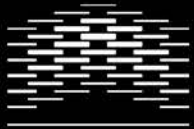


Oslo Business School  
Working Paper 1/2018



OSLO AND AKERSHUS  
UNIVERSITY COLLEGE  
OF APPLIED SCIENCES

# Har vi klart å spare oljeinntektene?

Fredrik Wulfsberg

# Har vi klart å spare oljeinntektene?

Fredrik Wulfsberg\*

Handelshøyskolen ved OsloMet

26. april 2018

## Sammendrag

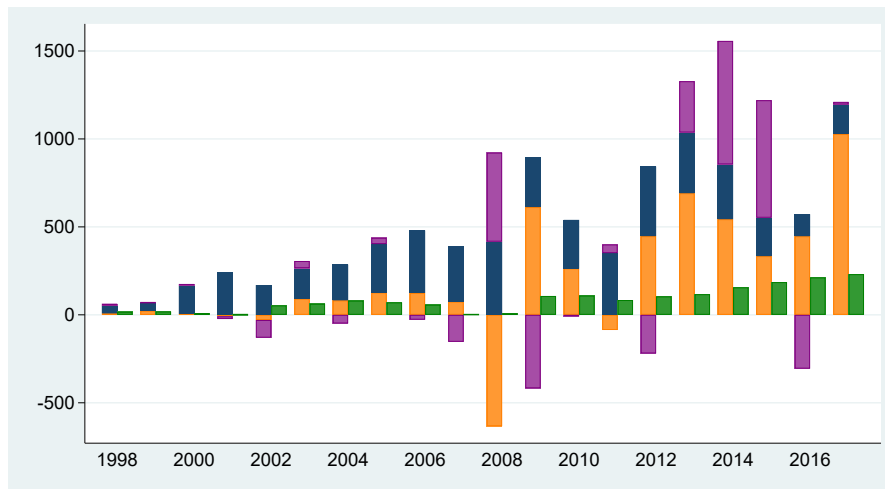
Myndighetene opprettet Statens Pensjonsfond – Utland (SPU) i 1996 og innførte handlingsregelen for finanspolitikken i 2001 for å spare realverdien av oljeformuen for fremtidige generasjoner. For å svare på spørsmålet i tittelen, beregner jeg realverdien av oljeinntektene og sammenlikner denne med verdien av SPU. Jeg argumenterer avslutningsvis for at bruken av oljepenger bør være knyttet til realverdien av oljeinntektene og ikke til markedsverdien av SPU.

Realverdien til oljeinntektene utgjør hovedstolen til fondet. Hovedstolen brukes vanligvis om et opprinnelig gjeldsbeløp eller investering. I denne sammenhengen utgjør den akkumulerte realverdien av oljeinntektene som staten har overført til SPU siden 1996.<sup>1</sup> For å anslå verdien på hovedstolen er det er 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 porteføljen. Foruten forvaltningskostnader har fondet én utgift nemlig å finansiere statens oljekorrigerte budsjettunderskudd som gjerne omtales som bruken av oljepenger.

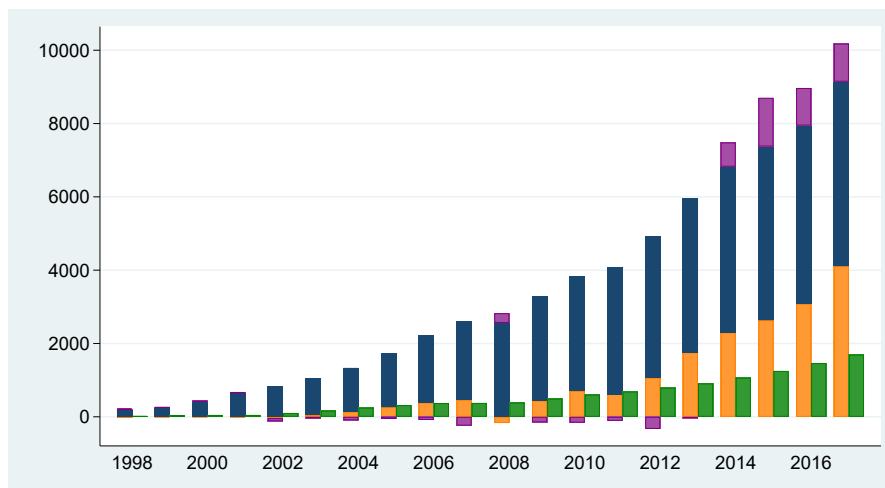
---

\*Takk til Fenella Carpena, Svern Jensen, Tapas Kundu og spesielt Steinar Holden for kommentarer. Epost: [frewul@oslomet.no](mailto:frewul@oslomet.no). Hjemmeside: <https://sites.google.com/site/fredrikwulfsberg/>

<sup>1</sup>NOU (2017) bruker også begrepet hovedstolen i forbindelse med SPU.

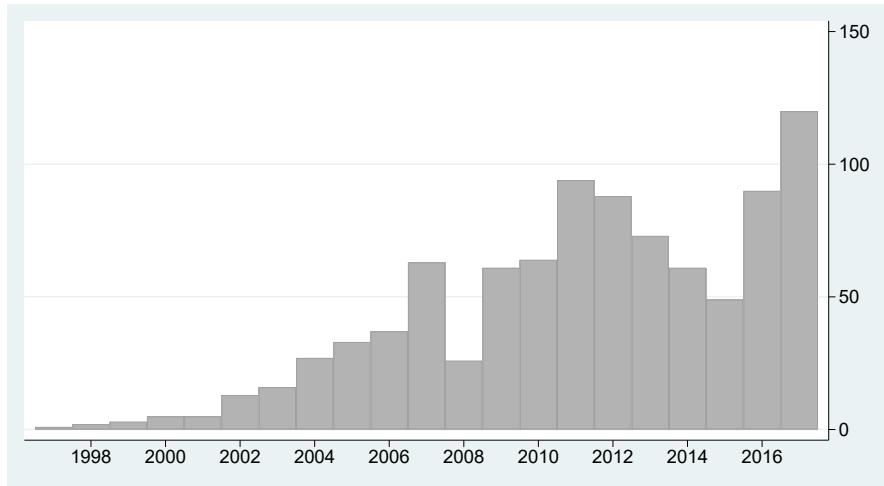


Figur 1: Inntekts- og utgiftskomponentene til SPU 1998–2017. Oljeinntekter (blå), valutakursgevinst (lilla), avkastning (oransje) og bruk av oljepenger (grønn). Nominelle verdier, mrd kroner.



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

Figur 1 viser disse strømmene i nominelle verdier fra 1998. De blå søylene viser oljeinntektene, de lilla viser gevinst (eller tap) som følge av valutakursendringer og oransje søyler viser avkastningen. Til sammen viser disse tre søylene de totale inntektene 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 realvækstningen av fondet. Figur 1 viser at spesielt avkastningen og valutakursgevinsten kan variere mye fra år til år. I 2017 var avkastningen rekordhøy

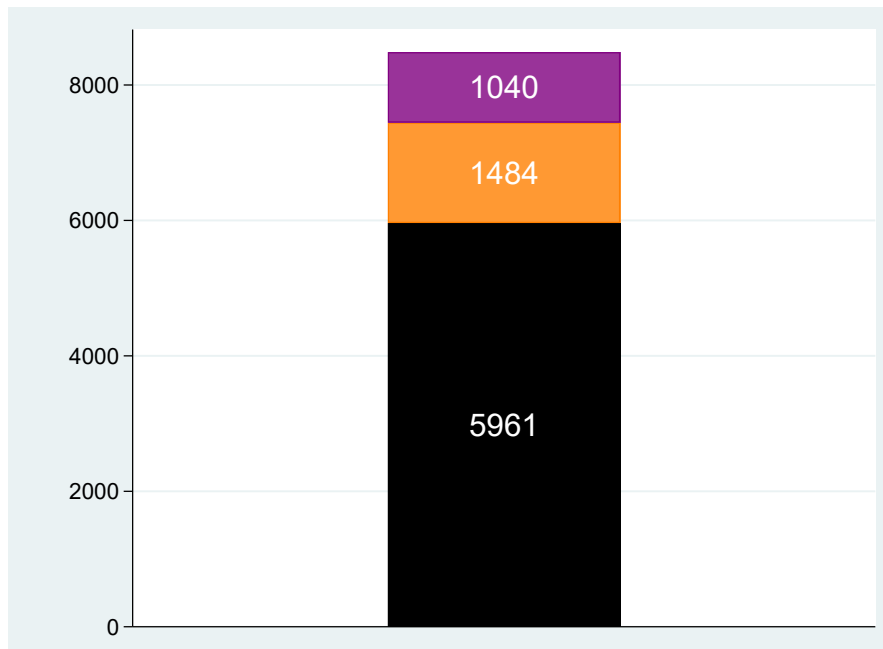


Figur 3: Kompensasjon for prisstigning til hovedstolen 1997–2017. Mrd kroner.

med 1028 mrd kroner som tilsvarer nesten  $1/3$  av BNP.

Figur 2 viser de akkumulerte strømmene i nominelle verdier fra 1998. Vi ser at den totale nominelle bruken av oljepenger er lavere enn den totale nominelle avkastningen. Siden starten av fondet i 1996 har staten overført oljeinntekter for tilsammen 5030 mrd kroner. For å finne verdien av hovedstolen må vi ikke bare akkumulere oljeinntektene, men for hvert år også legge til et beløp for å kompensere verdien av hovedstolen for prisveksten. Tall for prisvekst er publisert i årsrapportene til NBIM, slik at det er enkelt å beregne kompensasjonen for et år med utgangspunkt i verdien til hovedstolen ved inngangen til året. Figur 3 viser hvordan kompensasjonen har økt over tid med størrelsen på hovedstolen, men også med inflasjonen. I 2017 utgjorde denne kompensasjonen 120 mrd kroner.

Hovedstolen ved utgangen av år  $t$  er altså lik verdien av hovedstolen ved utgangen av år  $t - 1$  kompensert for inflasjonen i år  $t$  pluss oljeinntektene i år  $t$ . Ved siste årsskifte var hovedstolen på 5961 mrd kroner. Vi altså har klart å spare oljeinntektene for framtidige generasjoner siden markedsverdien av SPU er 8488 mrd kroner. Figur 4 viser markedsverdien av SPU fordelt på hovedstolen (sort søyle), en meravkastning på 1487 mrd kroner (brun søyle) og i tillegg en akkumulert gevinst på 1040 mrd kroner på grunn av endringer i valutakursen. Meravkastningen er det



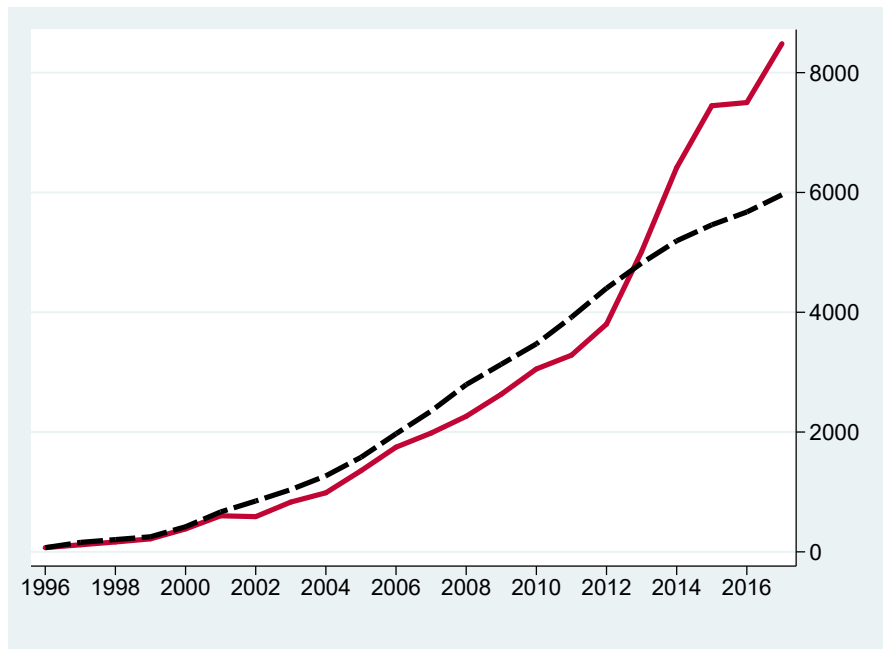
*Figur 4: Fordelingen av SPU på hovedstolen (sort), netto avkastning (brun) og valutakursgevinst (lilla) ved utgangen av 2017. Mrd kroner.*

som gjenstår av den totale avkastningen på 4111 mrd kroner<sup>2</sup> etter at hovedstolen er kompensert for prisstigning med 931 mrd kroner og finansieringen av det oljekorrigerede budsjettunderskuddet (bruken av oljepenger) på tilsammen 1693 mrd kroner.

Men underveis har ikke alltid verdien av SPU vært høyere enn hovedstolen. Figur 5 viser fondets markedsverdi (rød linje) og hovedstolen (sort stiplet linje) fra 1996. Fram til 2013 var fondets markedsverdi faktisk mindre enn hovedstolen. Selv om handlingsregelen ble fulgt i denne perioden, var det altså ikke tilstrekkelig for å spare 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.

Det finnes også betydelige petroleumsreserver som vil gi staten oljeinntekter og som vil øke verdien av hovedstolen framover. Anslagene på verdien av disse ressursene er naturlig nok svært usikre og har endret seg betydelig over tid. I flg. Finansdepartementet (2017) tilsvarer petroleumsreservene om lag 30% av SPU som gir et røft anslag på 2500 mrd kroner. I flg. Finansdepartementet (2015)

<sup>2</sup>Tabell 5, NBIM 2018.

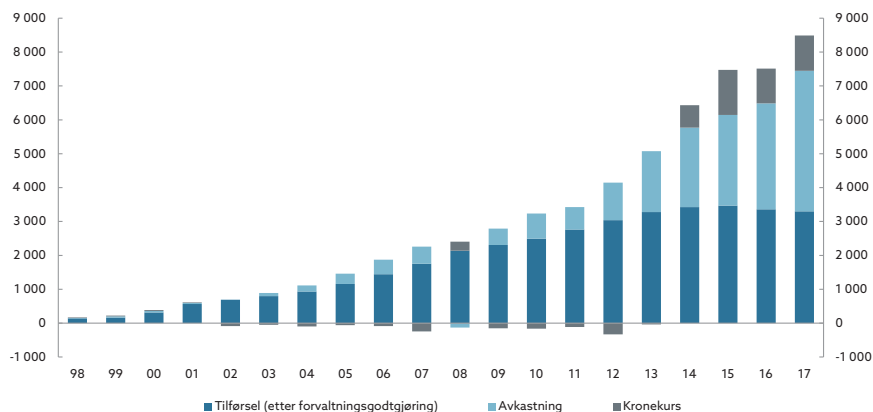


Figur 5: Hovedstolen (sorte stiptet linje) og SPUs markedesverdi (rød hel linje). Mrd kroner.

tilsvarte petroleumsressursene da om lag 60% av SPU eller 4500 mrd kroner. Vi kan altså forvente at hovedstolen vokser til et sted mellom 8000 og 10 000 mrd kroner. Markedsverdien til SPU vil da vokse tilsvarende, men i tillegg avhengig av utviklingen i finansmarkedene. Med dagens handlingsregel kan dermed bruken av oljepenger fortsatt øke fremover.

### NBIMs rapportering

NBIM oppgir ikke tall for hovedstolen, men i sin årsrapport fremstiller de i stedet fordelingen av SPU på akkumulert avkastning, netto tilførsel fra staten og valuta-kursgevinst (Figur 4, NBIM, 2018) som jeg gjengir i figur 6. Figuren gir inntrykk av at avkastningen utgjør en stadig større andel av fondet. Vi ser at akkumulert avkastning (lyseblå søyler) utgjør en betydelig høyere andel i 2017 (49%) enn nominell avkastning i figur 2 og meravkastningen i figur 4. Forskjellen skyldes hovedsakelig tre forhold. For det første trekker NBIM forvaltningskostnadene fra oljeinntektene i



Figur 6: Fondets markedsverdi fordelt på netto tilførsel, avkastning og kronekurs. Kilde: NBIM (2018), figur 4.

stedet for avkastningen.<sup>3</sup> For det andre viser figur 6 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 budsjettunderskudd. Fremstillingen er dermed ikke i tråd med handlingsregelen som tvert i mot søker frikople bruken av oljepenger fra oljeinntektene. Spesielt ser vi av figur 6 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 (Norges Bank, 2018). De burde også oppgi størrelsen på hovedstolen og vise at den er ivaretatt for fremtidige generasjoner.

## Handlingsregelen

Dagens handlingsregel sier at det strukturelle oljekorrigerte budsjettunderskuddet skal over tid utgjøre 3 prosent av markedsverdien til SPU i NOK som er anslaget

<sup>3</sup>Disse utgjør 39 mrd kroner.

på forventet realavkastning av SPU i årene fremover. Hittil har markedsverdien av SPU vokst jevnt og trutt med oljeinntektene og muliggjort en stadig vekst i bruken av oljepenger. 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 betydelig del av SPU må betraktes som midlertidige gevinster. For eksempel falt markedsverdien med 500 mrd kroner bare fra årsskiftet til mars i år som skulle tilsi en finanspolitisk innstramming på 15 mrd kroner. Et tilsvarende stort tap som under finanskrisen ville i dag implisert en innstramming på 60 mrd kroner. Og dersom oljeprisen stiger slik at kronekursen reverseres til nivået før 2014 vil raskt kunne redusere fondets verdi med 1000 mrd kroner.

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 hjelper ikke at handlingsregelen knytter bruken av oljepenger til forventet (og ikke faktisk) avkastning av SPU så lange 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 argumentert for at det kan være lurt å bruke mindre oljepenger for å bygge opp en buffer, slik at man i slike situasjoner 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 finanskrise eller en styrking av kronen.

En mer forsiktig handlingsregel vil være å bruke 3% av hovedstolen i stedet for av markedsverdien av SPU. Hovedstolen vil kun avhenge av tidligere oljeinntekter og ikke svinge midlertidig med finansmarkedene. Det vil gi et mer stabilt og forutsigbart grunnlag for bruk av oljepenger. Men tap av store verdier av SPU vil kunne tære på hovedstolen. I så bør man lege en plan for å gjenvinne tapet av



hovedstolen ved å bruke mindre oljepenger. For eksempel kunne man da brukt noe mindre enn 3% 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 ny handlingsregel vil innebære at vi skulle redusere bruken av oljepenger med 75 mrd i 2019 i forhold til dagens handlingsregel. I forhold til bruken av oljepenger i 2018 innebærer det en reduksjon på 45 mrd kroner. Dette vil gi en negativ uønsket impuls til norsk økonomi og ikke minst vanskelig å få til politisk, men tilpasningen kan godt tas over tid ved å holde bruken av oljepenger på dagens nivå fram til hovedstolen har vokst. Eventuelt kan man også oppskrive verdien av hovedstolen.

## Referanser

Finansdepartementet (2015). Nasjonalbudsjettet 2015. Meld. St. 1 (2014–2015).

Finansdepartementet (2017). Beregning av Norges nasjonalformue til Perspektivmeldingen 2017. URL: [www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/norsk-okonomi/beregning-av-norges-nasjonalformue-til-perspektivmeldingen-2017/id2548710/](http://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/norsk-okonomi/beregning-av-norges-nasjonalformue-til-perspektivmeldingen-2017/id2548710/)

NBIM (2018). Årsrapport 2017. URL: <https://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/](http://www.norges-bank.no/Publisert/Foredrag-og-taler/2018/2018-02-15-arstalen/)

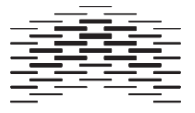
NOU (2017). Ny sentralbanklov. Organisering av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland.

## Vedlegg

Tabell 1: SNKPV er statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomhet i mrd kroner, Avk er avkastning av SPU, Valuta er gevinst eller tap som følge av svingninger i valutakursen, OBU er oljekorrigert budsettunderskudd, Inf er inflasjon i oljefondets valutakurv, Komp er kompensasjon til hovedstolen for inflasjon.

År	SNKPV	Avk	Valuta	OBU	Inf	Komp	Hovedstol	SPU
1996	70	0	0	43	NA	0	70	27
1997	87	0	5	6	1.92%	1	158	113
1998	45	12	10	17	1.06%	2	205	172
1999	45	23	3	18	1.51%	3	252	222
2000	161	6	8	9	2.14%	5	419	386
2001	243	-9	-15	0	1.19%	5	667	614
2002	169	-29	-101	53	1.88%	13	849	609
2003	174	92	41	63	1.84%	16	1039	845
2004	203	82	-49	81	2.64%	27	1269	1016
2005	276	127	36	71	2.63%	33	1578	1399
2006	355	124	-28	57	2.35%	37	1971	1784
2007	316	75	-154	3	3.21%	63	2350	2019
2008	416	-633	506	8	1.09%	26	2792	2275
2009	280	613	-418	107	2.17%	61	3132	2640
2010	276	264	-9	109	2.05%	64	3472	3077
2011	351	-86	49	84	2.71%	94	3917	3312
2012	395	447	-220	105	2.24%	88	4401	3816
2013	345	692	291	117	1.66%	73	4819	5038
2014	312	544	702	156	1.27%	61	5192	6431
2015	218	334	668	186	0.94%	49	5459	7475
2016	125	447	-306	213	1.65%	90	5674	7510
2017	168	1028	15	231	2.11%	120	5961	8488

Kilder: Oljeinntekter: Statsregnskapet. Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten <https://www.ssb.no/offentlig-sektor/statistikker/statsregn#relatert-tabell-4>. Avkastning og valutakursendringer: NBIMs årsrapporter <https://www.nbim.no/no/apenhet/rapporter/>. Tall i kursiv for 1996 er egne beregninger.



OSLO AND AKERSHUS  
UNIVERSITY COLLEGE  
OF APPLIED SCIENCES