

Reguleringsmyndighet for energi
Middelthuns gate 29
Postboks 5091 Majorstuen
0301 Oslo

Saksbeh./tlf.nr.: Elisa Cartesi / 907 77 392
Deres ref./Deres dato: 202402119 / 02.04.2024
Vår ref.: 2024/1293
Vår dato: 29 april 2024

Statnetts kommentarer til rapport med forslag til endringer i modell for fastsettelse av referanserenten

Vi viser til RME høringsdokument nr. 2/2024 som drøfter to mulige endringer i grunnlaget for fastsettelse av referanserenten i inntektsrammereguleringen:

- Bruk av en lengre referanseperiode (for eksempel 10 år) for inflasjon ved justering av risikofri rente, og
- En metode for å estimere kredittpremie basert på markedsvektning av obligasjoner basert på kraftkurvene i Nordic Bond Pricing.

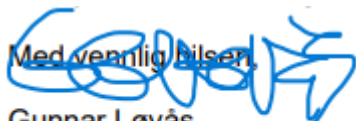
Vi er enige med THEMA i at dagens modell har fungert godt. Data viser at den nåværende metoden fanger opp et markedsbasert avkastningskrav på en god måte. I tillegg ruster nettselskaper seg til historisk høye investeringer for å legge til rette for energiomstillingen. For nettbransjen spesielt er det viktig å opprettholde et stabilt regime som følger konjunktorene og gir tilstrekkelig tilgang på kapital.

THEMA drøfter to mulige endringer i forhold til dagens modell som vi er kritiske til. Vi mener at dagens modell for å justere risikofri rente for inflasjon i egenkapitalleddet og estimere kredittpremie i gjeldskostnaden bør beholdes. Vår vurdering er at:

- **Bruk av en mellomlang tidsperiode har vært viktig for at referanserenten har hatt en utvikling i tråd med markedsrenter.** Den foreslåtte modellen vil treffe dårligere i snitt mot faktisk inflasjon sammenlignet med dagens modell. Som en konsekvens vil referanserenten med den drøftede nye metoden ikke på tilsvarende måte fange opp faktisk konjunkturutvikling. I tillegg mener vi at en rasjonell investor vil tillegge inflasjonsprognoser stor usikkerhet, særlig i lys av dagens konjunkturforhold med stor volatilitet. Det er etter vår oppfatning viktig å opprettholde et stabilt reguleringsregime som fanger opp faktisk konjunkturutvikling i det lange løp.

- **Vi har forståelse for målet om en robust og transparent metode for fastsettelse av kredittpremien, men mener det er usikkert om den ekstra kompleksiteten THEMAs forslag innebærer totalt sett vil gi et mer representativt bilde av bransjens kredittrisiko.**

I det vedlagte gir vi en mer detaljert kommentar til endringsforslagene. Vi stiller gjerne opp for å utdype våre vurderinger.

Med vennlig hilsen,


Gunnar Løvås
Konserndirektør

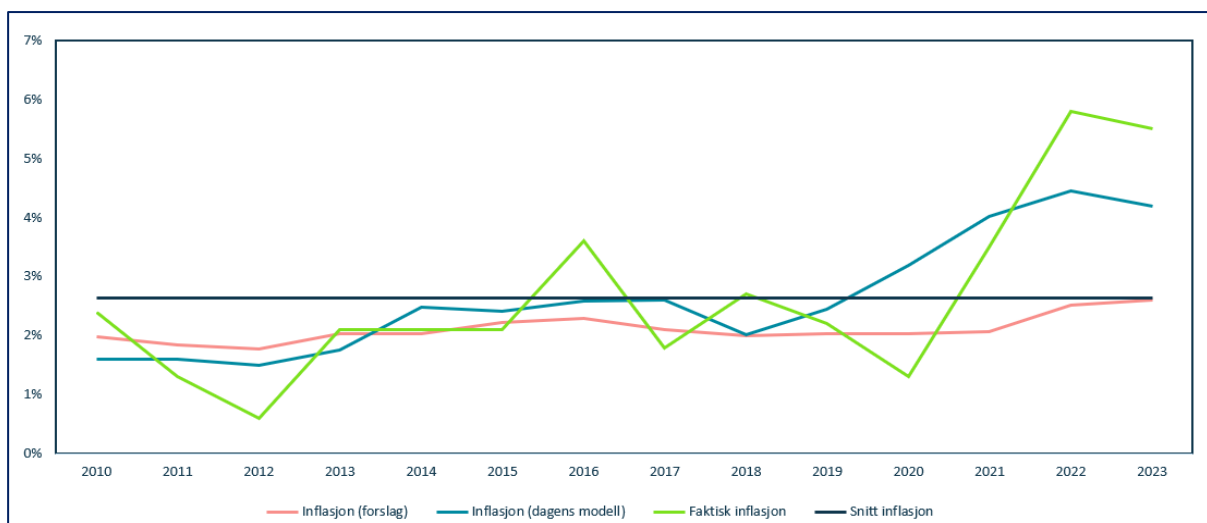
Vedlegg

Det følgende gir mer detaljerte kommentarer til endringsforslagene i RME høringsdokument nr. 2/2024.

THEMAs rapport kommer samtidig som nettbransjen står foran omfattende investeringer. Statnett har planer om å investere 100 til 150 milliarder kroner i de neste ti årene, for å legge til rette for energiomstillingen.¹ Taktskiftet er en stor utfordring for Statnett og det er essensielt at vi oppnår en rimelig og forutsigbar avkastning gitt effektiv drift, og dermed kan sikre tilstrekkelig tilgang til kapital hvor vi er avhengig av et internasjonalt lånemarked. Vi mener derfor at reguleringen ikke bør endres for ofte for å gi våre långivere tilstrekkelig sikkerhet og forutsigbarhet. Etter vår vurdering har dagens modell fungert godt og fulgt konjunktorene. Stabil regulering, som ikke endrer seg ofte og unødvendig er et gode i seg selv. Statnett er ikke enig i rasjonale bak de foreslåtte endringene.

1. Den foreslåtte endringen for å hensynta inflasjon i egenkapitalleddet kan få utilsiktede og negative konsekvenser. Vi mener dagens modell bør beholdes.

THEMA argumenterer for at en utvidet tidsperiode vil bidra til å øke stabiliteten i modellen. Vi hevder at **en lengre tidsperiode vil resultere i større avvik mellom faktisk inflasjon og den antatte inflasjonen som anvendes i modellen, også over tid.** Figur 1 under tydeliggjør at den nåværende modellen presterer bedre i gjennomsnitt med hensyn til treffsikkerhet mot faktisk inflasjon. I perioden 2010 til 2023 viser den nåværende modellen en gjennomsnittlig inflasjon på 2,63, sammenlignet med den faktiske inflasjonen på 2,64%. Den foreslåtte modellen viser i samme periode en gjennomsnittlig inflasjon på 2,11%.

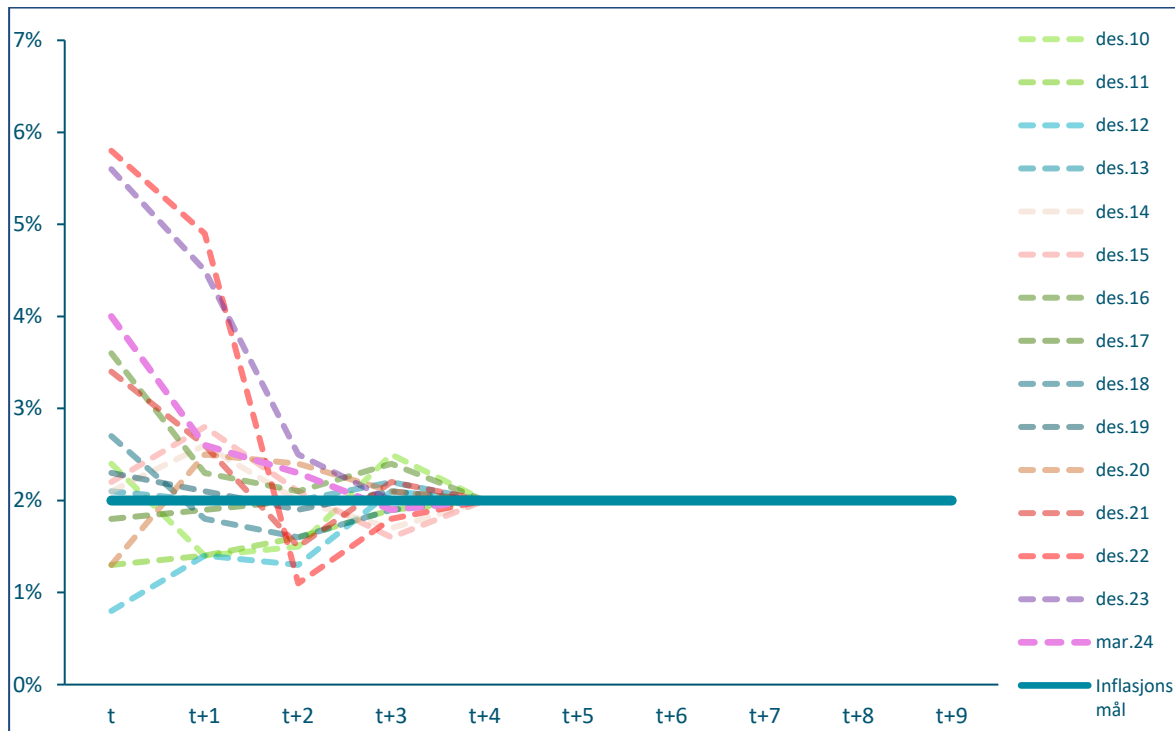


Figur 1 - Inflasjonsjustering i dagens modell vs foreslått modell

¹ Statnett, Systemutviklingsplan 2023

Kilde: 03013: Konsumprisindeks, etter statistikkvariabel og måned. Statistikkbanken (ssb.no), artikler og publikasjoner Konjunkturtrendene til Norge og utlandet – SSB, Finansielle prognoseforutsetninger.
 08184: Konsumprisindeks, historisk serie (2015=100) 1865 - 2023. Statistikkbanken (ssb.no), konsumprisindeksen

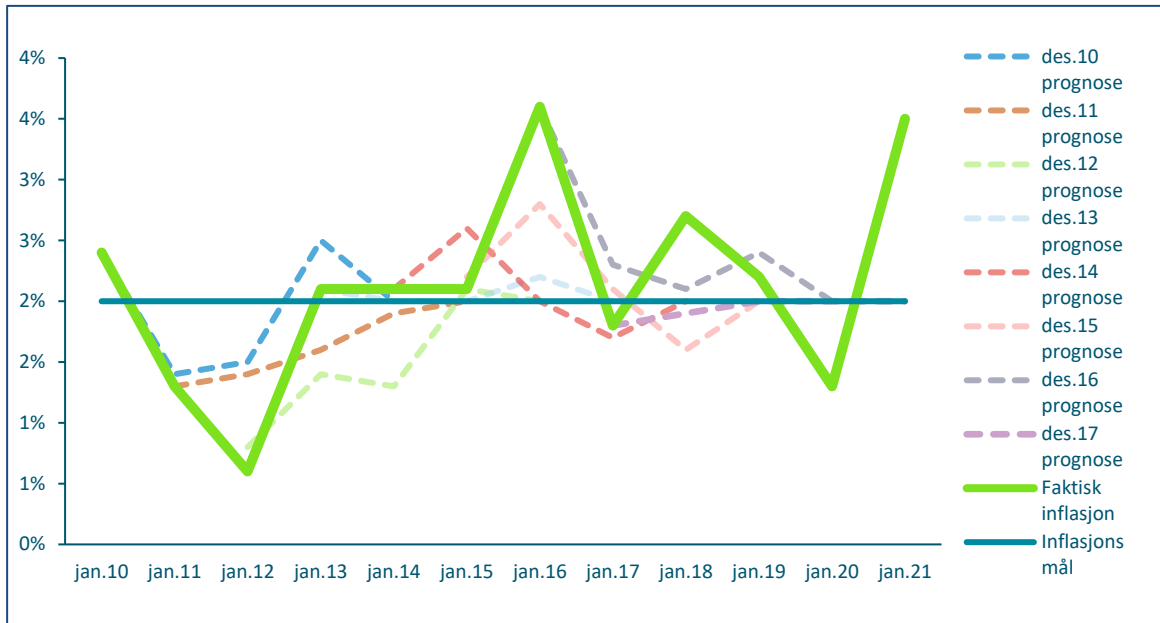
Den viktigste årsaken til at den foreslåtte metoden har lavere treffsikkerhet er at det ikke er mulig å lage treffsikre prognoser for inflasjon så langt frem i tid. **Norges Banks inflasjonsmål må tas i bruk over nesten hele perioden.** Figur 2 illustrerer at inflasjonsprognosene raskt konvergerer mot inflasjonsmålet, og gjøres gjeldende for 6 år. Dermed reduseres treffsikkerheten sett i forhold til faktisk inflasjon over tid.



Figur 2 – Inflasjonsprognoser

Kilde: Artikler og publikasjoner Konjunkturtrendene til Norge og utlandet – SSB

Mellomlange inflasjonsprognoser demonstrerer på tilsvarende måte en bedre tilnærming til faktisk framtidig inflasjon sammenlignet med inflasjonsmålet. Figur 3 indikerer at mellomlange inflasjonsprognoser over tid korresponderer bedre med faktisk inflasjon enn inflasjonsmålet. Dette bekrefter ytterligere at inflasjonsmålet over tid ikke reflekterer konjunkturforholdene og faktisk inflasjon. Inflasjonsmålet er en ambisjon, mens den faktiske inflasjonen er sterkt preget av konjunktorene. Selv om Norges Bank styrer mot inflasjonsmålet, tar det ofte lang tid å motvirke konjunkturedringer. Inflasjonsmålet er derfor en lite treffsikker prognose på fremtidig inflasjon.



Figur 3 - Inflasjonsprognoser vs faktisk inflasjon

Kilde: Artikler og publikasjoner Konjunkturtrendene til Norge og utlandet – SSB, 03013: Konsumprisindeks, etter statistikkvariabel og måned. Statistikkbanken (ssb.no). 08184: Konsumprisindeks, historisk serie (2015=100) 1865 - 2023. Statistikkbanken (ssb.no), konsumprisindeksen

Avslutningsvis argumenterer vi for at det er viktig å inkludere historisk data i modellen, i stedet for å basere seg kun på prognoser og inflasjonsmålet som THEMA foreslår. Dagens modell inkluderer data for inflasjon to år tilbake i tid i tillegg til to år frem. På grunn av inflasjonens tendens til å vedvare lenger enn antatt, og med hensyn til historikken som bidrar til å dempe volatiliteten, er dette med å underbygge viktigheten av å ha med historisk inflasjon i modellen og ikke kun prognoser og inflasjonsmålet.

For nettbransjen spesielt er det viktig å unngå at perioder med høyere markedsrenter fører til at investeringer holdes tilbake. **Vi mener at de foreslåtte endringene vil kunne få negative konsekvenser for nettselskaper og nettkunder:**

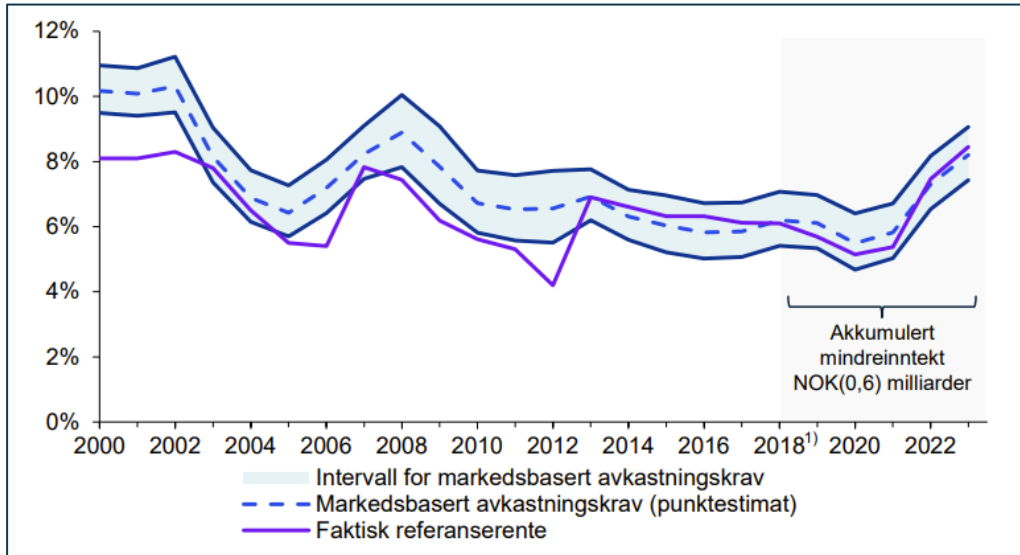
- **En lengre tidsperiode for inflasjonsjustering med bruk av inflasjonsmål vil ikke reflektere de faktiske konjunktorene.** Bruk av mellomlange prognoser gir noe raskere respons på de aktuelle økonomiske forholdene, og reduserer etterslep ved at den faktiske inflasjonen fanges raskt opp. NERA og THEMA erkjenner at nåværende inflasjonsjustering har spilt en viktig rolle for å sørge for at referanserenten gjenspeiler markedsrenter.² Andre land har opplevd utfordringer med dette ettersom referanserenten fastsettes for en lengre periode om gangen.³

En rasjonell investor vil tillegge inflasjonsprognoser stor usikkerhet, og særlig i lys av dagens volatilitet og når inflasjonsprognosen settes lik inflasjonsmålet langt fram i tid. Usikkerheten er større på oppsiden enn nedsiden. Derfor er det viktig å fange opp faktisk konjunkturutvikling.

² Dette skyldes i stor grad at økte markedsrenter har gått i takt med økt inflasjon slik at risikofri rente i egenkapitalkostnaden har fulgt etter

³ RME, 2024, ekstern rapport 2/2024 Vurdering av referanserenten i inntektsrammereguleringen, side 5 NERA, side 8-9

- **Det er etter vår vurdering en betydelig risiko for at referanserenten over tid blir for lav.** En nylig analyse fra KPMG vist i Figur 4 tyder på at dagens referanserente har ligget tett opp mot et markedsbasert avkastningskrav siden 2019. Dette tilsier at den foreslåtte modellen vil kunne resultere i en referanserente som ikke på tilsvarende måte gjenspeiler markedsforventninger.



Figur 4 - RME referanserente i perioden 2000 til 2023

Kilde: KPMG, 26 januar 2024, Fornybar Norge Kommentarer til benyttet referanserente 2018-2023, side 14

2. Når det gjelder kredittpremien, har vi forståelse for målet om en metode som gir mer transparens og relevans. Vi mener at det er usikkert om den ekstra kompleksiteten som THEMA's forslag innebærer bidrar til dette.

Vår forståelse er at THEMA foreslår en metode der alle kraftkurvene (1-4) samt Statnett og Statkraft inkluderes i beregningsgrunnlaget gjennom at markedsverdien av gjelden inngår i utvalget for å estimere kredittpremien.

Vi mener dagens metode i all hovedsak fungerer godt, og gir etter vår oppfatning et godt bilde av bransjens kredittrisiko. Ved en eventuell endring må det gjøres tydelig rede for om denne vil bli mer transparent og robust, og ikke medfører unødig kompleksitet. **Vi mener THEMA sitt forslag, spesielt bruk av markedsvekting i stedet for antall selskaper, gjør beregningen mer komplisert, mindre transparent og mindre forutsigbar.**

Vi tror markedsvekting vil være svært komplisert. Selskapene har ulik kapitalstruktur, de finansierer seg på ulik måte og på ulike løpetider. Mange har banklån. En mer kompleks vekting gir av den grunn ikke nødvendigvis en særlig mye bedre representasjon av kredittpremiens nivå. Utvikling over tid vil antakelig ikke påvirkes vesentlig uansett hvordan man veker. Transparensen vil derimot bli svakere grunnet økt kompleksitet og omfang.