

ØKONOMISKE PERSPEKTIVER

Tale av sentralbanksjef Øystein Olsen
til Norges Banks representantskap
og inviterte gjester

TORSDAG
12. FEBRUAR
2015

EN OLJEDREVET ØKONOMI

Det er ingen tilfeldighet at veggene i denne salen viser frem den moderne norske pengehistorien. Utstillingen starter med speciedaler fra 1817 og går frem til dagens seddelrekke. Penger er kjernen i enhver sentralbanks virksomhet. Sentralbanken skal sikre tilgangen til betalingsmidler. Den skal også sikre tilliten til pengenes verdi. Lav og stabil inflasjon er pengepolitikens hovedoppgave.

I tillegg må folk vite at sedlene de holder i hånden er ekte. Det er blitt stadig mer krevende å hindre forfalskning av sedler. Dagens seddelrekke er derfor snart moden for å byttes ut, og arbeidet med en ny er godt i gang.

De nye sedlene skal fungere som visittkort for Norge. Valget av havet som tema favner både vår historie og vår samtid.

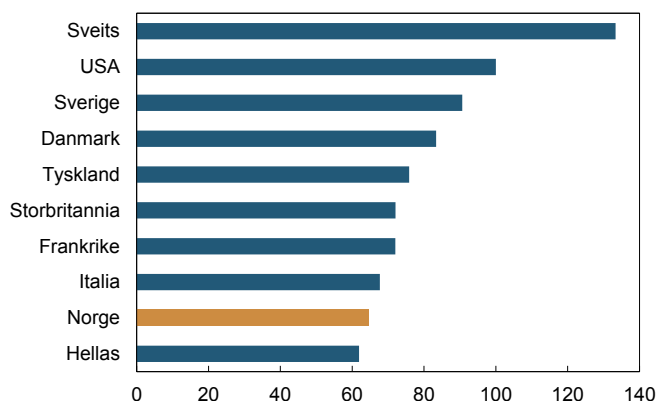
Vi har alltid utnyttet mulighetene havet har gitt. Det har vært matfatet, og det har vært ferdselsåren. Fiske, sjøfart og handel har gitt livsgrunnlag til mange. Med sitt skiftende uttrykk og magiske kraft, har det også inspirert kunstnere.

«Intet er så rommelig som havet, intet så tålmodig.»¹

Slik startet Alexander Kielland sin første roman. Kielland – født og oppvokst i Stavanger – visste trolig lite om hvor ufattelig store verdier havet så tålmodig hadde holdt skjult under havbunnen.

Oljefunnene ga starten til en eventyrlig epoke for norsk økonomi. Da den første oljen ble hentet opp i 1971, var inntektsnivået i Norge lavt sammenlignet med andre vestlige land, se figur 1.

Figur 1 BNP per innbygger i 1971.
Kjøpekraftskorrigert. Indeks. USA=100

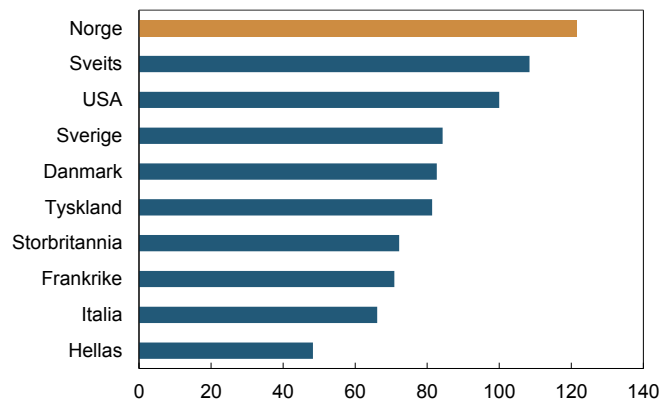


Kilder: OECD og Norges Bank

¹ Alexander Kielland (1880): Garman og Worse

I dag er bildet snudd. Vi har gradvis hentet inn forspranget de rikeste landene hadde på oss. Målt ved BNP per innbygger ligger nå Norge helt i toppen, se figur 2.

Figur 2 BNP per innbygger i 2013.
Kjøpekraftskorrigert. Indeks. USA=100



Kilder: OECD og Norges Bank

De store overskuddene fra oljevirkosomheten er forvaltet godt. Vi har god orden i økonomien. Velfungerende institusjoner og høy grad av tillit mellom ulike grupper i samfunnet var et godt utgangspunkt. Det ble tidlig slått fast at olje- og gassressursene tilhører fellesskapet. Skattesystem og rammevilkår for petroleumsvirkosomheten ble utformet slik at de store overskuddene tilfalt staten. Alt lå til rette for å bygge ut velferden, med utsikter til vekst både i privat og offentlig forbruk.

Oljefunnene i Nordsjøen ga store muligheter for norsk næringsliv. Utvinning av olje på store havdyp ville kreve utvikling av ny teknologi. Oppbygging av egen kompetanse skulle sikre oppdrag i mange år fremover – og ikke bare utenfor egen kyst. Aktiviteten på sokkelen skulle gi ringvirkninger til andre deler av næringslivet.

Oppbygging av en ny næring og bruk av inntektene innebar også utfordringer. Utfordringene ble drøftet i en egen melding – Stortingsmelding nummer 25 fra 1974: «Petroleumsvirkosomhetens plass i det norske samfunn». For å gi plass for oljesektoren og økt forbruk av varer og tjenester, måtte andre næringer vike. Mekanismene som beskrives i meldingen er velkjente.

La meg sitere:

«En overføring av produksjon og sysselsetting mellom bedrifter og næringer kan komme i stand gjennom et økt innenlandsk kostnadspress.»

«Press på arbeidsmarkedet gir lønnstakerne større muligheter (...) for å gå over til bedre betalte jobber.»

«Bedrifter i næringer som møter konkurranse på eksportmarkedet eller fra import, (...) vil kunne bli tvunget til å innskrenke (...).»

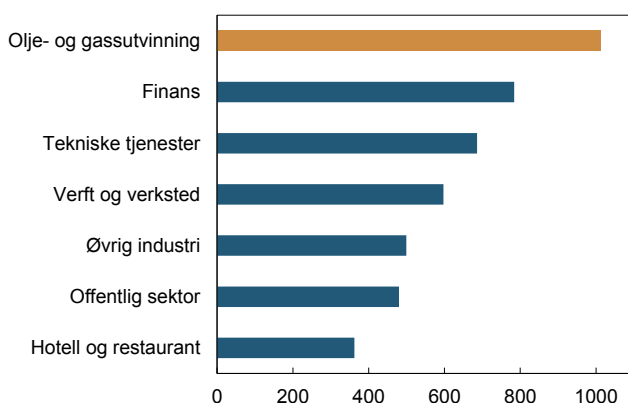
Man var altså forberedt på omstillinger, og at disse ville medføre kostnader. Men meldingen var klar på at omstillinger var nødvendig om man ville oppnå fordelene ved økonomisk vekst.

I dag, mer enn 40 år etter, vet vi at omstillingene kom. Næringsstrukturen er endret.

Stadig flere bedrifter – ikke bare innen verkstedsindustrien – har rettet aktiviteten inn mot leveranser til oljesektoren. Avskalling i deler av næringslivet har frigitt arbeidskraft for andre formål.

Oljeselskapene har hatt både evne og vilje til å betale. Gunstige skatteregler har lettet investeringsutgiftene. Inntjeningen har vært god. Selskapenes egne ansatte har vært lønnsvinnere her hjemme, se figur 3.

Figur 3 Lønn per årsverk etter næring.
Tusen kroner. 2014



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

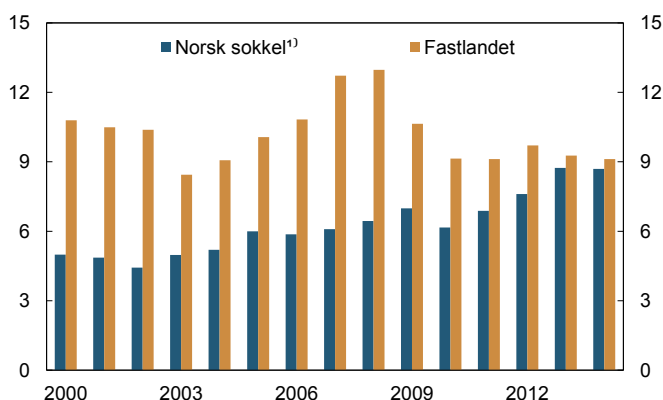
En avansert leverandørnæring har vokst frem. Nye produkter og teknologiske løsninger er utviklet. For mange har oppdragene på norsk sokkel vært et springbrett til nye eksportmarkeder.

Det finnes en rekke eksempler på bedrifter som har snudd seg rundt. La meg trekke frem én: Industribedriften Øglænd med hovedkontor på Klepp i Rogaland – en bedrift grunnlagt av Sandnes-mannen Jonas Øglænd så langt tilbake som 1860-tallet. Mange har et forhold til Den Beste Sykkel (DBS), som firmaet lanserte i 1932. I dag er bedriften, som inngår i Norges Banks regionale nettverk, en verdensledende produsent av opphengssystemer. Kundene er i hovedsak bedrifter innen olje- og gassutvinning. Omsetningen er blitt mer enn doblet i løpet av de siste tre årene. Tre fjerdedeler av salget foregår utenfor Norges grenser.

Fremveksten av olje- og gassvirksomheten har vært avgjørende for den sterke økonomiske veksten i Norge de siste 40 årene. Men de siste 15 årene skiller seg ut. Fra slutten av 1990-tallet steg prisen på nordsjøolje fra om lag ti dollar per fat til over hundre dollar per fat. En stor andel av de høye oljeinntektene er satt til side i oljefondet. Kapitalen utgjør nå mer enn to ganger BNP for Fastlands-Norge.

Høy oljepris og god lønnsomhet i utvinningen av olje og gass har ført til at oljeinvesteringene de siste årene har satt stadig nye rekorder, se figur 4. Nivået i 2014 tilsvarer de samlede investeringene i vårt øvrige næringsliv. Ringvirkningene til leverandørindustrien og andre bedrifter har vært betydelige. Sysselsettingen har holdt seg høy, og arbeidsledigheten lav, selv da finanskrisen slo inn i 2008.

Figur 4 Foretaksinvesteringer.
Prosent av BNP Fastlands-Norge



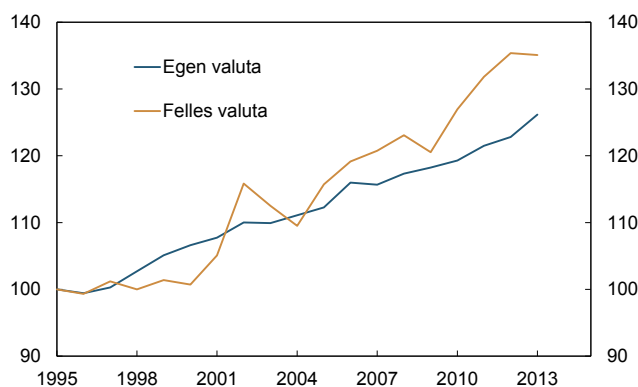
1) Utvinning og rørtransport
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norsk økonomi har hatt medvind. Mulighetene vi fikk, har vært brukt. Baksiden av medaljen er en økonomi som er blitt gradvis mer oljeavhengig, og dermed sårbar for endringer i oljeprisen og inntektene fra sokkelen. Sårbarheten kommer til uttrykk på flere måter.

Store deler av næringslivet og arbeidsmarkedet er i dag knyttet opp mot oljevirkomheten. Det er relativt få som er sysselsatt direkte i utvinningen av olje og gass. Men regner vi med alle som leverer til sektoren, kan om lag én av ni jobber i Norge – rundt 300 000 i alt – knyttes til oljevirkomheten.² En økende del av denne aktiviteten er basert på leveranser til oljeutvinning i andre land. Det kan være en vei videre når investeringene hjemme skal trappes ned. Men faller oljeprisen samtidig, kan denne veien bli smalere.

Norsk arbeidskraft er blitt dyr. Kostnadsnivået i næringslivet har økt kraftig sammenlignet med kostnadene hos våre handelspartnere, se figur 5. Med lavere aktivitet og inntjening på sokkelen, må virksomheter som leverer til oljesektoren søke innpass i nye markeder. Et høyt kostnadsnivå kan gjøre den jobben krevende.

Figur 5 Lønnskostnader¹⁾ relativt til handelspartnere.
Indeks. 1995=100. 1995–2013

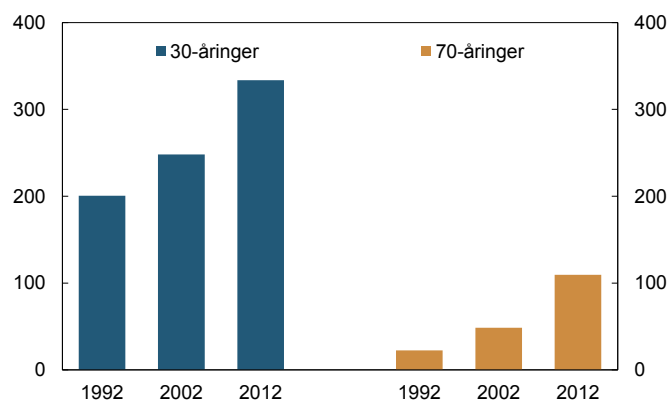


1) Timelønnskostnader
Kilder: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene og Norges Bank

2 Anslaget bygger på beregninger i Blix Prestmo, Strøm og Midsem (2015): Ringvirkninger av petroleumsnæringen i norsk økonomi. Kommer som rapport fra Statistisk sentralbyrå. I tillegg er eksport fra fastlandsøkonomien som er knyttet til oljevirkomheten, regnet med.

Høye oljeinntekter og omfattende ringvirkninger fra oljesektoren har drevet opp boligpriser og husholdningenes gjeld. Gjelden har vokst langt raskere enn inntektene. Både unge og gamle har fått økt gjeldsbyrde, men den er tyngst å bære for de unge, se figur 6. Dagens 30-åringer har i gjennomsnitt en gjeld som tilsvarer tre ganger deres disponible inntekt. Det er langt mer enn i samme aldersgruppe ti år tidligere.

Figur 6 Husholdningenes¹⁾ gjeld som andel av disponibel inntekt. Prosent



1) Husholdninger som eier bolig (selvstendig næringsdrivende ekskludert), der hovedinntektstaker er henholdsvis 30 og 70 år
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Mange har tatt opp store lån til hytte og bolig, muligens basert på forventninger om fortsatt høy inntektsvekst. Prisen på en gjennomsnittsbolig er nær doblet det siste tiåret. Veksten har vært sterkest i oljenære områder.

Høy gjeld skaper sårbarhet. Risikoen for at boliglån skal misligholdes og påføre bankene store direkte tap, er likevel liten. Vi har et godt sosialt sikkerhetsnett. Det gir en forsikring hvis inntekt faller bort. Men ved et tilbakeslag i økonomien som medfører økt arbeidsledighet, vil høy gjeld kjennes ubehagelig for mange. Fallende boligpriser samtidig, blir ubehaget større. Skulle boligprisene falle med 30 prosent, kan hver fjerde husholdning ende opp med en gjeld som overstiger boligens verdi.³ Dersom mange kutter i forbruket for å redusere gjelden, rammes hele økonomien. Det kan i sin tur gi bedriftene betalingsproblemer. Da risikerer vi at økte tap i bankene kan forsterke nedgangen.

FRA SÆRSTILLING TIL OMSTILLING

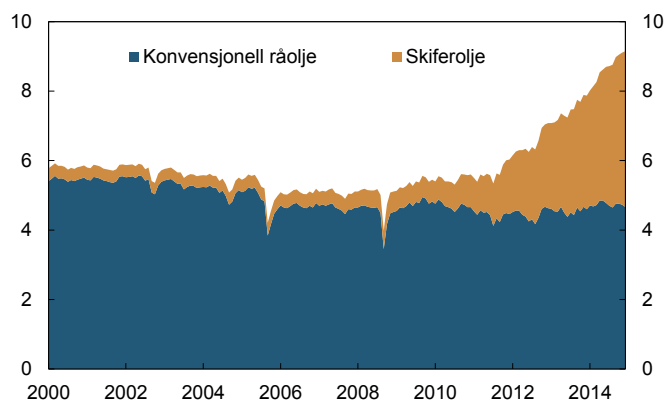
Siden i fjor sommer er oljeprisen nær halvert. Prisfallet kommer på toppen av en planlagt omstilling til et lavere aktivitetsnivå i oljesektoren.

Vi har erfart at oljeprisen svinger. I markedet er det forventninger om at den etter hvert vil ta seg noe opp igjen fra dagens nivå. Men lav vekst i verdensøkonomien har dempet oppgangen i forbruket av olje, samtidig som høye priser de siste årene har lokket frem økt tilbud og motivert til mer energieffektive produksjonsmåter. I fjor var veksten i verdens etterspørsel etter olje den svakeste på fem år. Samtidig var oljeproduksjonen utenfor OPEC rekordhøy.

³ Andel av husholdningene som eier bolig. Gjeld er her definert som bruttogjeld fratrukket bankinnskudd.

Ny teknologi for utvinning av skiferolje har bidratt til å øke tilbudet av olje på verdensbasis. I løpet av tre år har oljeproduksjonen i USA steget med over 50 prosent, se figur 7. Tilskuddet fra amerikansk skiferolje utgjør mer enn to ganger norsk oljeproduksjon.

Figur 7 Produksjon av råolje i USA.
Millioner fat per dag



Kilder: Energy Information Administration (EIA) og Norges Bank

Selv om prisfallet bremser leting og utbygging av nye felt, må vi være forberedt på at den nye teknologien videreutvikles og brer om seg. Fremover må vi forberede oss på en lavere oljepris enn hva vi har sett de siste årene. Det vil være uklokt å basere seg på at oljeprisen på nytt skal etablere seg på over 100 dollar fatet.

At aktiviteten på norsk sokkel etter hvert skulle ned, har lenge vært klart. Fallet i oljeprisen de siste månedene har fremskyndet og forsterket en varslet nedgang i aktiviteten. Samtidig kan leveranser til oljevirkksomheten i andre land falle bort.

Det betyr ikke at oljealderen nå går mot slutten. Fortsatt gjenstår utvinning av nær halvparten av kjente reserver av olje og gass på norsk sokkel.⁴ I løpet av de siste par årene er det gjort store nye funn. Et av dem – Johan Sverdrup – er snart klart for utbygging. Nye oppdrag kan ventes for norsk leverandørindustri. Likevel: Norsk økonomi må nå tilpasse seg en klart lavere etterspørsel fra oljesektoren. Vi går fra særstilling til omstilling.

Næringslivet viste stor vilje og evne under oppturen til å vri produksjonen i retning av oljevirkksomheten. Nærhet til sokkelen ga mange bedrifter et fortrinn. Overgangen til en oljedrevet økonomi med høy lønnsevne har samtidig vært en behagelig reise. Returen, hvor leverandørnæringen skal krympe og annen konkurranseutsatt virksomhet må vokse frem, blir mer krevende. Etter mange år med en særskilt norsk lønnsvekst, må kostnadsnivået her hjemme igjen tilpasses nivået hos våre handelspartnere.

En nødvendig justering av kostnadsnivået kan skje på to måter: Gjennom lavere lønnsvekst enn i andre land og ved svakere kronekurs. Den økonomiske politikken som føres, er av betydning for hvordan tilpasningen skjer.

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot å holde inflasjonen lav og stabil. Det operative målet er en konsumprisvekst som over tid er nær 2,5 prosent. Inflasjonsmålet

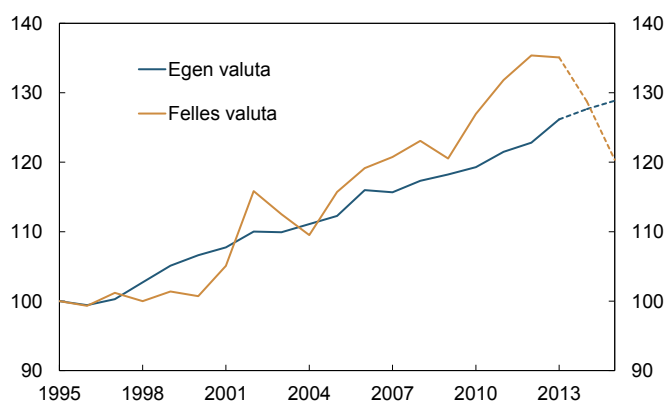
⁴ Inkluderer reserver som er vedtatt utbygd av rettighetshaverne og øvrige påviste ressurser i felt og funn.
Kilde: Sokkelåret 2014, Oljedirektoratet

gir økonomien et nominelt ankerfeste. Når inflasjonsforventningene er godt forankret, kan pengepolitikken være førstelinjeforsvaret når konjunktorene bikker ned.

Pengepolitikken kan over tid bare påvirke prisveksten. Den kan ikke ta et hovedansvar for de nødvendige omstillingene i økonomien. Men gjennom virkningen på valutakursen, kan pengepolitikken bidra til at omstillingene i næringslivet lettere kommer i gang.

Uten en egen valuta ville situasjonen vært mer utfordrende. Da måtte partene i arbeidslivet gjort jobben alene. Erfaringer fra andre land i Europa viser at det kan være krevende. Med en flytende valutakurs kan den nødvendige justeringen av kostnadsnivået skje raskere og bli mindre smertefull. Kronekursen kan fungere som en stabilisator. Svekkelsen av kronen gjennom høsten i fjor tyder på at denne mekanismen fungerer, se figur 8.

Figur 8 Lønnskostnader¹⁾ relativt til handelspartnerne.²⁾
Indeks. 1995=100. 1995–2015



1) Timelønnskostnader

2) Tall for 2015 er basert på lønnsanslag fra PPR 4/14 og gjennomsnittlig valutakurs for 1.1.2015 – 10.2.2015

Kilder: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene og Norges Bank

Tilliten som er bygget opp til pengepolitikken, kommer nå godt med. Så lenge det er tillit til at inflasjonen holder seg lav og stabil over tid, kan en markert svekkelse av kronekursen gå sammen med lav rente. Gevinsten ved å ha en egen valuta forsvinner hvis den midlertidige økningen i inflasjonen som følger av kronesvekkelsen, motsvares av økte lønnstillegg. Resultatet vil i så fall bli en høyere rente og en sterkere valutakurs enn ellers, og høyere arbeidsledighet. Partene i arbeidslivet har her et særlig ansvar.

I desember i fjor kuttet Norges Bank styringsrenten med 0,25 prosentenheter, til 1,25 prosent. I vurderingene la vi vekt på at utsiktene for veksten i norsk økonomi hadde svekket seg gjennom høsten. Allerede i fjor vinter varslet oljeselskapene om lavere investeringer, nedbemanning og kostnadskutt. Det kraftige fallet i oljeprisen forsterker denne tendensen. Det gir ringvirkninger for fastlandsøkonomien og kan føre til at arbeidsledigheten øker.

Lave renter kan øke risikoen for at gjeld og formuespriser stiger til nivåer som ikke kan opprettholdes over tid. Slike finansielle ubalanser kan utløse eller forsterke et tilbakeslag i økonomien. Norges Bank vektlegger dette hensynet i rentesettingen. Siktemålet er å unngå en brå nedgang i økonomien og økt arbeidsledighet på et senere tidspunkt.

Dersom finansielle ubalanser bygger seg opp, kan kravet til den motsykliske kapitalbufferen i bankene økes. Sterk vekst i boligpriser og gjeld kan også gjøre det nødvendig for myndighetene å vurdere andre, målrettede tiltak for å dempe risikoen knyttet til den høye gjelden hos husholdningene.

Norge har vært tidlig ute med å innføre nye krav til bankene, og bankenes kapitaldekning har økt. Norske banker er derfor bedre rustet til å møte forstyrrelser enn for bare noen få år siden. Et godt kapitalisert banksystem har også større evne til å formidle kapital i en omstillingstid.

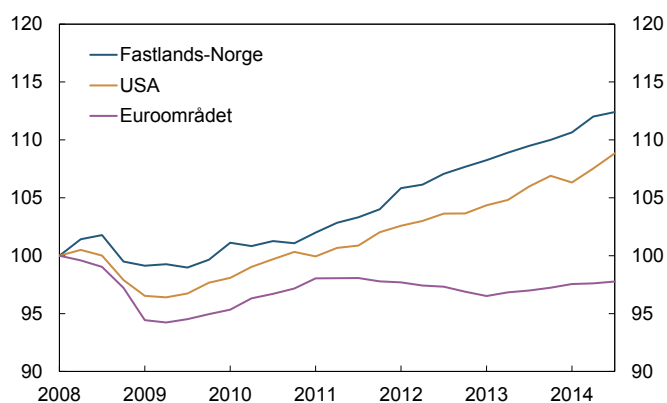
Norske statsfinanser er solide. Det har vi hatt stor nytte av, særlig gjennom finanskrisen. Det kan være fristende å øke pengebruken over offentlige budsjetter for å dempe utslagene i realøkonomien av et fall i oljeprisen. Risikoen er at det kan bremse den omstillingen som trengs hvis oljeprisen blir liggende lavt lenge. Økt offentlig pengebruk kan gjøre arbeidskraften dyrere og motvirke at den blir tilgjengelig for annen konkurranseutsatt virksomhet.

Når konjunkturer svikter og ledigheten øker markert, kan finanspolitikken bidra til å holde aktiviteten oppe. Men norsk økonomi er foreløpig langt unna en krisesituasjon. Arbeidsledigheten er fortsatt lav.

DET ØKONOMISKE BILDET UTE ER BLANDET

Det er nå seks år siden internasjonal økonomi ble hardt rammet av finanskrisen. Norsk økonomi kom seg raskt på fote, godt hjulpet av robuste statsfinanser og sterk vekst i petroleumssektoren. Andre industriland har hatt det tyngre, se figur 9. For mye gjeld, både i privat og offentlig sektor har ført til svak aktivitet og høy arbeidsledighet.

Figur 9 Brutto nasjonalprodukt.
Sesongjustert volumindeks. 1. kv. 2008=100



Kilde: Thomson Reuters

Veksttakten globalt kan ventes å ta seg gradvis opp de nærmeste årene. Fallet i oljeprisen er godt nytt for verdensøkonomien. Men bildet er blandet. I USA har oppgangen fått godt feste. En ekspansiv pengepolitikk ser ut til å virke, og både forbruk og investeringer har tatt seg opp. Arbeidsledigheten har kommet ned. Økt aktivitet i økonomien har bidratt til at underskuddet på statsbudsjettet er betydelig redusert. Også i Storbritannia og Sverige, som er store mottakere av norsk eksport, er det positive utviklingstrekk. Men lav inflasjon er en utfordring.

Situasjonen i euroområdet synes mer problematisk. Mye arbeidskraft går fortsatt ledig, og produksjonsutstyr står ubrukt. Inflasjonen er urovekkende lav. Lettelser i pengepolitikken og betydelig innsprøyting av likviditet til banksektoren har så langt ikke vært tilstrekkelig. Drahjelpen fra fremvoksende økonomier er svekket. Det er særlig lave investeringer som holder veksten nede i Europa. Stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen, høy gjeld i bedriftene og stramme lånevilkår i bankene demper både viljen og evnen til å investere. Det skaper en selvforsterkende mekanisme som er vanskelig å bryte.

Med styringsrenter nær null har sentralbankene i de store industrilandene tydd til ukonvensjonelle tiltak for å stimulere aktiviteten og motvirke faren for deflasjon. Store mengder verdipapirer – herunder statsobligasjoner – er blitt kjøpt i markedet. Obligasjonene har havnet på sentralbankenes bøker. Både USA og Storbritannia var tidlig ute med slike programmer i kjølvannet av finanskrisen. Den europeiske sentralbanken (ECB) har frem til nylig i hovedsak benyttet en annen kanal. Store lån er tilført banksystemet til gunstige vilkår. For tre uker siden vedtok ECB å gå et skritt videre, og iverksetter nå storstilte oppkjøp av verdipapirer.

Kjøp av statsobligasjoner bidrar til å øke kursene og dermed presse ned rentene. Kjøpene kan også føre til at aksjekursene og prisene på andre mer risikable papirer stiger. Siktemålet fra sentralbankenes side er at lavere langsiktige renter skal stimulere til utlån og investeringer. Mye tyder på at tiltakene har bidratt til å dempe nedgangen og få fart på produksjonen i Storbritannia og USA.

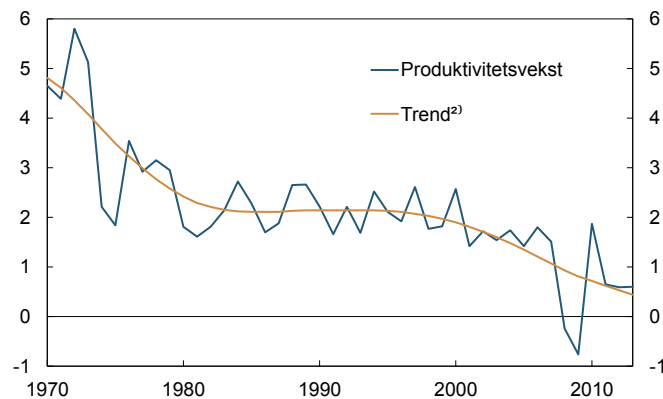
Effekten på renter og investeringer i euroområdet av sentralbankens kjøp av verdipapirer kan bli svakere. De lange rentene er allerede svært lave. Inflasjonen står i fare for å bli negativ og bidrar til å holde realrentene oppe. Investeringsviljen i næringslivet dempes fortsatt av usikkerhet og svake vekstutsikter.

Når sentralbanker kjøper statsobligasjoner i stort omfang, betaler de med friske penger. En vanlig bekymring er at slik tilførsel av penger skaper inflasjon. Tilstanden har imidlertid ikke vært normal de siste årene. Den aktuelle utfordringen i euroområdet er svak vekst og fare for fallende priser.

Selv om veksten i verdensøkonomien gradvis er på vei opp, er det lite trolig at vi skal tilbake til de høye vekstratene fra årene før finanskrisen. Det ønsker vi kanskje heller ikke. Deler av veksten var drevet av en opplåning som ikke hadde varig grunnlag.

Flere forhold kan tyde på at de tradisjonelle industrilandene står overfor mer dyptliggende utfordringer. Siden 1970-tallet har veksten i produktiviteten avtatt, se figur 10. I flere tiår frem mot slutten av det tyvende århundret, bidro vekst i arbeidsstyrken og høyere utdanningsnivå til økonomisk oppgang. Veksten ble ledsaget av god avkastning og vesentlig høyere realrenter enn vi har sett de siste årene.

Figur 10 Produktivitetsvekst i OECD¹⁾.
BNP per timeverk. Årlig vekst. Prosent



1) 20 OECD-land: Australia, Belgia, Canada, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Japan, Nederland, New Zealand, Portugal, Spania, Storbritannia, Sverige, Sveits, Tyskland, USA og Østerrike
2) Hodrick Prescott-filter med $\lambda = 100$
Kilder: The Conference Board (Total Economy Database) og Norges Bank

Vekstimpulsene er i ferd med å tømmes ut. Arbeidsstyrken vokser saktere i mange land. Hvis ikke produktiviteten og yrkesdeltakingen tar seg markert opp, vil realinvesteringer kaste mindre av seg. Lav vekst og lave realrenter kan være den nye normalen.

OLJEFONDET - VIDERE VEKST AVHENGER AV AVKASTNING

De siste 20 årene har Norge bygget opp en stor finansformue utenlands. Oljefondet er i dag et av verdens største statseide fond. Fondet representerer vår felles sparing, og skal forvaltes slik at det kommer både nålevende og fremtidige generasjoner til gode. Som investor stiller vi kapital til rådighet for økonomisk aktivitet i andre land. Avkastningen på kapitalen vil dermed være et resultat av verdiskapingen ute.

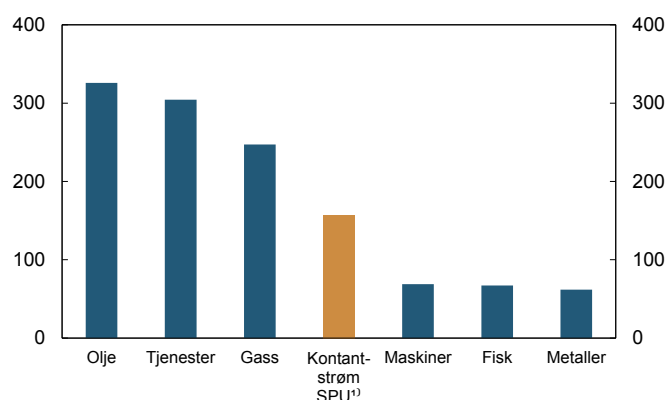
Fondet er en langsiktig og ansvarlig eier. Målet for forvaltningen er å oppnå høyest mulig avkastning til akseptabel risiko. Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning støtter opp om dette målet. Som en langsiktig finansiell investor er vi tjent med en sunn og bærekraftig utvikling i de selskapene og markedene vi er investert i.

Arbeidet med ansvarlig forvaltning har utviklet seg i takt med at størrelsen på fondet har økt. Fra og med i år er Norges Bank gitt oppgaven med å treffe beslutninger om observasjon eller utelukkelse av selskaper etter anbefalinger fra Etikkrådet. Banken kan i slike saker også vurdere mulighetene for å bruke andre virkemidler i eierskapsarbeidet. Målet er å etablere en kjede av virkemidler i arbeidet med ansvarlig investeringsvirksomhet.

Så langt har nasjonen fått god avkastning på finansformuen. Den samlede avkastningen i oljefondet siden oppstart summerer seg til over 2000 milliarder kroner. Det tilsvarer om lag en tredel av den totale kapitalen i fondet ved utgangen av fjoråret.

Slik vi måler avkastningen, tar vi med både kursgevinster og den direkte kontantstrømmen – som består av utbytte og renter. Børsverdier kan raskt snu. Utbytte og renter er mer håndfaste inntekter. Med et stort fond har denne kontantstrømmen blitt betydelig, og større enn inntektene fra viktige eksportvarer som fisk og metaller, se figur 11.

Figur 11 Eksport og SPUs utbytte-, rente- og leieinntekter.
Milliarder kroner. 2014

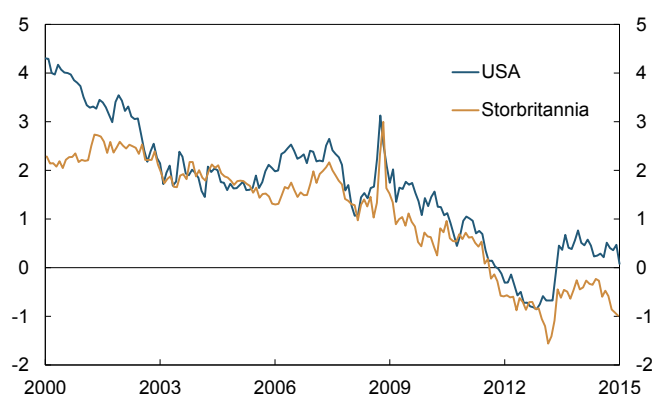


1) SPUs kontantstrøm omfatter utbytte-, rente- og leieinntekter

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Over en tredel av fondet er plassert i obligasjoner. Realrenten på langsiktige lån til solide stater er et utgangspunkt for hvor høy avkastning vi kan forvente å oppnå fremover. De siste årene har disse rentene ligget rundt null, se figur 12.

Figur 12 Internasjonale realrenter.¹⁾
Ved utgangen av måneden. Prosent



1) Markedsrente på inflasjonsindekserte 10-års statsobligasjoner

Kilde: Bloomberg

De lave rentene på obligasjoner gjenspeiler forhold som preger internasjonal økonomi: Stater, bedrifter og husholdninger ønsker å spare mer, samtidig som etterspørselen etter sikre plasseringer har økt. Sentralbankenes store kjøp av verdipapirer bidrar i samme retning. Men lave renter kan også uttrykke beskjedne forventninger til økonomisk vekst lenger frem.

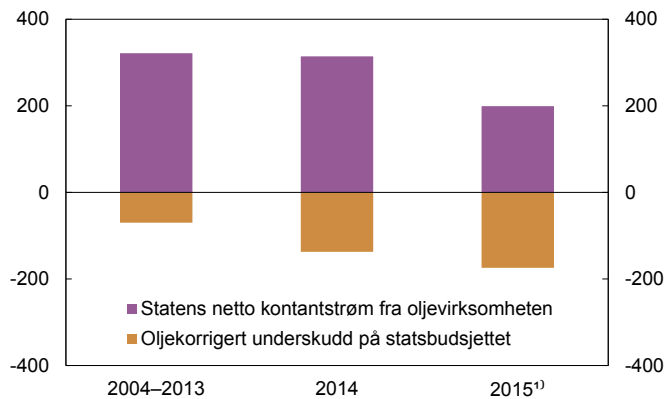
For å få avkastning må vi ta risiko. Fondet har en særlig lang tidshorisont og en betydelig evne til å bære kortsiktig risiko. Dette ligger bak valget av en forholdsvis høy aksjeandel. Det er også grunnen til at fondet har gått inn i eiendom. Fremover bør vi vurdere om andelen av fondet som er investert i realaktiva, skal øke på bekostning av obligasjoner.

Historisk har aksjeinvesteringer gitt høyere avkastning enn plasseringer i obligasjoner. Det venter vi at de også vil gjøre fremover. Men det er tvilsomt om aksjekursene vil fortsette å stige i samme takt som de har gjort de siste årene. Svak eller moderat vekst i realøkonomien vil etter hvert smitte over i avkastningen på aksjer.

Så langt har fondet oppnådd en årlig realavkastning på 3,8 prosent. Vi må være forberedt på at den kan bli lavere – kanskje under 3 prosent.

Siden årtusensskiftet har staten mottatt store inntekter fra oljevirksomheten, se figur 13. Mye er spart og overført til oljefondet. Samtidig har bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet økt. Inntektsstrømmen fra sokkelen er nå på vei ned. Vi er i ferd med å nærme oss det punktet hvor statens bruk av oljepenger overstiger inntektene fra oljevirksomheten.

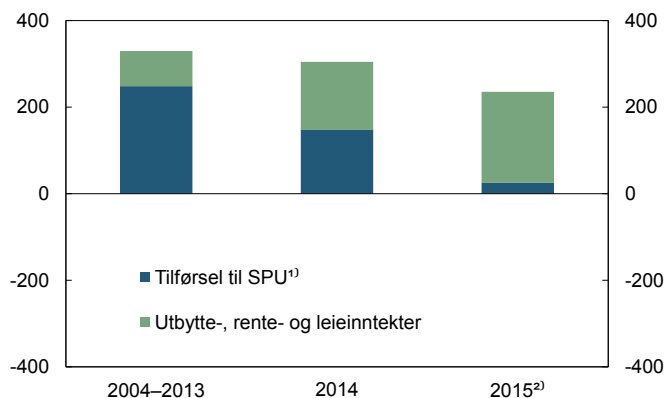
Figur 13 Oljeinntekter og oljepengebruk.
Milliarder kroner



1) Forutsetning om en oljepris på 400 kroner per fat
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

De siste ti årene er fondet tilført store beløp, om lag 250 milliarder kroner i årlig gjennomsnitt. Med oljepriser på dagens nivå vil tilførselen til fondet raskt falle mot null, se figur 14. Vi er dermed snart i en situasjon der fondets løpende inntekter avgrenses til rente- og utbytteinntekter. Neste år kan det bli behov for å bruke av avkastningen for å dekke det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet.

Figur 14 Tilførsel til SPU og utbytte-, rente- og leieinntekter.
Milliarder kroner



1) Faktisk tilførsel til SPU i løpet av kalenderåret
2) Forutsetning om en oljepris på 400 kroner per fat. Det er lagt til grunn at inntektene til SPU i 2015 utgjør 3,3 prosent av fondets inngangsverdi, dvs gjennomsnittet over årene 2010–2014
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

FONDET ER NÆR TOPPEN

NORGES BANK

ØKONOMISKE
PERSPEKTIVER
12. FEBRUAR 2015

Med lavere oljeinntekter fremover stilles norsk økonomi overfor nye utfordringer. Men vi skal ikke glemme at utgangspunktet er godt. I en periode med høye oljepriser har vi omformet olje i bakken til en finansiell formue. Vi har unngått å gjøre offentlige budsjetter avhengige av flyktige inntekter. Oljefondet og handlingsregelen for bruk av oljepenger har vært bærebjelkene for politikken som har vært ført. Jeg har lyst til å minne om bakgrunnen for denne retningslinjen for finanspolitikken.

Handlingsregelen sprang ut av den økonomiske diskusjonen rundt tusenårsskiftet. I tiden før regelen ble etablert i 2001, førte høye oljepriser til at tilflyten til oljefondet skjøt fart. Forventningene til fremtidige inntekter var store. Samtidig som det var krevende å holde igjen på pengebruken, var det klart at store pensjonsforpliktelser ventet lenger fremme.

Med handlingsregelen fikk vi en langsiktig strategi for bruk av oljepengene. Selv om mesteparten av inntektene skulle spares, ble det åpnet for økt bruk av petroleumsformuen.

Innfasingen av oljeinntekter skulle tilpasses konjunktorene, og over tid være i tråd med forventet realavkastning av fondet. Hovedstolen skulle skjermes, slik at også fremtidige generasjoner kunne nyte godt av fondet.

Finanspolitikken ble ikke satt på autopilot. Regelen var enkel, men fleksibel. Det har vært mye av dens styrke.

De første årene med handlingsregelen steg bruken av oljepenger om lag i takt med fondskapitalen. Den langsiktige regelen, basert på en realavkastning på 4 prosent, ga dermed en effektiv begrensning på bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet. De siste årene har høye oljepriser og god avkastning gitt en kraftig vekst i fondet. Dette har gitt rom for betydelige økninger i oljepengebruken, selv om bruken i det siste har tilsvart om lag 3 prosent av fondets verdi. I en periode med lav ledighet og god vekst i økonomien har det vært fornuftig å sette mer av inntektene til side.

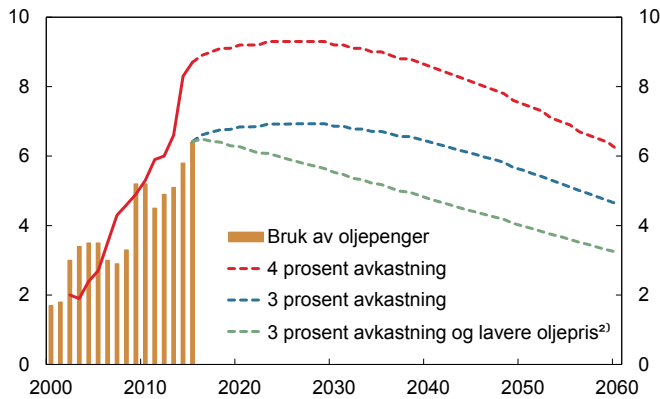
De siste årene har vært preget av store svingninger i avkastningen. Utslagene var ekstreme gjennom finanskrisen. Svingninger på verdens børser og finansmarkeder slår gjennom i markedsverdien av fondet og dermed i det ankeret som gjelder for finanspolitikken. Svekkelsen av kronkursen har økt dagens kroneverdi av fondet, men dette tilslører at den internasjonale kjøpekraften er upåvirket av endringer i kronens verdi. Slike utslag er blitt mer krevende å håndtere etter hvert som fondet har vokst.

Fallet i oljeprisen det siste halvåret har vært betydelig. Selv om prisen skulle komme noe opp igjen, har vi fått en påminning om usikkerheten knyttet til fremtidige inntekter. Lavere oljepriser innebærer at fondet vil vokse langsommere enn tidligere anslått. På lengre sikt blir det i så fall mindre penger å rutte med. Handlingsrommet i finanspolitikken er redusert.

Basert på oljepriser rundt 60 dollar per fat kan tilførselen til fondet stoppe opp. Med dagens nivå på bruken av oljepenger ser det snarere ut til at det raskt vil bli behov for overføring *fra* oljefondet til statsbudsjettet. Målt som andel av nasjonalproduktet kan fondet allerede ha nådd toppen.

Beregninger fra Nasjonalbudsjettet 2015 er egnet til å illustrere dette poenget, se figur 15. Den røde linjen viser hvordan handlingsrommet for budsjettet utvikler seg gitt en forutsetning om 4 prosent realavkastning. Beregningen bygger på oljeprisnivået fra sensommeren i fjor.

Figur 15 Ulike baner for avkastningen av SPU.¹⁾
Prosent av BNP Fastlands-Norge



1) Det er lagt til grunn at faktisk bruk tilsvare avkastningen fra 2016 og fremover
2) Det er lagt til grunn en oljepris på 400 2015-kroner per fat ut beregningsperioden
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Blir avkastningen nærmere 3 prosent, er det begrenset rom for å øke bruken av oljepenger over statsbudsjettet. I løpet av et par tiår vil det tvert i mot være behov for å redusere bruken som andel av BNP, det vil si å stramme inn i finanspolitikken.

Skulle oljeprisen i tillegg på mer varig basis legge seg nær det nivået vi har sett hittil i år, må tilpasningen i finanspolitikken fremskyndes. Hvis bruken av oljepenger følger realavkastningen, står vi i så fall foran en periode med merkbare innstramminger i budsjettet, år for år. Samtidig vil pensjonsforpliktelsene etter hvert øke betydelig.

Oljeprisfallet har minnet oss om at utviklingen i oljeinntektene fremover er usikker. Det samme er avkastningen på fondskapitalen. De tre banene understreker usikkerheten vi står overfor, men de illustrerer også et annet viktig poeng.

Når man bruker avkastningen, vil fondet før eller siden flate ut. Deretter vil fondet avta som andel av verdiskapingen. Det har hele tiden vært klart at det vil skje. En gang i fremtiden. Det nye er at denne problemstillingen kan være aktuell her og nå. Med oljepriser på dagens nivå kan fondet ha nådd toppen. I så fall er det behov for å redusere bruken av oljepenger som andel av BNP hvis man vil unngå å bruke mer enn avkastningen.

Skulle oljepris og avkastning utvikle seg slik at fondet fortsetter å vokse en stund til, bør man likevel holde igjen på pengebruken. Ved å skjære gjennom toppen, reduseres behovet for senere innstramning.

Handlingsregelen har fungert som en langsiktig rettesnor for finanspolitikken i snart 15 år. Den har tjent hensikten. Nå er det behov for å stoppe opp. En fornuftig tilpasning til risiko er at man ikke sikter mot å øke bruken av oljeinntekter videre fra dagens nivå. Epoken med opptrapping av bruken av oljeinntekter kan ligge bak oss.

AVSLUTNING

NORGES BANK

ØKONOMISKE
PERSPEKTIVER
12. FEBRUAR 2015

Den mer enn førti år gamle stortingsmeldingen om petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn var både fremsynt og treffsikker. Omstillingene som ble beskrevet, har kommet. Velstandsøkningen som fulgte med, var det knapt mulig å forutse. Utviklingen av en avansert leverandørnæring er et industrieventyr. Vi har utvunnet store mengder olje og gass til svært gode priser. Og satt til side en betydelig del av inntektene – til glede for nye generasjoner.

Oljealderen er langt fra over. Men aktiviteten i oljenæringen er over toppen. I tillegg må vi være forberedt på at virksomheten kaster mindre av seg.

Stortingsmelding nr. 25 gir oss innblikk i en tid da troen på statlige inngrep i det økonomiske livet var langt større enn i dag. Styringsoptimismen er betydelig redusert. Tilbake står en viktig erkjennelse: Det er evnen til omstilling som er nøkkelen til økonomisk fremgang.

Vi kan ikke stole på at havet alene skal bringe oss frem. For igjen å sitere Kielland:

«Det er ikke sant at havet er troløst; for det har aldri lovet noe...».

Vi må selv ta ansvar for hvor vi havner. Alltid. Uansett.

Takk for oppmerksomheten.