



## Økonomi

Knut Anton Mork er professor ved NTNU og rådgiver i Carn Capital



Annetta Abtadsaier Kari Daa-Andersen Hilde C. Bjørnsland Kjersti Haugland Steinar Hobben Knut Anton Mork Gisle J. Natvik

# Knut Anton Mork Normalavkastning – et godt mål på ansvarlighet?

**Sentralbanksjefen vil senke handlingsregelens prosenttall for uttak fra Oljefondet. Er det så enkelt å være ansvarlig?**

● **Handlingsregelen** for finanspolitikken begrenser uttak fra Oljefondet til normal realavkastning på fondet. Den ble anslått til 4 prosent i 2001, senket til 3 prosent i 2017, og sentralbanksjefen vil nå senke den videre til 2 prosent. I årstalen begrunnet han dette med at det globale rentenivået har fortsatt å falle siden 2017.

Dette var en av problemstillingene vi strevde med i utvalget om risikotagning i fondet som jeg ledet i 2015–16. Siden har jeg, sammen med kolleger, jobbet videre med denne typen problemstillinger i et forskningsprosjekt finansiert av Finansmarkedsfondet. Forskningsarbeidet er ennå for uferdig til å trekke konklusjoner. Men vi har allerede lært adskillig om hvor komplekse de relevante problemstillingene egentlig er når vi tar dem nærmere i øyesyn. De kan ikke enkelt kokes ned til bare å finne ett riktig tall.

For det første er det på ingen måte slik at fondets fremtid er garantert bare vi begrenser uttakene til normal realavkastning slik handlingsregelen sier. Regelen gjør det heller mer sannsynlig at fondet vil minke enn vokse i verdi over tid. Så langt har stadig nye påfyll av oljeinntekter hindret dette fra å skje; men det vil ikke vare evig. Problemet er at handlingsregelen ikke tar hensyn til risiko. Gjør vi det, finner vi raskt at det vil være fornuftig å ta ut litt *mindre* enn normal realavkastning hvert år og beholde resten som en buffer mot fremtidige fall. Dette påpekte et enstemmig utvalg i 2016. Men politikerne valgte å se bort fra denne uttalelsen samtidig som de begjærte tok imot flertallets forslag om å øke aksjeandelen. Det kunne jo gi høyere normalavkastning. Det ga også økt risiko, men politisk var visst ikke det så farlig.

For det andre er normal eller forventet avkastning et teoretisk begrep som alltid er vanskelig å tallfeste. Sentralbanksjefen har rett i at rentenivået har falt. Og hvis forventet aksjeavkastning har falt like mye, må selvfølgelig normal avkastning for fondet som helhet også ha falt. Problemet er at dette er noe vi vet særdeles lite om. Ledende forskere har i flere tiår strevet med å kunne forklare hvorfor forskjellen mellom aksjeavkastning og renteavkastning har vært så høy som det vi faktisk har sett i åra som har gått. Hva vi skal vente frem-



† Sentralbanksjef Øystein Olsen vil endre handlingsregelen fordi det globale rentenivået har fortsatt å falle siden 2017. Foto: Per Thrana

over, er minst like vanskelig å si noe om. I 1973–74 falt aksjeindeksen S&P 500 med nær 50 prosent. Siden «Black Monday» i 1987 har den amerikanske sentralbanken grepet systematisk inn for å hindre slike ekstreme fall. Det lyktes de med under finanskrisen i 2008 og senest i mars i fjor. Så langt ser det ut til å gå riktig bra. Men hvor lenge de kan styre markedet på denne måten, vet vi altfor lite om.

For det tredje gjelder handlingsregelen bare for det som på byråkratspråk kalles «strukturelt, oljekorrigert underskudd» på statsbudsjettet. Det vil si at de skatte- og avgiftsinntektene som staten går glipp av på grunn av pandemien, ikke regnes med fordi de ikke regnes som strukturelle. Det vil også si at den store skatteletten som i fjor ble gitt til oljeselskapene «oljekorrigertes» bort. Ikke desto mindre tas begge deler direkte eller indirekte fra fondet.

For det fjerde holder handlingsregelen åpent for at avvik fra regelen – som i fjor og i år – bare skal korrigeres gradvis over tid. Det kan lett bli en åpning for varig overforbruk. Et mulig alternativ ville være å fokusere klarere på hvilke offentlige tjenester og tiltak som er viktig å videreføre uansett hva som skjer med fondet. Risikoen for overforbruk ville da bli mindre. Men samtidig ser det – fra våre foreløpige resultater – ut til at

en slik politikk vil kreve langt mer aktiv styring av både budsjett og fondsforvaltning. Ønsket om enkle regler har en pris.

Og for det femte: Er det nå egentlig slik at det å passe på pengebeingen er det beste vi kan gjøre for fremtidens generasjoner? Er det ikke vel så ansvarlig å sørge for at de kan arve en sunn, bærekraftig økonomi med arbeid til alle og velferd til dem som trenger det? Myndighetene i både USA og EU er i ferd med å tenke nytt på dette området, med god støtte av det internasjonale pengefondet IMF. Kanskje det er på tide at vi følger etter.

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

**Hovedinnlegg/kronikk:**  
Inntil 4500 tegn med mellomrom  
**Underinnlegg/replik:**  
Inntil 1500 tegn med mellomrom  
Legg ved portrettfoto

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

→ Mer debatt  
side 36-39