsfond utland

KVARTS er en makromodell spesielt egnet for kort- og mellomlangsigtede problemstillinger. Modellen er basert på kryssløps- og regnskapssammenhenger, supplert med økonometrisk bestemte atferdsrelasjoner. Modellens kryssløpskjerne sikrer balanse mellom tilgang og anvendelse av modellens om lag 40 produkter, og beskriver hvordan produksjonen fordeler seg på 24 næringer. Valutakursen bestemmes som en funksjon av inflasjonen i Norge og i utlandet (euroområdet), oljeprisen, og pengemarkedsrentene i både Norge og i euroområdet. Pengemarkedsrenta i Norge bestemmes i sin tur som en funksjon av arbeidsledigheten, inflasjonen og renta i utlandet.

Det er imidlertid mange størrelser som ikke bestemmes i modellen, som for eksempel alle størrelser knyttet til utlandet. Oljeinvesteringene må også fastsettes utenfor modellen. I offentlig forvaltning bestemmes produksjon og offentlig konsum (i hovedsak) definisjonsmessig av de eksogene politikkvareblene offentlig timeverksbruk, produktinnsats, kjøp av konsumtjenester og investeringer. Det er ingen sammenhenger i modellen som legger bånd på budsjettbalansen. For en nærmere dokumentasjon av KVARTS, se Boug mfl. (2017).

KVARTS inneholder en egen modul for SPU og SOBU. Vi kan derfor bruke modellen til å gjøre vurderinger av den faktiske finanspolitikken opp mot handlingsregelen, og til å analysere det finanspolitiske handlingsrommet fram i tid. SPU består av aksjer og obligasjoner, i tillegg til eiendom og finansielle derivater. I KVARTS spesifiserer vi imidlertid kun aksjer og obligasjoner. Dette betyr at «obligasjoner» inkluderer alle typer rentebærende instrumenter, også finansielle derivater og eiendom. Avkastningen av SPU-porteføljen består av aksjeutbytte, renteinntekter og omvurderinger – som igjen kommer fra pris- og valutakursendringer. Modellen skiller mellom alle disse komponentene. Vi modellerer utbytte- og renteinntektene basert på størrelsen på henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen i perioden før, multiplisert med eksogene utbytterater/rentesatser. Disse ratene vil altså ikke endres av at andre størrelser i modellen forandres. Prismsvurderingene av obligasjonsporteføljen modelleres på en tilsvarende måte.

For aksjeporteføljen har vi modellert prismsvurderingene (kursgevinstene) som en enkel funksjon av utviklingen i den globale aksjeindeksen, MSCI. Valutaomvurderingene av SPU følger på sin side endogent av valutakursendringer i de fem fremmede valutaene som er spesifisert i modellen og landsammensetningen av SPU-porteføljen. Vi har spesifisert separate landsammensetninger for aksje- og obligasjonsporteføljen.

Netto tilført kapital til fondet tilsvarer summen av den oljekorrigerte budsjettbalansen og statens nettoinntekter fra petroleumsvirksomheten. Statens oljeinntekter kommer først og fremst gjennom skattelegging av petroleumsvirksomheten og gjennom inntekter fra statens direkte økonomiske engasjement (SDØE). I KVARTS modellerer vi begge disse størrelsene som andeler av driftsresultatet i petroleumsnæringen. Oljeinntektene vil dermed påvirkes av oljeprisen, produksjonsnivået og kostnadene i sektoren.

I tillegg til modellutvidelsen knyttet til SPU og statens oljeinntekter, har vi også inkorporert en rutine for å beregne SOBU. Den offentlige budsjettbalansen kan endre seg betydelig fra år til år, selv uten at politiktparametrene endres. Det er derfor hensiktsmessig å ha et mål på den underliggende innretningen av

budsjettpolitikken. SOBU er et slikt mål og beregnes ved først å korrigere den ordinære budsjettbalansen for inntekter og utgifter knyttet til petroleumsvirksomheten, og så for det generelle aktivitetsnivået i økonomien, samt for svingninger i statens netto renteinntekter, overføring fra Norges Bank og særskilte regnskapsmessige forhold. Se Kjelsrud og Prestmo (2017) for en nærmere beskrivelse av prosedyren og av delmodellen for SPU.<sup>1</sup>

## 2. Modellberegninger

Vi presenterer to ulike skiftberegninger. Den første illustrerer hvordan det finanspolitiske handlingsrommet endres av en høyere oljepris, mens den andre ser på konsekvensene av lavere aksjekurser internasjonalt. For å illustrere hvordan konsekvensene av disse sjokkene har endret seg over tid presenterer vi også noen resultater fra tilsvarende skiftberegninger gjort for en tidligere periode.

### 3.1 Høyere oljepris

I SSBs forrige konjunkturrapport i Økonomiske analyser 1/2017 ble det lagt til grunn en gjennomsnittlig oljepris på 56 dollar per fat i 2017 som gradvis steg til 64 dollar per fat mot slutten av 2020. Her analyserer vi virkningene av en oljepris som er 20 dollar per fat høyere enn denne referansebanen fra og med 3. kvartal 2017 (se figur 2).

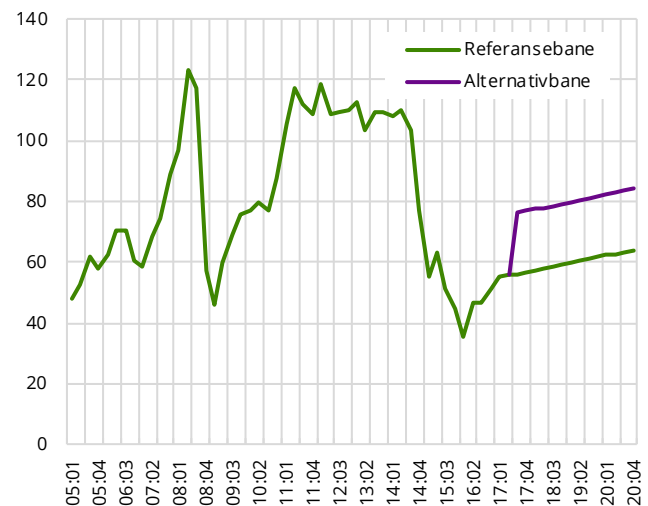
Oljeprisen påvirker norsk økonomi gjennom mange kanaler, og flere av disse – som valutakursen – er inkorporert i KVARTS. Andre sentrale forhold, som den økonomiske veksten internasjonalt og petroleumsinvesteringene i Norge, er imidlertid bestemt utenfor modellen. Vi gjør ikke noe med disse eksogene størrelsene i denne skiftberegningen.<sup>2</sup> Tabell 1 og 2 viser hvordan den høyere oljeprisen endrer noen utvalgte hovedstørrelser. Beregningen i den første tabellen holder styringsrenten og valutakursen fast, mens i beregningen vist i den andre tabellen lar vi modellen bestemme hvordan disse størrelsene påvirkes.

En høyere oljepris fører til at aksjekursene på Oslo Børs stiger, noe som gjør det lettere og billigere for norske bedrifter å finansiere seg gjennom aksjemarkedet (se Benedictow og Hammersland (2016) for dokumentasjon av hvordan denne mekanismen er modellert i

<sup>1</sup> For mer utfyllende dokumentasjon av Finansdepartementets metode se Dyvi og Sollie (2005), Aasdalen mfl. (2011) og Nasjonalbudsjettet 2017 vedlegg 1.

<sup>2</sup> Det er nærliggende å tenke seg at oljeprisøkningen ville ha ført til en viss nedgang i etterspørselen etter norske eksportvarer, med mindre det var et oppsving i verdensøkonomien som var årsaken til at oljeprisen steg. En kan også tenke seg at oljeprisøkningen ville ha ført til en økning i investeringene på norsk sokkel. Petroleumsinvesteringene består imidlertid først og fremst av svært store prosjekter med lang løpetid og planleggingshorisont, så det er ikke gitt at en prisøkning i den størrelsesorden diskutert her ville ha ført til store endringer på kort sikt. Det at vi holder fast disse størrelsene har en viss betydning for resultatene for realøkonomien, mens det har mindre å si for SPU og dermed også for endringene i det finanspolitiske handlingsrommet som følger av handlingsregelen.

Figur 2. Oljepris per fat i USD



Kilde: KVARTS databank

KVARTS). Dette trekker opp næringsinvesteringene, og dermed også BNP Fastlands-Norge. I begge beregningene er næringsinvesteringene snau 3 prosent høyere i 2020 enn i referansebanen, mens BNP Fastlands-Norge har økt med om lag 0,2 prosent. Effekten på de fleste andre makrostørrelsene er imidlertid mer avhengig av hva som skjer med kronekursen og renta.

Oljeprisøkningen fører til at krona styrker seg, og fra og med 2018 er den importveide kronekursen 3 prosent sterkere enn i referansebanen.<sup>3</sup> For å motvirke de negative inflasjonsimpulsene som følger av dette setter sentralbanken ned styringsrenta med om lag ¼ prosentpoeng i forhold til referansebanen. I beregningen med endogen valuta og rente stiger dermed husholdningenes konsum relativt mer enn i den uten. Motstykket er en mer negativ utvikling for tradisjonell norsk eksport, som følge av en svekkelse av den kostnadsmessige konkurransevnen.

En høyere oljepris fører videre til at driftsresultatet i petroleumsnæringen øker. Siden vi har modellert statens inntekter fra petroleumsvirksomheten som en funksjon av dette driftsresultatet vil også oljeinntektene stige, noe som medfører at brutto tilført kapital til SPU øker. I beregningen med eksogen valutakurs øker dermed verdien av SPU relativt til i referansebanen, og mot slutten av 2020 har fondet økt med om lag 400 mrd. kroner.<sup>4</sup> Figur 3 viser endringene i SPU som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge.

Effekten på SPU når vi også tar hensyn til endringen i valutakursen er imidlertid en helt annen. Som vist

<sup>3</sup> Se for eksempel Akram og Mumtaz (2016) for mer om sammenhengen mellom oljeprisen og kronekursen.

<sup>4</sup> Merk at selve avkastningen i fondet i utgangspunktet ikke påvirkes av oljeprisen, siden ratene for både rente- og utbytteinntektene er eksogene, men fordi størrelsen på fondet endres vil likevel de absolutte strømmene også endres noe. Tilsvarende gjelder for prisomvurderingene.

Tabell 1. Virkninger av høyere oljepris. Avvik i prosent fra referansebanen der annet ikke fremgår. Eksogen rente og valuta

	2017	2018	2019	2020
BNP Fastlands-Norge	0,0	0,2	0,3	0,2
- Industri	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Næringsinvesteringer, fastlandet	0,3	2,1	3,0	2,9
Ledighetsrate, pst.poeng	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Konsum i husholdningene	0,0	0,3	0,4	0,3
Eksport tradisjonelle varer	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4
Konsumprisindeks	0,2	0,4	0,5	0,6
Oslo Børs hovedindeks	3,4	15,6	21,1	20,7
Importveid kronekurs	0,0	0,0	0,0	0,0
Pengemarkedsrente, pst.poeng	0,0	0,0	0,0	0,0
Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, mrd. kr	26,9	101,5	120,2	123,5
Statens pensjonsfond utland, mrd. kr	1,7	61,9	177,2	309,5

Kilde: Statistisk sentralbyrå. Egne beregninger.

Tabell 2. Virkninger av høyere oljepris. Avvik i prosent fra referansebanen der annet ikke fremgår. Endogen rente og valuta

	2017	2018	2019	2020
BNP Fastlands-Norge	0,0	0,1	0,2	0,2
- Industri	-0,4	-1,0	-1,4	-1,6
Næringsinvesteringer, fastlandet	0,3	1,6	2,7	2,8
Ledighetsrate, pst.poeng	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsum i husholdningene	0,1	0,6	1,0	1,1
Eksport tradisjonelle varer	-0,6	-1,2	-1,7	-1,9
Konsumprisindeks	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Oslo Børs hovedindeks	3,1	14,4	19,1	18,6
Importveid kronekurs	-1,4	-3,0	-3,2	-3,4
Pengemarkedsrente, pst.poeng	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, mrd. kr	24,1	91,3	107,1	109,0
Statens pensjonsfond utland, mrd. kr	-111,9	-189,7	-123,0	-32,4

Kilde: Statistisk sentralbyrå. Egne beregninger.

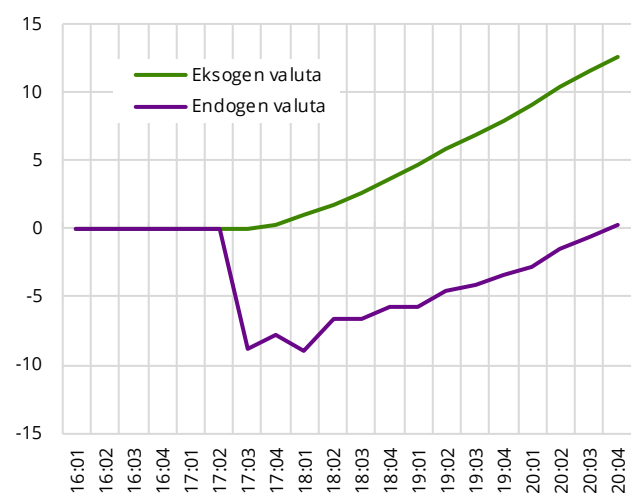
i figur 3 fører den sterkere kronekursen til at verdien av fondet målt i norske kroner umiddelbart faller, og først mot slutten av 2020 har den gradvis økte kapitaltilførselen sørget for at fondets verdi er om lag tilbake til referansebanen. Innenfor vår beregningsperiode er altså effekten på SPU av en økt oljepris i hovedsak negativ når vi tar hensyn til endringen i kronekursen som anslås i KVARTS (som vel og merke må beskrives som usikker).

Beregningene over er basert på at innretningen av finanspolitikken ikke endres. Med den høyere oljeprisen og uten justeringer i finanspolitikken viser beregningen med endogen valutakurs at SOBU som andel av SPU ved inngangen til året øker med drøye 0,1 prosentpoeng i 2018, og med omtrent halvparten av dette i de to påfølgende år. Siden finanspolitikken i referansebanen innebærer at SOBU ligger om lag på 3-prosentbanen i årene framover, betyr dette at pengebruken i alternativbanen vil ligge litt over den nylig justerte handlingsregelen.

En streng tolkning av handlingsregelen tilsier derfor at finanspolitikken må strammes til. Figur 4a viser hvor mye SOBU må reduseres som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge for at pengebruken skal forbli akkurat på 3-prosentbanen også etter oljeprisøkningen. I 2018 må andelen reduseres med drøye 0,2 prosentpoeng, mens den må kuttes med henholdsvis 0,15 og 0,1

Statistisk sentralbyrå

Figur 3. Endringer i SPU som andel av BNP Fastlands-Norge (trend) som følge av en høyere oljepris, prosentpoeng



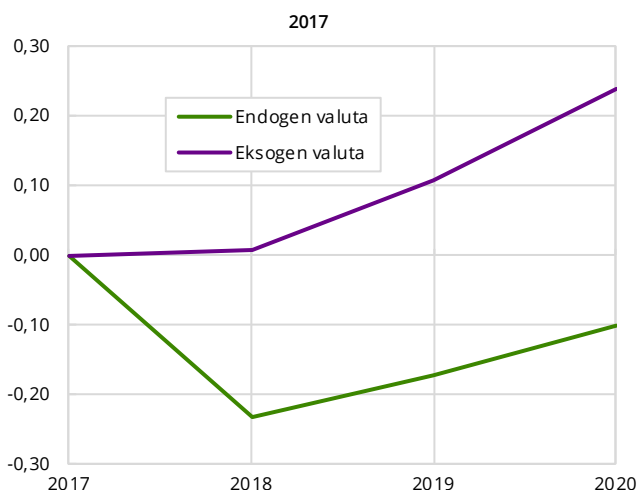
Kilde: Statistisk sentralbyrå.

prosentpoeng i 2019 og 2020. Alt i forhold til referansebanen. Det kreves altså en finanspolitisk innstramning for at 3-prosentbanen skal overholdes.

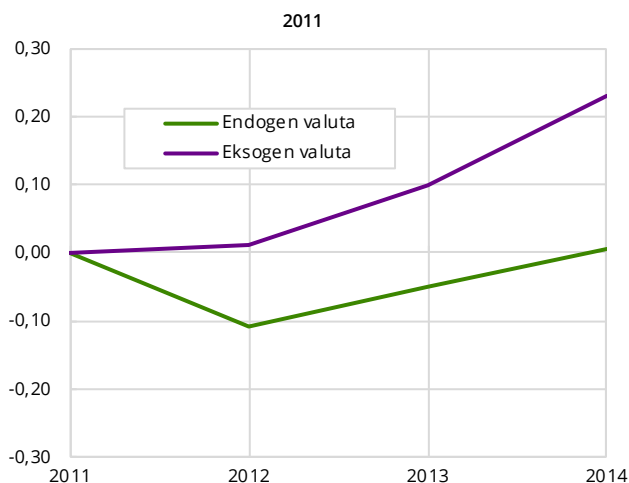
De nødvendige innstramminger kommer i all hovedsak på grunn av kronestyrkelsen som reduserer verdien av SPU målt i norske kroner. I beregningen med fast valutakurs inngår naturligvis ikke denne effekten, og behovet for innstramminger er derfor heller ikke til



Figur 4, Endringer i SOBU som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge (prosentpoeng) som følge av en høyere oljepris fra og med 3. kvartal



Kilde: Statistisk sentralbyrå. Egne beregninger.



stede. Tvert imot, siden SPU i denne beregningen øker som følge av høyere petroleumsinntekter, kan SOBU som andel av trend-BNP økes noe og likevel være på 3-prosentbanen.

For å analysere hvordan effektene av en endret oljepris har forandret seg over tid har vi laget nok en skiftberegning, tilsvarende som den over, men tilbake i tid. I denne kontrafaktiske beregningen lar vi oljeprisen være 20 dollar per fat høyere enn det den faktisk var fra og med 3. kvartal 2011. Figur 4b viser hvor mye SOBU måtte ha blitt endret i årene etter dette for at SOBU som andel av SPU skulle komme tilbake til forløpet i referansebanen. For beregningen med eksogen valutakurs ser vi at oljeprisøkningen muliggjør en noe høyere pengebruk. Ved å sammenligne figuren med figur 4a ser vi også at den mulige økningen i SOBU som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge er nesten identisk med den i beregningen som starter i 2017. Grunnen til dette er at oljeproduksjonen i treårsperioden etter 2011 var om lag på samme nivå som i referansebanen for perioden etter 2017. Effekten på de makroøkonomiske hovedstørrelsene og på statens inntekter fra petroleumsvirksomheten er dermed nokså like.

Figur 4b viser også de nødvendige finanspolitiske justeringene når vi inkorporerer nøyaktig den samme kronestyrkelsen som vi fant i beregningen som starter i 2017. Her ser vi at implikasjonene av en økt oljepris har endret seg betydelig. SOBU som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge måtte ha blitt strammet inn med om lag 0,10 prosentpoeng i 2012, men allerede i 2013 er behovet for en mer kontraktiv finanspolitikk omtrent borte. Bakgrunnen for at behovet er så mye mindre er at verdien av SPU (og størrelsen på SOBU) i denne perioden var mye mindre enn i dag. Implikasjonene av

en gitt prosentvis endring i fondets verdi målt i norske kroner blir dermed også vesentlig mindre.<sup>5</sup>

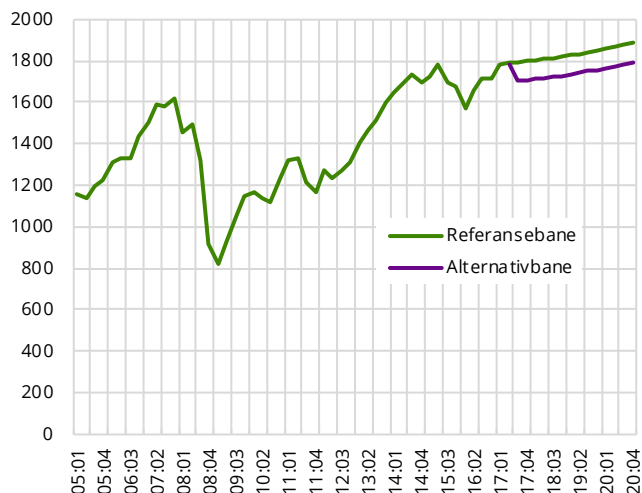
### 3.2 Fall i internasjonale aksjekurser

En annen måte å illustrere at finanspolitikken har blitt mer sensitiv for endringer i verdien av SPU er å analysere implikasjonene av lavere aksjekurser internasjonalt. I perioden etter finanskrisen har det vært en markant økning i aksjekursene i en rekke land, og den globale aksjekursindeksen MSCI ligger langt over toppen fra 2008. I konjunkturrapporten fra Økonomiske analyser 1/2017 ble det lagt til grunn en moderat vekst i globale aksjekurser i årene framover. I denne alternative beregningen antar vi at MSCI faller med 5 prosent i 3. kvartal 2017, før veksten deretter følger veksten i referansebanen (se figur 5). Til sammenligning var nedgang i 4. kvartal 2008 på drøye 30 prosent. Sjøkket vi analyserer må altså tolkes som svært moderat. Siden 2000 har MSCI-indeksen falt med mer enn 5 prosent på kvartalsbasis hele åtte ganger.

Aksjekursnedgangen har ingen nevneverdig effekt på kronekursen, ifølge KVARTS. Vi gjør derfor ikke denne beregningen med eksogen rente og valuta. Akkurat som oljeprisanalysen er dette et partielt skift, i den forstand at andre eksogene forklaringsvariabler ikke endres fra referansebanen. En kunne kanskje tenke seg at et stort aksjekursfall ville ha gått sammen med en lavere økonomisk vekst internasjonalt og en lavere etterspørsel etter norsk eksport. Det kunne også skapt uro i finansmarkedene, som kunne svekket den norske krona, slik vi så under finanskrisen i 2008. Aksjekursfallet vi ser på

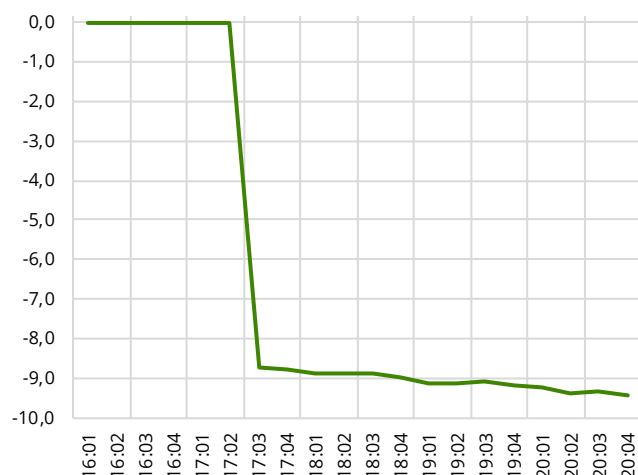
<sup>5</sup> Merk at vi har pålagt at den økte oljeprisen har den samme effekten på kronekursen i begge beregningene. Ifølge valutakursrelasjonen i KVARTS ville imidlertid kronestyrkelsen ha vært mindre i 2011 fordi oljeprisen på det tidspunktet lå på et høyere nivå og fordi det er relative endringer i oljeprisen som er avgjørende for endringene i kronekursen i modellen. En mindre styrkelse ville ha ført til at forskjellen mellom de nødvendige innstramningene vist i figur 4 og 5 ville ha blitt enda større.

Figur 5. MSCI, global aksjeindeks



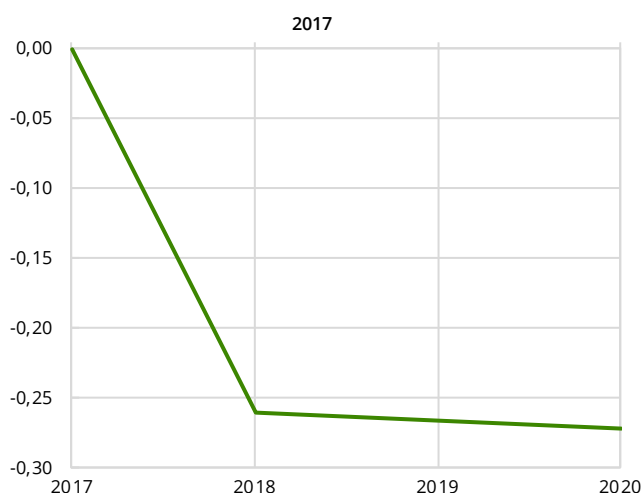
Kilde: KVARTS databank

Figur 6. Endringer i SPU som andel av BNP Fastlands-Norge (trend) som følge av lavere aksjekurser, prosentpoeng

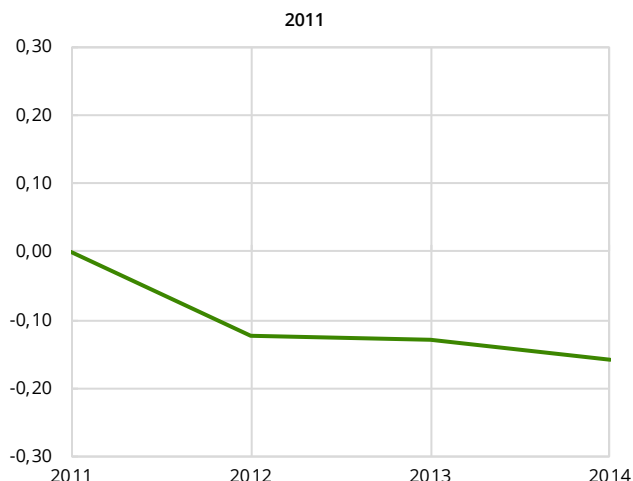


Kilde: Statistisk sentralbyrå. Egne beregninger.

Figur 7. Endringer i SOBU som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge (prosentpoeng) som følge av lavere aksjekurser fra og med 3. kvartal



Kilde: Statistisk sentralbyrå. Egne beregninger



Tabell 3. Virkninger av lavere aksjekurser. Avvik i prosent fra referansebanen der annet ikke fremgår. Endogen rente og valuta

	2017	2018	2019	2020
BNP Fastlands-Norge	0,0	-0,1	0,0	0,0
- Industri	0,0	0,0	0,0	0,0
Næringsinvesteringer, fastlandet	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4
Ledighetsrate, pst.poeng	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsum i husholdningene	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Ekspert tradisjonelle varer	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsumprisindeks	0,0	0,0	0,0	0,0
Oslo Børs hovedindeks	-2,5	-4,3	-3,4	-3,0
Importveid kronekurs	0,0	0,0	0,0	0,0
Pengemarkedsrente, pst.poeng	0,0	0,0	0,0	0,0
Statens pensjonsfond utland, mrd. kr	-117,3	-241,9	252,5	-263,5

Kilde: Statistisk sentralbyrå. Egne beregninger.

her er imidlertid relativt lite og trenger dermed ikke ha slike effekter av betydning.

Sammen med oljeprisen utgjør MSCI den viktigste forklaringsfaktoren for norske aksjekurser i KVARTS. Et aksjekursfall internasjonalt vil derfor også føre til

Statistisk sentralbyrå

lavere aksjeverdier på Oslo Børs. Dette påvirker igjen realøkonomien gjennom en finansiell akseleratormekanismen. Næringsinvesteringene på fastlandet faller dermed relativt til referansebanen, og i 2018 er de drøye 0,5 prosent lavere. Som vi kan se av tabell 3 er likevel effektene på realøkonomien for øvrig veldig beskjedne.

Selv om aksjekursfallet ikke har særlige effekter på realøkonomien har det store implikasjoner for verdien av aksjeporteføljen i SPU. Som nevnt i avsnitt 2 har vi modellert omvurderinger av aksjeporteføljen som en funksjon av veksten i MSCI. Aksjekursfallet vil dermed slå rett inn som en prisomvurdering. Utbytteinntektene påvirkes også noe, siden verdien av aksjebeholdningen faller og utbytterne er modellert som en eksogen rate av verdien av aksjene. Obligasjonsporteføljen, og de tilhørende renteinntektene, påvirkes derimot ikke, selv om dette kanskje ville ha vært rimelig å tenke seg. Vi får heller ingen særlig effekt gjennom valutakursomvurderinger, siden kronkursen – som nevnt over – er omtrent uendret.

Figur 6 viser at SPU som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge faller med rundt 9 prosentpoeng. På kort sikt er dette en tilsvarende nedgang som den vi fant for en oljeprisøkning på 20 dollar per fat.

Som i oljeprisanalysene er beregningen basert på at innretningen av finanspolitikken ikke endres. En naiv tolkning av handlingsregelen tilsier likevel at det finanspolitiske handlingsrommet svekkes. Figur 7a viser hvor mye SOBU må reduseres som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge for at 3-prosentregelen skal overholdes. Akkurat som for oljeprisskiftet gjør vi også denne beregningen tilbake i tid. Figur 7b viser de nødvendige innstramminger i SOBU når vi implementer et aksjekursfall på 5 prosent i forhold til referansebanen fra og med 3. kvartal 2011. Ved å sammenligne figur 7a og 7b kommer det tydelig fram at implikasjonene av prisomvurderinger i SPU-porteføljen er vesentlig større i dag enn for noen få år tilbake. Årsaken er igjen at verdien av porteføljen har blitt så stor i forhold til resten av norsk økonomi.

#### 4. Avslutning

I denne artikkelen har vi forsøkt å tallfeste hvordan en finanspolitikk i tråd med dagens handlingsregel påvirkes av henholdsvis økte oljepriser og reduserte aksjekurser internasjonalt. Analysen illustrerer at det finanspolitiske handlingsrommet er blitt svært følsomt for endringer i verdien av SPU-porteføljen, det være seg gjennom prisendringer eller endringer i valutakursen. Vi hadde ikke egentlig trengt en strukturell makromodell for å lande på denne konklusjonen – det hadde vært tilstrekkelig å observere at forholdet mellom SPU og økonomien for øvrig har endret seg betydelig de siste årene. Formålet med å bruke modellen er først og fremst å tallfeste effektene på en konsistent måte. Beregningene indikerer at «sjokkene» vi ser på skaper et behov for relativt betydelige finanspolitiske innstramminger til tross for at sjokkene i seg selv må betraktes som små. Internasjonale aksjekurser har for eksempel falt med mer enn våre antatte 5 prosent på kvartalsbasis hele åtte ganger siden 2000. Faren for større fall i fondets verdi er derfor stor (se også NOU, 2016).

Man kan hevde at en «finsikting» av finanspolitikken for å holde seg på 3-prosentbanen, som vi implisitt har lagt til grunn i analysen, ikke er i tråd med handlingsregelen. Faren ved å legge seg på 3-prosentbanen i normale tider, for så å kun gradvis tilpasse pengebruken til eventuelle negative omvurderinger av fondet er imidlertid at en begynner å tære på finansformuen. Siden sykklene i finansmarkedene kan være langvarige vil denne tæringen kunne bli betydelig.

En hovedmotivasjon bak innføringen av handlingsregelen i 2001 var å frikoble norsk økonomi fra svingninger i oljeprisen. Som påpekt av sentralbanksjefen i årstalen tidligere i år (Norges Bank, 2017), har behovet for frikobling etter hvert endret form. Det mest prekære behovet nå synes å være å skjerme finanspolitikken og norsk økonomi fra svingninger i internasjonale finans- og valutamarkeder. For å kunne bruke finanspolitikken til stabiliseringsformål og samtidig bevare strategien rundt handlingsregelen, kan en eventuell framtidig vekst i SPU ikke være et argument for å føre en ekspansiv finanspolitikk i perioder uten klare behov for stimulans. En viss sikkerhetsmargin til 3-prosentbanen i normale tider vil være en måte å sikre seg mot perioder hvor man enten tærer kraftig på hovedstolen eller blir tvunget til å føre en destabiliserende finanspolitikk (se også Riekeles og Juel, 2017, og Wulfsberg, 2017). Den store økningen i helse- og omsorgskostnader som kommer 10-15 år fram i tid på grunn av den demografiske utviklingen er et selvstendig argument som trekker i samme retning. Beregningen viser også fordelene med å bruke såkalte strukturelle modeller i makroanalyser: Man får fram at økonomiens virkemåte kan endres betydelig når relative størrelser forandres.

#### Referanser

Akram, Q. F. og H. Mumtaz (2016): "The role of oil prices and monetary policy in the Norwegian economy since the 1980's", *Working paper 1/2016*, Norges Bank Research

Boug, P., Å. Cappelen og T. Eika (2017): Fiskale multiplikatorer i norsk økonomi, *Rapporter 2017/9*, Statistisk sentralbyrå

Benedictow, A. og R. Hammersland (2016): Betydningen av en finansiell akselerator i foretakssektoren – estimeringsresultater og virkningsberegninger med den makroøkonometriske modellen KVARTS, *Rapporter 2016/44*, Statistisk sentralbyrå

Dyvi, I. og M. Solli (2005): Dokumentasjon av beregningene av den strukturelle, oljekorrigerte budsjettbalansen til Revidert nasjonalbudsjett 2005, *Arbeidsnotat*, Finansdepartementet

Kjelsrud, A. og J.B. Prestmo (2017): Statens pensjonsfond utland og den strukturelle, oljekorrigerte budsjettbalansen i KVARTS, *Notater 2017/23*, Statistisk sentralbyrå

Norges Bank (2017). Økonomiske Perspektiver. Tale av sentralbanksjef Øystein Olsen til Norges Banks representantskap og inviterte gjester

NOU (2016). Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland, *NOU 2016:20*, Finansdepartementet

Riekeles, H. og S. Juel (2017). En bedre handlingsregel, *Civita-notat 2017/5*, Civita

SSB (2017): Økonomisk utsyn, *Økonomiske analyser 1/2017*, Statistisk sentralbyrå

St.meld. nr. 1 (2016-17): Nasjonalbudsjett 2017. Finansdepartementet

Aasdalen, H. B., Y. Dyvi, A. Harildstad, P. M. Kongsrud og P. Sletten (2011): Arbeidsnotat om Finansdepartementets beregning av strukturell, oljekorrigert budsjettbalanse, *Arbeidsnotat*, Finansdepartementet

Wulfsberg, F. (2017): Oljefondet og handlingsregelen, *Aktuell kommentar*, Samfunnsøkonomen (2)