



FREDRIK WULFSBERG
Handelshøyskolen ved OsloMet

HAR VI KLART Å SPARE OLJEINNTTEKTENE?¹

Dersom markedsverdien av Statens pensjonsfond utland (SPU) er høyere enn realverdien av statens akkumulerte oljeinntekter er svaret ja. Jeg beregner realverdien av oljeinntektene og finner at markedsverdien av SPU var høyere ved siste årsskifte, men slik har det ikke alltid vært. I perioden 2002–2013 var markedsverdien av SPU mindre enn realverdien av oljeinntektene. Høy avkastning og svekkelse av kronen siden 2013 har bidratt til at vi vant tilbake det vi hadde brukt for mye. Jeg argumenterer avslutningsvis for å knytte bruken av oljepenger til realverdien av oljeinntektene i stedet for markedsverdien av SPU.

Myndighetene opprettet SPU i 1990 og etablerte handlingsregelen for finanspolitikken i 2001. Den første overføringen av oljeinntekter til fondet kom i 1996. Et av formålene var å spare realverdien av oljeformuen for fremtiden slik at den økte permanentinntekten skulle komme alle framtidige generasjoner til gode. Denne artikkelen undersøker på en opplagt og enkel måte om realverdien av statens oljeinntekter siden 1996 er intakt.

I denne artikkelen analyserer jeg statens faktiske oljeinntekter og tar ikke stilling til hvorvidt staten kunne eller burde fanget større deler av grunnrenten av oljeformuen.

¹ Takk til Fenella Carpena, Mads Greaker, Steinar Holden, Sverre Jensen og Tapas Kundu for kommentarer. Takk også for kommentarer fra fagfelle og redaktør. Epost: frewul@oslomet.no. Hjemmeside: <https://sites.google.com/site/fredrikwulfsberg/>

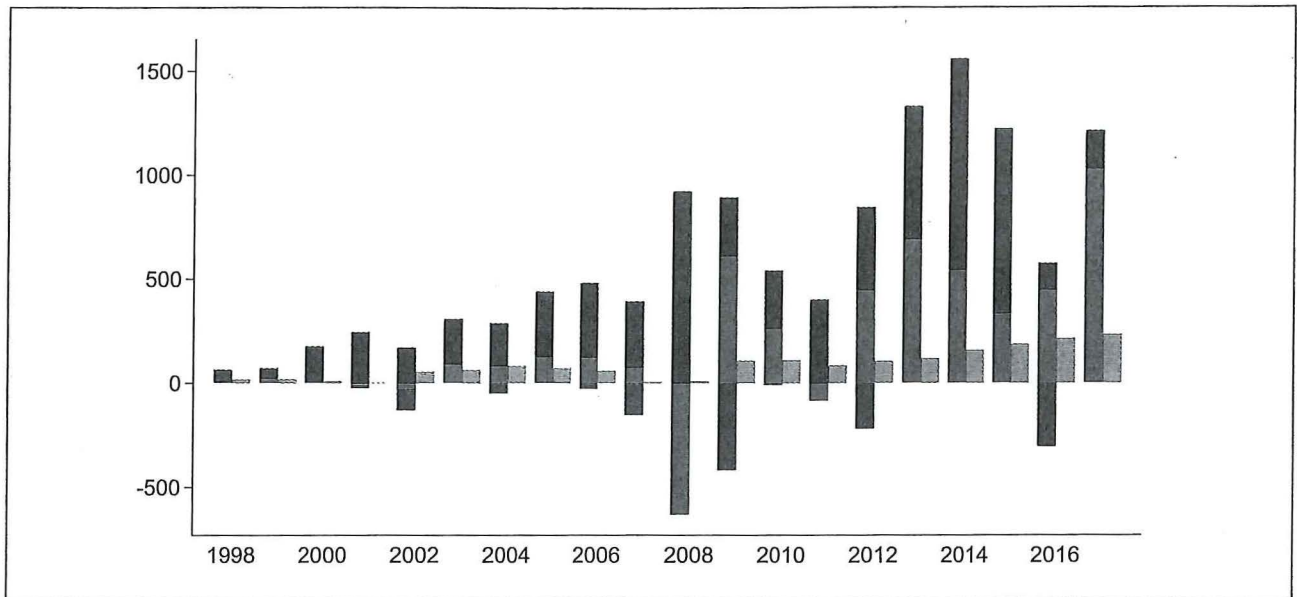
Sparingen av oljeinntektene i fondet reiser også en rekke andre interessante problemstillinger jeg heller ikke skal berøre her, bl.a. om spreadferden i samfunnet forøvrig er påvirket, sammenhengen mellom oljeinntekter og politiske prosesser, eller om vi kan unngå Hollandsk syke.²

HOVEDSTOLEN

Utvinningsen av olje og gass har gitt staten betydelige inntekter gjennom skattesystemet og gjennom sitt direkte økonomiske engasjement. Disse oljeinntektene, eller statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomhet, overføres til SPU i hht. norsk lov.³ Realverdien til disse oljeinntektene

² Se for eksempel Bjørnland og Thorsrud (2016), Holden (2013) og Matsen mfl. (2016).

³ Lov om Statens pensjonsfond, §3.



Figur 1: Inntekts- og utgiftskomponentene til SPU 1998–2017. Oljeinntekter (grå), valutakursgevinst (blå), avkastning (rosa) og bruk av oljepenger (grønn). Nominelle verdier, mrd kroner.

utgjør hovedstolen til fondet. Hovedstolen brukes vanligvis som en betegnelse på et opprinnelig investerings- eller gjeldsbeløp. I denne sammenhengen utgjør hovedstolen den akkumulerte realverdien av oljeinntektene som staten har overført til SPU siden 1996.⁴ Hovedformålet med artikkelen er å sammenlikne verdien av hovedstolen med verdien av SPU.

For å anslå verdien på hovedstolen er det naturlig å ta utgangspunkt i utviklingen av fondets inntekter og utgifter. Fondets inntekter kommer fra tre kilder: oljeinntektene til staten (statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomhet), avkastning av finansinvesteringene til SPU og gevinst eller tap som følge av svingninger i kronekursen. Avkastningen av fondet består av renter, utbytte og omvurderinger av finansporteføljen. Foruten forvaltningskostnader har fondet én utgift nemlig å finansiere statens oljekorrigerte budsjettunderskudd som litt upresist gjerne omtales som «bruken av oljepenger» (se Nasjonalbudsjettet 2018, boks 3.1).

Figur 1 viser disse strømmene i nominelle verdier fra 1998.⁵ De grå søylene viser oljeinntektene, de blå viser gevinst

⁴ Kjelsrud (2017) og NOU (2017) bruker også begrepet hovedstolen i forbindelse med SPU, men uten å definere denne. Tidligere offentlige dokumenter om SPU og handlingsregelen som for eksempel Olsen og Skjæveland (2002), skiller ikke mellom verdien av SPU og hovedstolen.

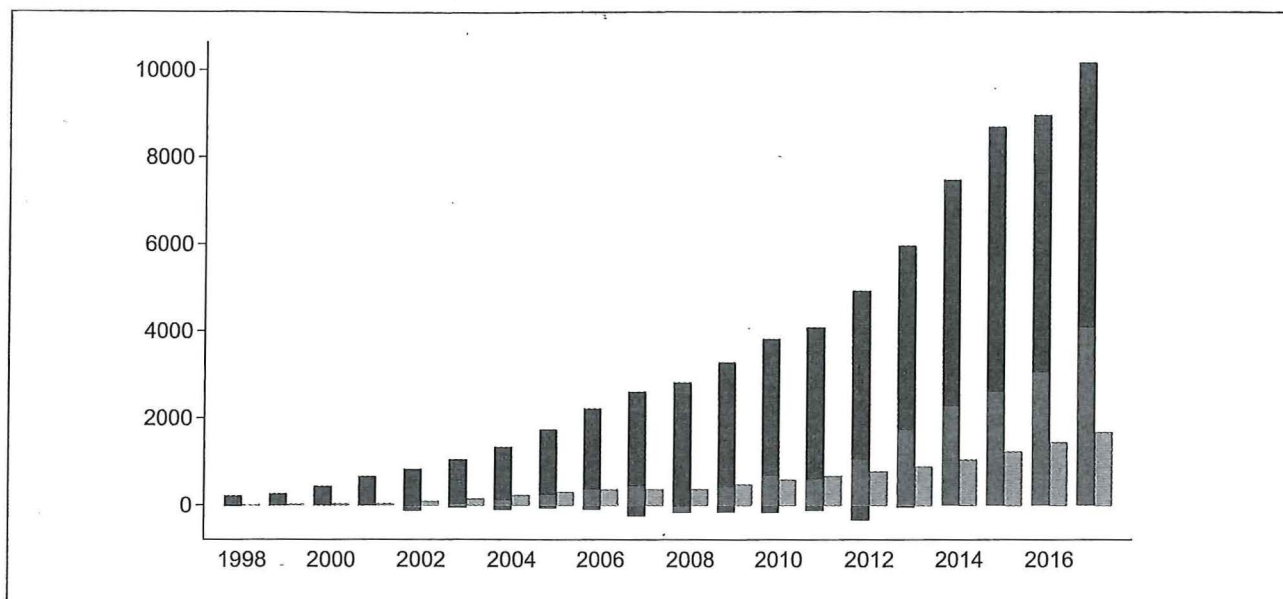
⁵ Kilder: Oljeinntekter (Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten), Statsregnskapet <https://www.ssb.no/offentlig-sektor/statistikker/statsregn#relatert-tabell-4>.

(eller tap) som følge av valutakursendringer og rosa søyler viser avkastningen. Til sammen viser disse tre søylene de totale inntektene i kroner hvert år. De grønne søylene viser bruken av oljepenger og er plassert ved siden av avkastningen i tråd med ideen bak handlingsregelen som knytter bruken av oljepenger til realavkastningen av fondet. Figur 1 viser at spesielt avkastningen og valutakursgevinsten kan variere mye fra år til år. I 2017 var avkastningen rekordhøy med 1028 mrd kroner som tilsvarer nesten 1/3 av BNP, mens bruken av oljepenger var på 231 mrd kroner.

Figur 2 viser de akkumulerte strømmene i nominelle verdier fra 1998. Den grå søylen for 2017 viser at staten har overført oljeinntekter for tilsammen 5030 mrd kroner siden 1996. Vi ser også at den totale nominelle bruken av oljepenger (1693 mrd kroner) er lavere enn den totale nominelle avkastningen (4111 mrd kroner).

For å finne verdien av hovedstolen må vi ikke bare akkumulere oljeinntektene, men for hvert år også legge til et beløp fra avkastningen for å kompensere verdien av hovedstolen for prisveksten. Hovedstolen ved utgangen av år t (H_t) er altså lik verdien av hovedstolen ved inngangen av året (H_{t-1}) kompensert for inflasjonen (π_t) pluss oljeinntektene (Y_t):

Avkastning og valutakursendringer: NBIMs årsrapporter <https://www.nbim.no/no/apenhet/rapporter/>. Data er gjengitt i et vedlegg som er tilgjengelig fra <https://sites.google.com/site/fredrikwulfsberg/>.



Figur 2: Inntekts- og utgiftskomponentene til SPU 1998–2017. Oljeinntekter (grå), valutakursgevinst (blå), avkastning (rosa) og bruk av oljepenger (grønn). Nominelle akkumulerte verdier, mrd kroner.

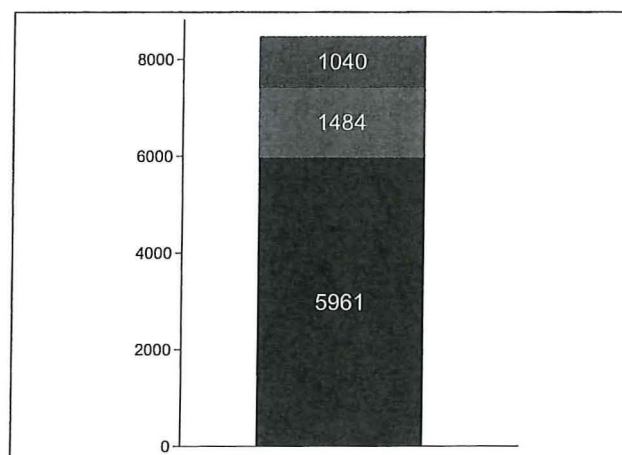
$$H_t = H_{t-1}(1 + \pi_t) + Y_t$$

Siden fondet er investert i internasjonale finansmarkeder justerer jeg for inflasjonen i fondets valutakurv. Tall for inflasjonen er publisert i årsrapportene til NBIM, slik at det er enkelt å beregne kompensasjonen $\pi_t H_{t-1}$.⁶ Dette beløpet må tillegges hovedstolen for at den skal beholde sin internasjonale realverdi eller kjøpekraft om man vil. Kompensasjonen har økt over tid med størrelsen på hovedstolen. I 2017 utgjorde denne kompensasjonen 120 mrd kroner og akkumulert siden 1996 utgjør den 931 mrd kroner.

Denne fremgangsmåten viser at hovedstolen var på 5961 mrd kroner ved siste årsskifte. Figur 3 fremstiller markedsverdien av SPU på 8488 mrd kroner fordelt på hovedstolen (sort søyle), en akkumulert gevinst på 1040 mrd kroner på grunn av endringer i valutakursen (blå søyle) og en meravkastning på 1487 mrd kroner (oransje søyle). Meravkastningen er det som gjenstår av den totale akkumulerte nominelle avkastningen på 4111 mrd kroner⁷ etter at hovedstolen er kompensert for prisstigning med 931 mrd kroner og finansieringen av det akkumulerte

oljekorrigerte budsjettunderskuddet (bruken av oljepenger) på tilsammen 1693 mrd kroner.

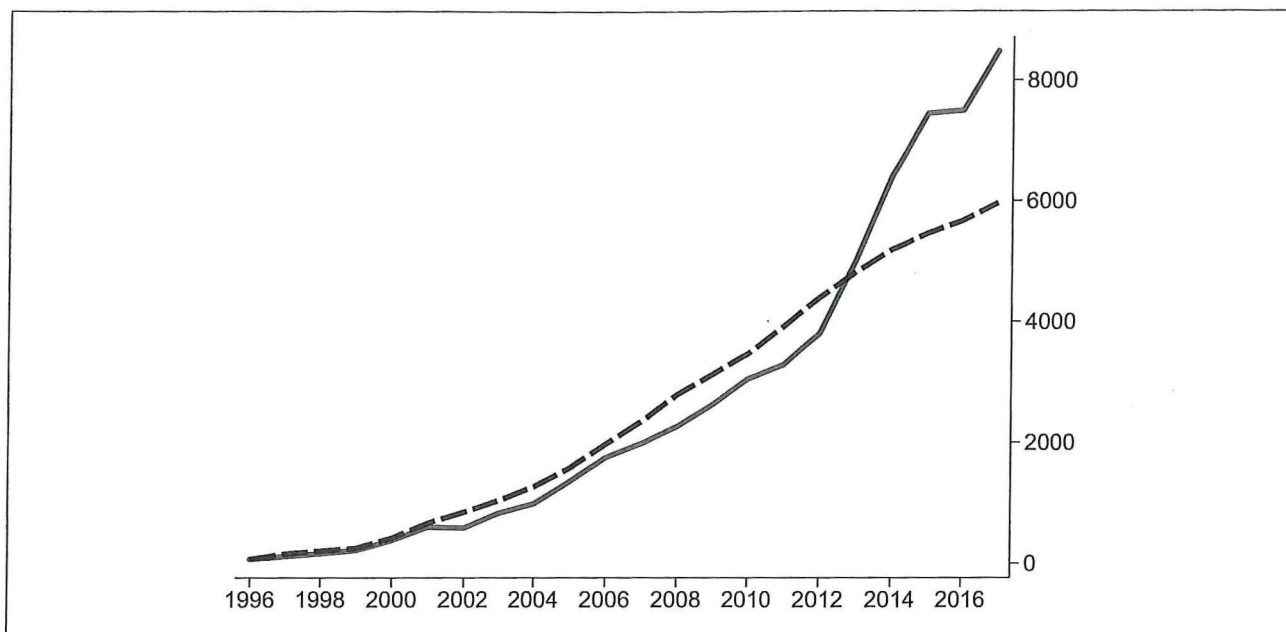
Vi har altså klart å spare realverdien av oljeinntektene for framtidige generasjoner, men underveis har ikke alltid verdien av SPU vært høyere enn hovedstolen. Figur 4 viser fondets markedsverdi (rød linje) og hovedstolen (sort stiple linje) fra 1996. Fram til 2013 var fondets markedsverdi faktisk mindre enn hovedstolen. Differansen var størst i 2011 da 634 mrd kroner av hovedstolen var tapt. Selv om handlingsregelen ble fulgt i denne perioden,



Figur 3: Fordelingen av SPU på hovedstolen (sort), meravkastning (oransje) og valutakursgevinst (blå) ved utgangen av 2017. Mrd kroner.

⁶ Tall for både inflasjon og kompensasjonsbeløp er gjengitt i vedlegget som er tilgjengelig fra <https://sites.google.com/site/fredrikwulfsberg/>. Merk også at verdien av hovedstolen i år t er målt i prisene til år t , slik at det er lett å sammenlikne hovedstolen til markedsverdien av SPU.

⁷ Tabell 5, NBIM (2018).



Figur 4: Hovedstolen (sort stiplet linje) og SPU's markedsverdi (rød hel linje). Mrd kroner.

var det altså ikke tilstrekkelig for å spare realverdien av oljeinntektene. Men fra 2013 har heldigvis en svært høy avkastning og svekkelsen av kronen bidratt til at verdien av fondet er blitt større enn hovedstolen, slik at vi har gjenfunnet det vi hadde tapt av hovedstolen og mere til.

Det finnes også betydelige petroleumsreserver som vil gi staten oljeinntekter og som vil øke verdien av hovedstolen framover. Anslagene på nåverdien av disse ressursene er naturlig nok svært usikre og har endret seg betydelig over tid. Ifølge Finansdepartementet (2015) tilsvarte petroleumsressursene da om lag 60 prosent av SPU eller 4500 mrd kroner, mens ifølge Finansdepartementet (2017a) tilsvarer disse reservene om lag 30 prosent av SPU som gir et røft anslag på 2500 mrd kroner. Nasjonalbudsjettet for 2018 (Finansdepartementet, 2017b) anslår nåverdien til 3900 mrd kroner. Vi kan altså forvente at hovedstolen vokser til et sted i hvertfall mellom 8000 og 10 000 mrd kroner i dagens pengeverdi. Markedsverdien til SPU vil da vokse tilsvarende, men vil i tillegg svinge med utviklingen i finansmarkedene. Med dagens handlingsregel kan dermed bruken av oljepenger fortsatt øke fremover kanskje også som andel av BNP.

NBIMS RAPPORTERING

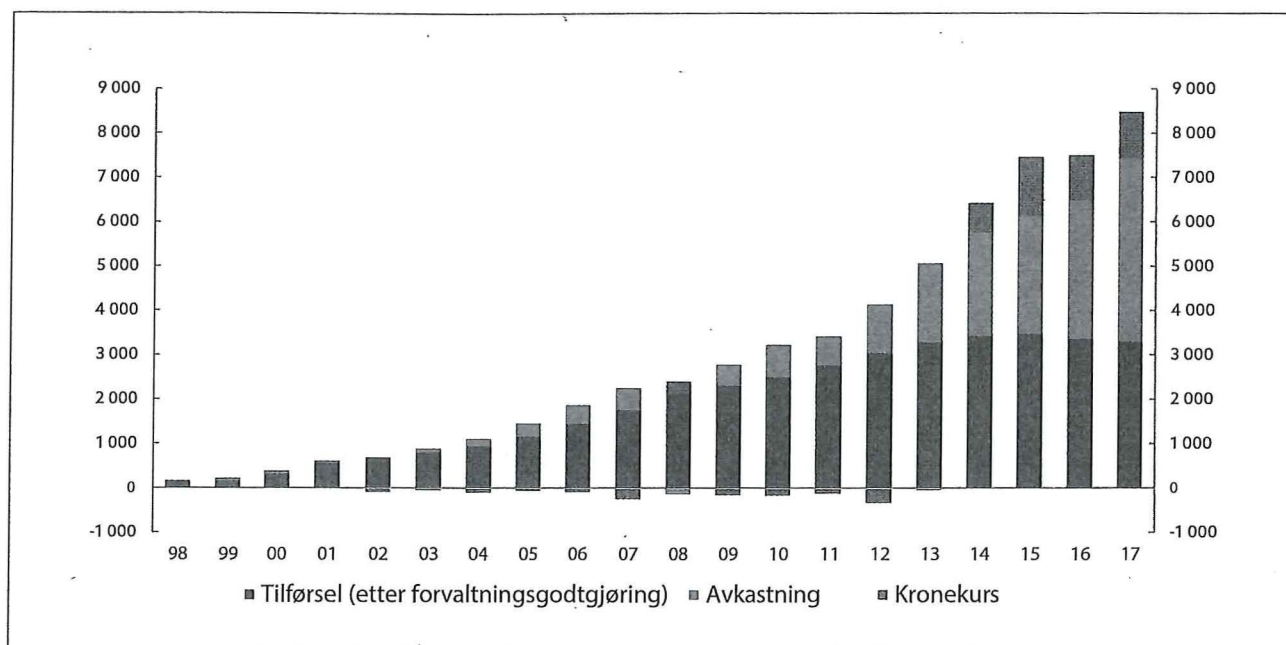
Til tross for motivasjonen bak opprettelsen av SPU oppgir ikke NBIM tall for hovedstolen. I sin årsrapport fremstiller de i stedet fordelingen av SPU på akkumulert avkastning, netto tilførsel fra staten og valutakursgevinst (Figur

4, NBIM, 2018) som jeg gjengir i figur 5. Figuren gir inntrykk av at avkastningen utgjør en stadig større andel av fondet og oljeinntektene en mindre andel.

Vi ser at akkumulert avkastning (lyseblå søyler) utgjør en betydelig høyere andel i 2017 (49 prosent) enn nominell avkastning i figur 2 og meravkastningen i figur 3. Forskjellen skyldes hovedsakelig tre forhold. For det første trekker NBIM forvaltningskostnadene fra oljeinntektene i stedet for avkastningen.⁸ For det andre viser figur 5 nominelle verdier, uten å kompensere hovedstolen for prisveksten. Den tredje og viktigste årsaken til forskjellen er at NBIM kun publiserer tall for netto tilførsel fra staten (mørkeblå søyler), altså differansen mellom oljeinntektene og bruken av oljepenger, som om vi trakk av hovedstolen når SPU finansierer statens oljekorrigerte budsjettunderskudd. Fremstillingen er dermed ikke i tråd med handlingsregelen som tvert imot søker frikople bruken av oljepenger fra de løpende oljeinntektene.

Spesielt ser vi av figur 5 at akkumulert netto tilførsel har falt de siste to årene. Det kan se ut som vi har trukket av hovedstolen, men dette er selvsagt ikke tilfelle. Dette viser bare at vi bruker mer oljepenger enn de løpende oljeinntektene. Hvis NBIM ønsker å vise betydningen av samlet avkastning i fondet, ville det gitt et riktigere bilde å vise avkastningen som andel av de akkumulerte inntektene som i figur 2 og slik sentralbanksjefen gjorde i sin årstale

⁸ Disse utgjør 39 mrd kroner akkumulert.



Figur 5: Fondets markedsverdi fordelt på netto tilførsel, avkastning og kronekurs.
Kilde: NBIM (2018), figur 4.

(Norges Bank, 2018). De burde også oppgi størrelsen på hovedstolen og vise at den er ivaretatt for fremtidige generasjoner.

HOVEDSTOLEN OG HANDLINGSREGELEN

Dagens handlingsregel sier at det strukturelle oljekorrigerede budsjettunderskuddet skal over tid utgjøre 3 prosent av markedsverdien til SPU i NOK.⁹ Hittil har markedsverdien av SPU vokst jevnt og trutt med oljeinntektene og muliggjort en stadig vekst i bruken av oljepenger.¹⁰ Selv om vi kan vente at fondet vil øke i verdi fremover er det grunn til å tro at vi vil oppleve betydelig større svingninger enn hittil.

En stor del av SPU må betraktes som midlertidige gevinster. For eksempel falt markedsverdien med 500 mrd kroner bare fra årsskiftet til mars i år (Dagens Næringsliv, 23. mars 2018). Dersom oljeprisen fortsetter å stige og kronekursen reverseres til nivået før 2014, vil fondets verdi raskt kunne reduseres med 1000 mrd kroner. Og et tilsvarende stort tap som under finanskrisen ville i dag implisert et tap på 1000 mrd kroner (Norges Bank, 2018). Videre sier

⁹ Handlingsregelen er utredet og drøftet i en rekke sammenhenger, se for eksempel Olsen og Skjæveland (2002), NOU (2015), NOU (2016), Bjørnland og Thorsrud (2016) og Kjelsrud (2017) for å nevne noen.

¹⁰ Olsen og Skjæveland (2002) anslo den årlige bruken av oljepenger på 3–6 mrd kroner for 2002–2010. Den faktiske bruken ble i gjennomsnitt 61 mrd kroner per år.

NBIMs leder Slyngstad i et intervju at SPU kan tape inntil 3000 mrd kroner (Dagens Næringsliv, 28. april 2018). En korreksjon i markedsverdien av SPU på 1000 mrd kroner impliserer en korreksjon i finanspolitikken på 30 mrd kroner hvis man skal følge handlingsregelen. Kjelsrud (2017) viser også at selv mindre svingninger i markedsverdien av SPU skaper behov for betydelige finanspolitiske innstramminger.

Det er en svakhet ved handlingsregelen at den knytter bruken av oljepenger opp til verdien av SPU når verdien av SPU kan svinge så voldsomt. Det er ikke nok at handlingsregelen knytter bruken av oljepenger til forventet (og ikke faktisk) avkastning i prosent av SPU så lenge faktisk avkastning slår fullt ut i verdien av SPU. Hvis ikke svingninger i verdien av SPU skal slå ut i brå omslag i finanspolitikken vil man fort begynne å trekke på hovedstolen. Dagens handlingsregel gjør hovedstolen svært utsatt.

Mange har også argumentert for at det kan være lurt å bruke mindre oljepenger for å bygge opp en buffer, slik at man ved behov kan tilpasse bruken av oljepenger over tid uten å trekke på hovedstolen. Ved årsskiftet var verdien av SPU nesten 2500 mrd kroner mer enn hovedstolen som jo kan betraktes som en slik buffer. Dette kan høres mye ut, men eksemplene over viser at tilsvarende beløp fort kan gå tapt ved en ny finanskrisen eller en styrking av kronen.

Man kan tenke seg mange måter å justere handlingsregelen på som vil gjøre den robust mot kortsiktige variasjoner i markedsverdien av SPU. Men i denne artikkelen er det nærliggende å foreslå å bruke 3 prosent av hovedstolen i stedet for av markedsverdien av SPU. Hovedstolen avhenger kun av tidligere oljeinntekter og vil ikke svinge midlertidig med finansmarkedene. Det vil gi et mer stabilt og forutsigbart grunnlag for finanspolitikken, og være i tråd med Hartwick (1977) som foreslo å investere inntektene fra en ikke-fornybar ressurs i produktiv kapital slik at man ville få et konstant forbruk per capita over tid.

Men tap av store verdier av SPU vil kunne tære på hovedstolen slik tilfellet faktisk var mellom 2002 og 2013. I så fall bør man legge en plan for å gjenvinne tapet av hovedstolen ved å bruke mindre oljepenger. For eksempel kunne man da brukt noe mindre enn 3 prosent av SPU. Hvis dette er et varig tap bør man vurdere å nedskrive hovedstolen slik at tapet fordeles på nålevende og framtidige generasjoner, men dette bør være en politisk beslutning.

En overgang til en den foreslåtte handlingsregelen vil innebære at vi skulle redusere bruken av oljepenger med 75 mrd i 2018 i forhold til dagens handlingsregel. Dette ville gitt en uønsket negativ impuls til norsk økonomi (og ikke minst vanskelig å få til politisk), men i og med at vi kan forvente at hovedstolen vil fortsette å vokse samtidig som vi har en buffer på 2500 mrd kroner, har vi mulighet til å tilpasse bruken av oljepenger over tid.

REFERANSER

Bjørnland, H.C. og L.A. Thorsrud (2016). Boom or gloom? Examining the Dutch Disease in two-speed economies. *The Economic Journal*, 126 (598), 2219–2256.

- Finansdepartementet (2015). Nasjonalbudsjettet 2015. Meld. St. 1 (2014–2015).
- Finansdepartementet (2017a). Iberegning av Norges nasjonalformue til Perspektiv- meldingen 2017. URL: www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/norsk_okonomi/beregning-av-norges-nasjonalformue-til-perspektivmeldingen-2017/id2548710/
- Finansdepartementet (2017b). Nasjonalbudsjettet 2018. Meld. St. 1 (2017–2018).
- Hartwick, J.M. (1977). Intergenerational Equity and the Investing of Rents from Exhaustible Resources. *The American Economic Review*, 67(5), 972–974.
- Holden, S. (2013). Avoiding the resource curse. The case Norway. *Energy Policy*, 63, 870–876.
- Kjelsrud, A. (2017). Handlingsregelen og endringer i Statens pensjonsfond utland. *Økonomiske analyser* 2/2017, 32–39.
- Matsen, E., G.J. Natvig og R. Torvik (2016). Petro populism. *Journal of Development Economics*, 118, 1–12.
- NBIM (2018). Årsrapport 2017. URL: www.nbim.no/no/apenhet/rapporter/2017/arsrapport-2017/
- Norges Bank (2018). Økonomiske perspektiver. Sentralbanksjefens årstale. URL: www.norges-bank.no/Publisert/Foredrag-og-taler/2018/2018-02-15-arstalen/
- NOU (2015). Finanspolitikk i en oljeøkonomi. Norges offentlige utredninger 2015:9.
- NOU (2016). Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland. Norges offentlige utredninger 2016:20.
- NOU (2017). Ny sentralbanklov. Organisering av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland. Norges offentlige utredninger 2017:13.
- Olsen, Ø. og A. Skjæveland (2002). Handlingsregelen for bruken av oljeinntekter. Publisert i «Hva gjør oljepengene med oss?» redigert av A.J. Isachsen. Cappelen akademisk forlag.