

ØKONOMISKE PERSPEKTIVER

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

TORSDAG
13. FEBRUAR
2020



NORGES BANK

Økonomiske perspektiver 2020

NORGES BANK

ØKONOMISKE
PERSPEKTIVER
13. FEBRUAR 2020

FRA OLJE OG GASS TIL FINANSKAPITAL

«Vi beveger oss nå inn i slutfasen av en utvikling hvor utnyttelsen av hjemlige råstoffer og energikilder har vært et vesentlig grunnlag for den økonomiske ekspansjon. Heretter må vi i stigende grad innrette oss på at veksten må finne sted i produksjon av ferdigvarer på områder hvor vi ikke har naturgitte fordeler.»¹

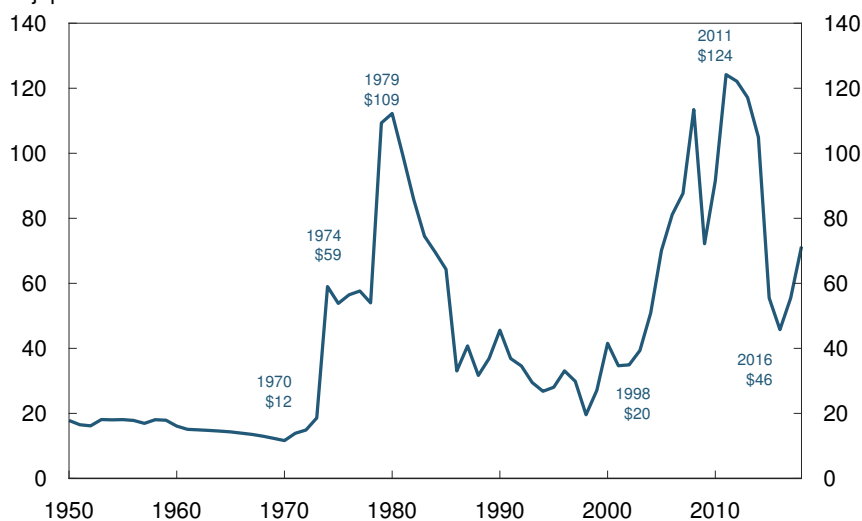
Disse ordene kunne vært brukt om de aktuelle utfordringene i norsk økonomi. Men dette er et 50 år gammelt sitat – hentet fra årstalen til sentralbanksjef Erik Brofoss 16. februar 1970.

I oktober i fjor ble 50-årsjubileet for det første oljefunnet på Ekofisk markert. Passende nok rundet Statens pensjonsfond utland, oljefondet, 10 000 milliarder kroner samme dag.

I foredraget til Brofoss om den økonomiske situasjonen, er det ikke noe spor av det som skulle bli den viktigste inntektskilden for Norge i det neste halve århundret.

I ettertid kan vi konstatere at det som ble hans siste årstale, kanskje ikke var den mest fremsynte. På den tiden var det riktignok fortsatt høyst usikkert hvor mye olje og gass som faktisk skjulte seg under havbunnen 320 kilometer sørvest for Stavanger. Dernest var verdien av denne naturgitte ressursen langt lavere enn i dag, se figur 1.

Figur 1 Oljen var billigere før OPEC.
Oljepris. 2018-USD



1 Brofoss, E. (1970), *Den økonomiske situasjon*. Foredrag på Norges Banks representantskapsmøte, 16. februar.

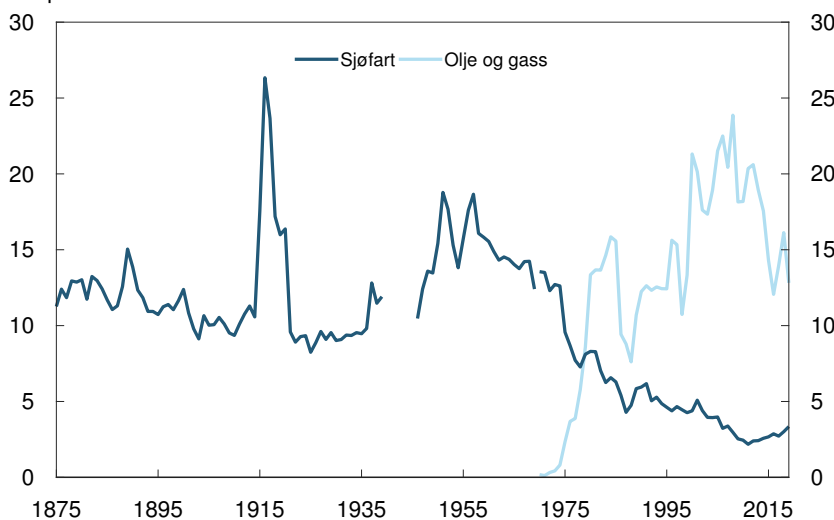
Et fat olje ble omsatt for under 2 amerikanske dollar, eller 12 dollar målt i dagens pengeverdi.

Prisen mangedoblet seg og kom opp mot dagens nivåer da oljeproduserende land gikk sammen om produksjonskutt høsten 1973. Her hjemme huskes denne perioden kanskje best for bilforbudet i helgene – og kong Olavs tur med trikken.

Men oljeprisøkningen var også nær ved å kutte livsnerven for det som i mer enn hundre år hadde vært Norges viktigste eksportnæring – sjøfarten, se figur 2. I 1975 lå mer enn en fjerdedel av den norske handelsflåten i opplag.

Figur 2 Oljen ble det nye flaggskipet.

Eksportinntekt som andel av BNP.¹⁾ Prosent



1) Brudd i tallserien for sjøfart i 1970.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Samme år kom produksjonen på Ekofisk for alvor i gang. Felt som Frigg og Statfjord fulgte, og sammen med et nytt prishopp på olje etter den iranske revolusjonen bidro dette til at det var et nytt flaggskip som førte norsk økonomi inn i 1980-årene. Oljeprisen falt en del i løpet av dette tiåret, men samtidig var det sterk vekst i produksjonen av olje og gass.

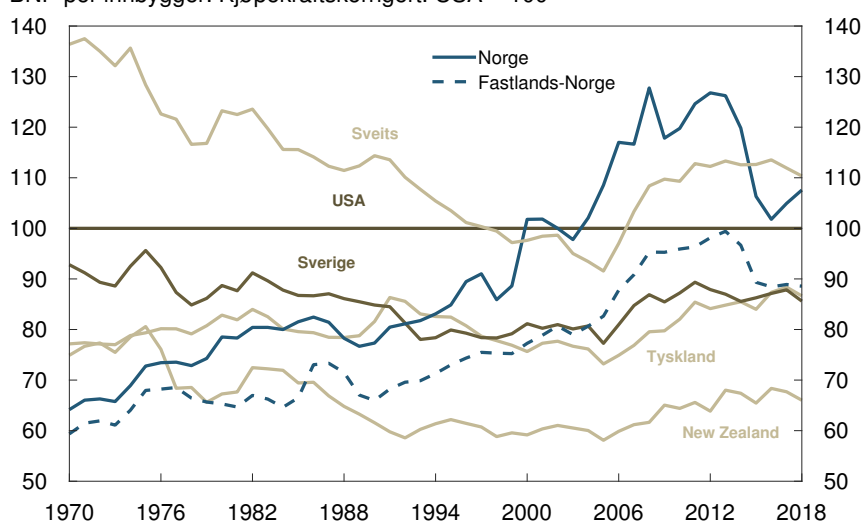
Den nye virksomheten på norsk sokkel preget også næringslivet på fastlandet. I mangel av nye skipsordre lærte mange av verftene seg å bygge oljeplattformer. Det som i begynnelsen kanskje ble sett på som en redningsbøye, ble etter hvert et springbrett ut i resten av verden.

Det internasjonale gjennombruddet for leverandørnæringen kom for alvor på 2000-tallet. Høy etterspørsel fra Kina og andre fremvoksende økonomier ga en ny opptur for oljeprisen, og oljeleting til havs økte verden rundt. Teknologien som ble utviklet under jakten etter olje og gass på norske havdyp, ble i seg selv en av våre viktigste eksportartikler.

Virksomheten på sokkelen la grunnlaget for en klassereise trolig ingen annen generasjon kommer til å oppleve, se figur 3. Ved inngangen til oljealderen var BNP per innbygger i Norge lavt sammenlignet med mange andre land. Gjennom de neste tiårene løftet økende produksjon av olje og gass det norske inntektsnivået. Da produksjonen nådde toppen tidlig på 2000-tallet, drev økende priser inntektene våre videre oppover.

Figur 3 Den store klassereisen.

BNP per innbygger. Kjøpekraftskorrigert. USA = 100



Kilder: OECD og Statistisk sentralbyrå

Selv når vi ser bort fra olje og gass, økte verdiskapingen i Norge lenge raskere enn i landene rundt oss. En viktig forklaring er fremveksten av leverandørnæringen.

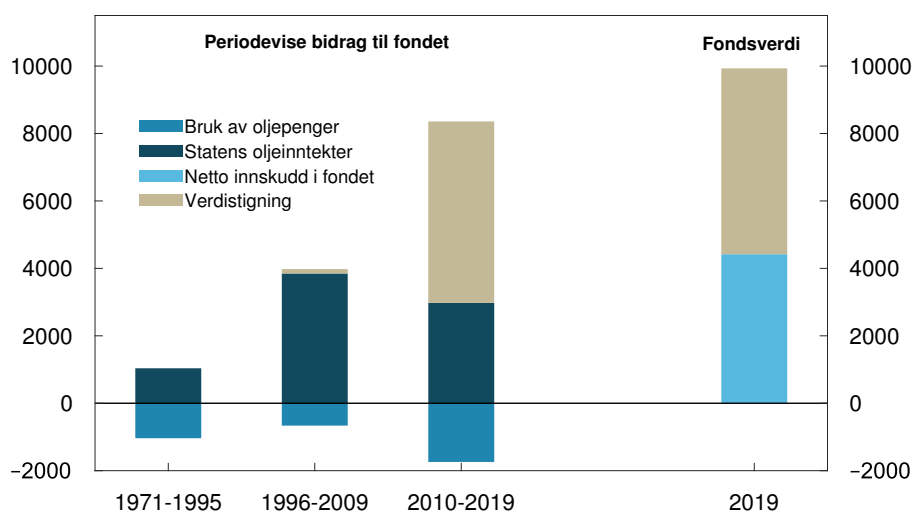
Den norske oljehistorien har mange vinnere. Norske lønnstakere har over tid opplevd en bedring i kjøpekraften som kollegaer i andre land bare har kunnet drømme om.

Den høye oljeprisen i dette århundret har imidlertid gitt størst utslag i statsfinansene. Det gjenspeiler et direkte statlig eierskap og en særskilt høy beskatning av overskuddet fra utvinningen. I gode tider har gevinstene vært store. Samtidig betyr det at staten bærer mye av risikoen knyttet til svingninger i oljeprisen.

Det tok likevel lang tid før statens oljeinntekter ga et overskudd som kunne settes til side for fremtidige generasjoner. De første innskuddene til oljefondet kom i 1996, et kvart århundre etter at staten begynte å tjene penger på oljen.

Frem til da hadde oljeinntektene blitt brukt like raskt som de kom inn – og tidvis tatt på forskudd, se figur 4.

Figur 4 Veien til 10 000 milliarder.
Milliarder 2020-kroner¹⁾



1) Statens pensjonsfond utland per 30. september 2019.
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Bildet endret seg da kontantstrømmen fra virksomheten på sokkelen nådde nye høyder ved inngangen til 2000-tallet. Det ble klart at inntektene fremover ville bli mye høyere enn tidligere regnet med.

Handlingsregelen, som ble innført i 2001, la til rette for en gradvis innfasing av oljeinntektene i økonomien. Ved å begrense statens bruk av oljepenger til realavkastningen, var grunnlaget lagt for en oppbygging av en stor statlig finansformue.

De neste årene var kontantstrømmen fra oljevirkosomheten langt større enn overføringene til statsbudsjettet. Høye oljepriser bidro til dette.

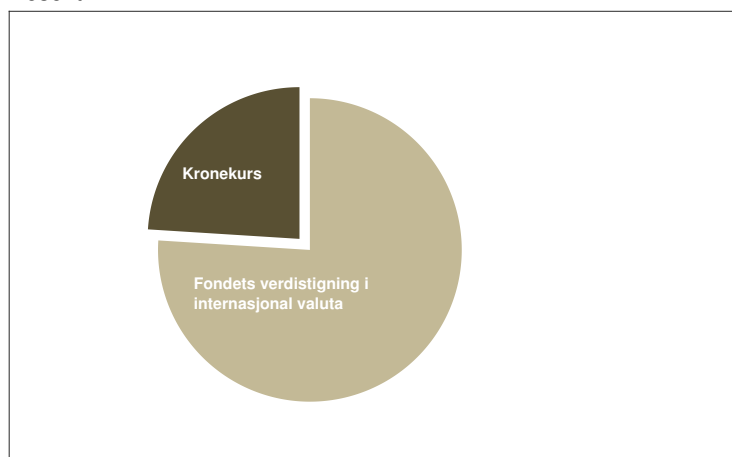
Innskuddene har vært mindre det siste tiåret. Fallet i oljeprisen har redusert inntektene. Samtidig har uttakene fra fondet blitt mye større, i takt med at fondet har vokst. Selv om den forventede realavkastningen etter hvert ble redusert til 3 prosent av fondsverdien, har vi i sum brukt like mye oljepenger de siste ti årene som vi gjorde i løpet av de foregående 40.

Likevel var fondet tre ganger større mot slutten av 2019 enn ved årsslutt i 2009.² Det skyldes høy verdistigning. Nesten all verdistigning i fondet har kommet i løpet av de siste ti årene.

Om lag en fjerdedel av dette kan tilskrives fallet i kronekursen, se figur 5. En svakere valutakurs betyr at vi må ut med flere kroner enn før når vi skal kjøpe varer og tjenester fra utlandet. Derfor korrigeres verdiutviklingen for endringer i kronekursen når vi måler fondets avkastning.

² Vi viser her til tall for Statens pensjonsfond utland per 30. september 2019.

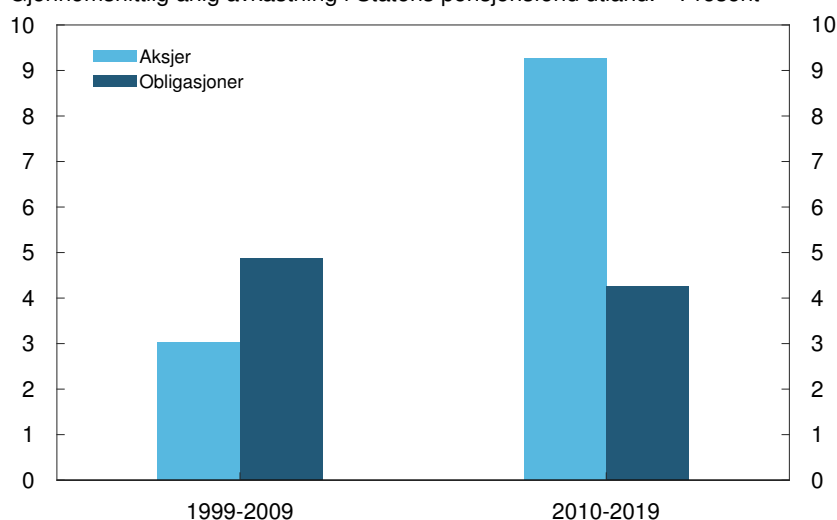
Figur 5 Kronen har trukket opp verdistigningen.

Andeler av akkumulert verdistigning i Statens pensjonsfond utland.¹⁾
Prosent

1) Per 30. september 2019.
Kilde: Norges Bank

De siste ti årene har vært gode for fondet også målt i utenlandsk valuta, se figur 6. Den gjennomsnittlige avkastningen har vært høyere enn i fondets første år. Sterk utvikling i verdens aksjemarkeder er en viktig forklaring.

Figur 6 Et godt tiår for fondet.

Gjennomsnittlig årlig avkastning i Statens pensjonsfond utland.¹⁾ Prosent

1) Per 30. september 2019.
Kilde: Norges Bank

Mye av oppgangen i aksjekursene har vært drevet av et nokså lite antall selskaper. Profittmarginen i amerikanske selskaper har økt markert. Det er særlig de store teknologiselskapene som har tjent penger. De kjennetegnes ved at de opererer i markeder der gevinsten ved å være det ledende selskapet er stor. Overskuddene har skapt økt oppmerksomhet fra konkurransemyndigheter. Internasjonalt diskuteres også muligheter for skjerpet skattlegging.

Den verdsetningen i aksjemarkedet vi nå ser, bygger på forventninger om at overskuddene skal fortsette å vokse. Det skaper en fallhøyde.

Verdiutviklingen i fondet det siste tiåret må også ses i sammenheng med nedgangen i det internasjonale rentenivået over tid.

Rentenedgangen gjenspeiler den ekspansive pengepolitikken som har vært ført siden finanskrisen. For å få fart på den økonomiske aktiviteten har styringsrentene blitt satt ned til svært lave nivåer i mange land. Flere sentralbanker har i tillegg foretatt store oppkjøp av verdipapirer og bidratt til å bringe lange renter videre ned.

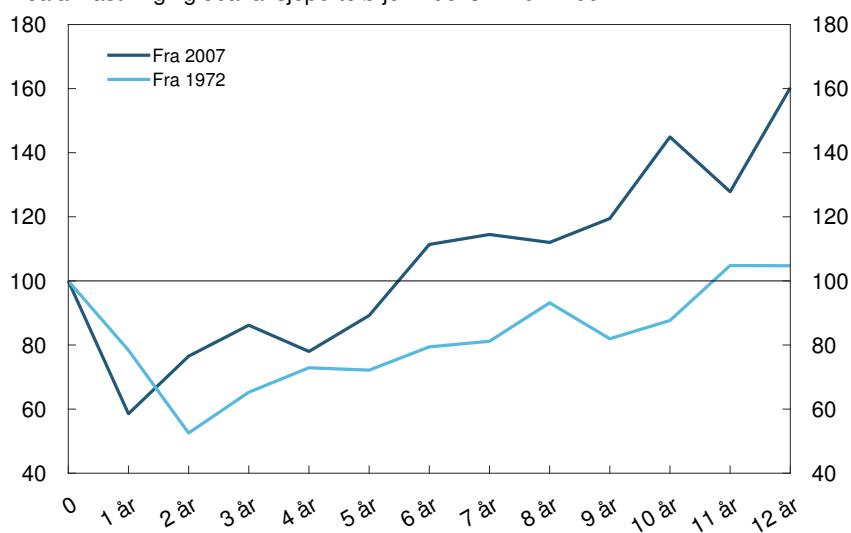
Men de lavere rentene gjenspeiler også andre drivkrefter – som aldrende befolkninger, høy sparevilje i fremvoksende økonomier, økt ulikhet og en generell nedgang i produktivitetsveksten.

Lavere renter innebærer at prisen på obligasjoner øker. Gjennom perioden med rentefall har dette bidratt til å holde avkastningen på renteporteføljen i fondet oppe. Men dette er en engangsgevinst. Med dagens rentenivå vil vi tjene langt mindre på obligasjoner fremover.

Rentenedgangen og sentralbankenes massive oppkjøp av verdipapirer har også trukket opp aksjekursene. I sin søken etter avkastning har investorer verden over etterspurt stadig mer aksjer. Samtidig har lavere renter gitt høyere verdsetting av forventede inntekter frem i tid.

Over tid får aksjeeiere godt betalt for å ta risiko. Men det kan tidvis kreve tålmodighet. En investor som gikk bredt inn i verdens aksjemarkeder i 1972 – året før OPEC rystet verdensøkonomien for første gang – måtte vente i mer enn ti år for å få igjen pengene, se figur 7. Etter finanskrisen tok det fem år før aksjemarkedet var tilbake på nivået fra 2007. Med sitt langsiktige perspektiv har oljefondet kunnet høste god avkastning i årene som har fulgt.

Figur 7 Vi bør ta høyde for nye nedturen.
Realavkastning i global aksjeportefølje. Indeks. År 0 = 100



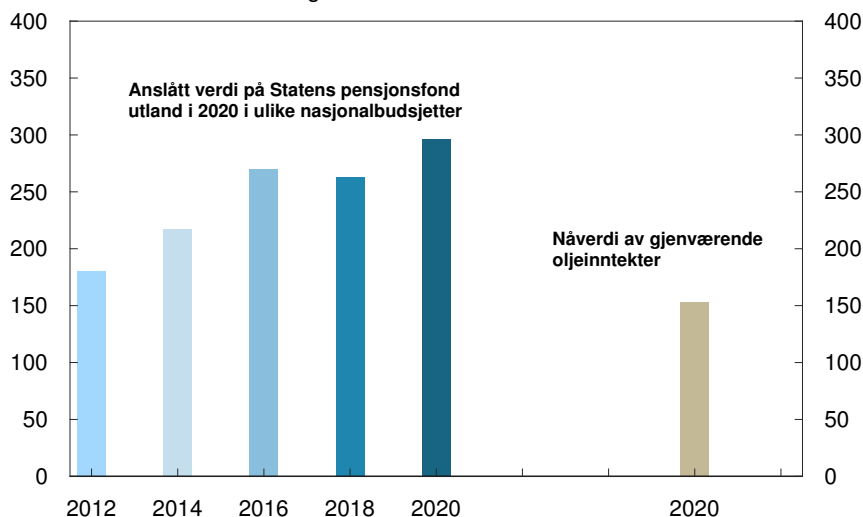
Kilder: DMS database, Dimson, Marsh and Staunton (2019), FTSE Russell, St. Louis Fed og Norges Bank

Men både nedturen i kjølvannet av finanskrisen og den høye avkastningen i det siste må være en påminnelse om at markedsverdien av fondet vil kunne variere mye fremover. Et tilsvarende fall i verdens aksjemarkeder som i 2008 ville isolert sett redusert fondet med i underkant av 3000 milliarder kroner.

De siste par tiårene har vi vekslet om store deler av oljen og gassen i bakken til en finansiell formue, se figur 8. Kursoppgangen på verdipapirer og fallet i kronkursen har bidratt til at fondet har blitt mye større enn ventet. Fondet er nå om lag dobbelt så stort som nåverdien av statens gjenværende oljeinntekter.

Figur 8 Større fond enn ventet ...

Andel av BNP Fastlands-Norge. Prosent



Kilde: Finansdepartementet

Omvekslingen har gjort statens inntekter mindre sårbare for svingninger i oljeprisen. Til gjengjeld har vi blitt mer utsatt for svingninger i verdens finansmarkeder. Fondet er bredt plassert gjennom mange enkeltinvesteringer over hele verden. Det legger til rette for at vi får ta del i oppturene, uansett hvor de kommer, og det beskytter mot negative hendelser i enkeltmarkeder. På den annen side slipper vi ikke unna de brede nedturene.

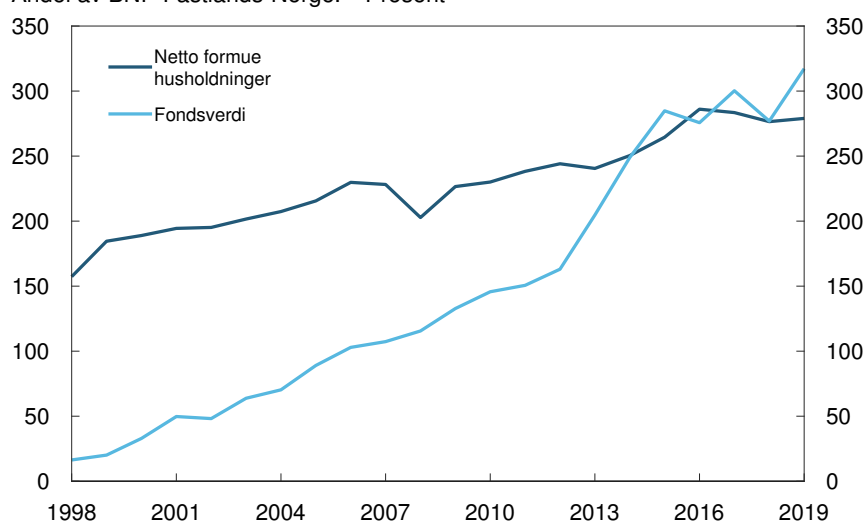
Som en liten, åpen økonomi har Norge alltid vært svært avhengig av den økonomiske utviklingen internasjonalt. Den store utenlandsformuen vi har bygd opp, knytter oss enda tettere til verdensøkonomien. Da er det uheldig at en regelbasert orden som har preget verdenshandelen siden 1945, er på vikende front. Et multilateralt samarbeid blir i økende grad erstattet med bilaterale og regionale avtaler. Det bidrar til usikkerhet om utsiktene for internasjonal økonomi.

Verdien av de naturressursene vi fant de første sporene av for 50 år siden, har i stor grad tilfalt fellesskapet. Ettersom vi var svært avhengige av utenlandsk kapital og kompetanse i de første årene med oljevirkosomhet, var det ingen selvfølge at det skulle gå slik. Men de tidlige beslutningene om et betydelig statlig eierskap, høy beskatning av overskuddet fra utvinningen og krav om kompetanseoverføring samsvarte på mange måter med norske tradisjoner.

Røttene kan spores tilbake til konsesjonspolitikken og forvaltningen av vannkraften og til etterkrigstidens fokus på fellesløsninger. Det var også bred forståelse for at en økonomisk gevinst som var basert på bruk av naturressurser, grunnrenten, skulle tilfalle fellesskapet.

Verdien av fondet utgjør nå mer enn tre ganger den årlige verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Fondet har etter hvert blitt større enn husholdningenes samlede nettoformue, inklusiv boligformuen, se figur 9. Det gir fondet et interessant fordelingsmessig perspektiv. Mens den rikeste tidelen av befolkningen kontrollerer halvparten av husholdningenes formue, nyter vi alle godt av fondet.

Figur 9 ... og større enn husholdningenes formue.

Andel av BNP Fastlands-Norge.¹⁾ Prosent

1) Per 30. september 2019. Husholdningenes netto formue er summen av den netto finansformuen fra det finansielle sektorregnskapet og en beregnet boligformue.

Kilder: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Fondets forvaltningsmodell bygger opp under at også kommende generasjoner skal nyte godt av denne formuen.

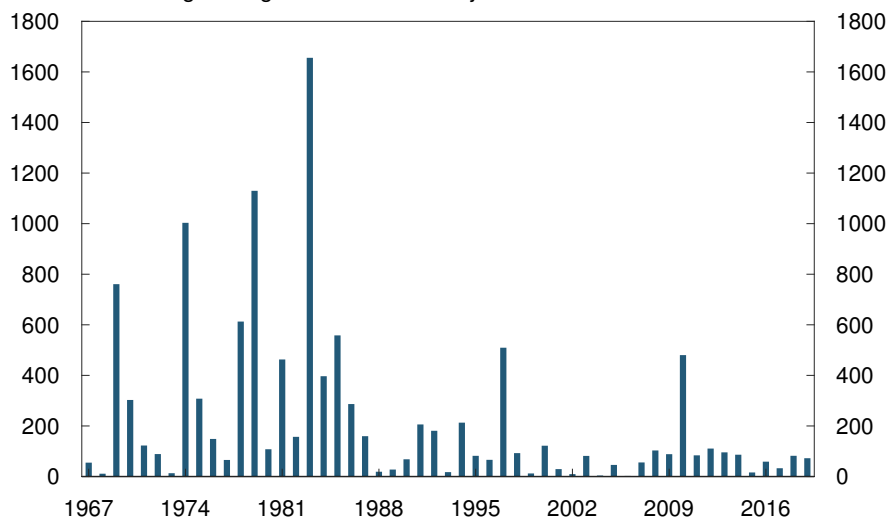
For det første har utviklingen av fondets strategi hele tiden vært basert på bred politisk støtte. De endringene som har vært gjort, har tatt utgangspunkt i grundige utredninger. Alle viktige beslutninger tas av Regjeringen og forankres i Stortinget. Norges Bank fungerer som rådgiver. Også gjennom krevende perioder har myndighetene stått fast ved veivalg som har vært gjort. Det har vi tjent på.

Et godt eksempel er beslutningen i 2007 om å øke aksjeandelen fra 40 til 60 prosent. Denne viktige endringen ble gjennomført gjennom store aksjekjøp frem til juni 2009, omtrent på det tidspunktet da markedene bunnet ut etter finanskrisen. I ettertid kan vi konstatere at fondet handlet inn aksjer på billigsalg, med store gevinster i det tiåret vi har bak oss.

For det andre er Norges Banks mandat klart definert. Kapitalen skal investeres med ett – og bare ett mål for øyet: Høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Det har vært bred politisk enighet om ikke å bruke fondet til å fremme andre formål. Et klart og entydig mål gjør det mulig for fondets eiere å evaluere den jobben Norges Bank gjør som forvalter. Med flere målsettinger ville de ulike målene måtte veies opp mot hverandre. Det ville vært en krevende oppgave for en forvalter. Politiske avveininger hører hjemme hos politiske myndigheter.

Vi har hele tiden visst at aktiviteten på norsk sokkel før eller siden vil falle. Etter et halvt århundre med oljevirkosomhet er om lag halvparten av det som antas å være totale reserver, hentet opp.³ Av det som gjenstår, er fortsatt halvparten uoppdaget. De siste årene har tilveksten av kjente ressurser vært liten, se figur 10. Det er også et spørsmål om hvor mye av gjenværende ressurser som vil være lønnsomme å utvinne.

Figur 10 Færre store funn.
Tilvekst i ressursgrunnet. Millioner Sm³ oljeekvivalenter



Kilde: Oljedirektoratet

Virksomheten på sokkelen kjennetegnes av investeringer som gir inntekter i lang tid fremover. For mange felt summerer letefasen, utviklingsfasen og produksjonsfasen seg til flere tiår. Johan Sverdrup-feltet, som nylig ble satt i produksjon, skal etter planen produsere i minst 40 år.

Anslag på fremtidige prisbaner for olje og gass har alltid ligget til grunn for beslutninger om leting og nye feltutbygginger. Usikkerhet knyttet til fremtidig lønnsomhet har hele tiden vært en sentral faktor. I dag bidrar de globale klimautfordringene til denne usikkerheten.

Alvoret ved klimaendringene synker inn hos stadig flere. Hvis verden skal nå målene i Paris-avtalen, må utslippene av karbon ned. Forbruket av fossile brensler, herunder olje og gass, må i så fall reduseres.

Men verden vil fortsatt ha behov for energi. Hvor mye, og hvor stor andel av energi-behovet som vil måtte dekkes av olje og gass, er usikkert. Det avhenger blant annet av klimapolitikken og av den teknologiske utviklingen.

På den teknologiske fronten gjenstår det mye. Det er fortsatt langt frem før karbonfangst er lønnsomt i stor stil. Utbygging av alternative energikilder går ikke raskt nok, selv om de blir stadig mer kostnadseffektive. Samtidig låser langsiktige investeringer inn fremtidige utslipp.

³ Oljedirektoratet (2019): *Sokkelåret 2019*

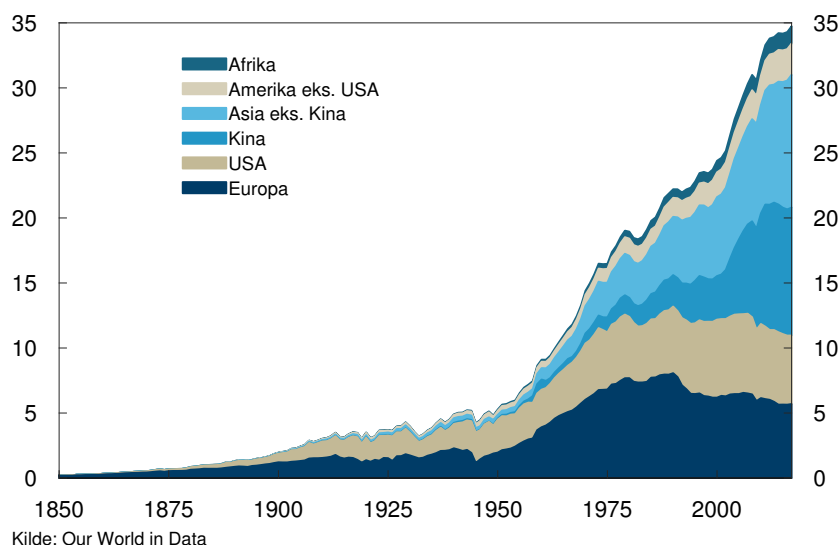
Det må på plass en strammere klimapolitikk med utvidet prising av utslipp av karbon for å gjøre det lønnsomt å ta i bruk nye løsninger. I EU ser vi tegn til en mer ambisiøs klimapolitikk. Kvotepreisen har økt, og det satses stort på investeringer i alternativ energi.

EU-kommisjonen har også nylig lansert en plan om å innføre importavgifter basert på klimaavtrykk.⁴ Tanken er å prise utslipp av karbon likt uavhengig av om varen er produsert innenfor eller utenfor EU. Selv om EU står for en stadig mindre del av de globale utslippene av CO₂, kan dette påvirke utslippene også i andre deler av verden, herunder fremvoksende økonomier.

Samtidig som klimapolitikken styrkes i flere land, er det internasjonale bildet også preget av motstand mot å ta i bruk effektive tiltak. En strammere klimapolitikk reiser også vanskelige spørsmål om byrdefordelingen – ikke minst mellom modne industri-land og fremvoksende økonomier. Det er derfor ikke overraskende at EUs planer om karbonavgift på import møtes med beskyldninger om proteksjonisme.

Så langt har det vært vanskelig å få til tilstrekkelig store kutt av klimagasser globalt. I stedet ser vi at utslippene har økt. Fortsatt er utslippene fra industrilandene store, se figur 11. Men de siste årene har så godt som all vekst kommet fra fremvoksende økonomier. Siden 1990 er utslippene tredoblet i Asia, mens de er redusert med 30 prosent i Europa.

Figur 11 Utslipp øker i fremvoksende økonomier.
CO₂-utslipp. Gigatonn



Samtidig er både energiforbruket og levestandarden lav i mange utviklingsland. Utslippene derfra er knapt synlige i figuren. Lykkes disse landene i å heve levestandarden, vil energiforbruket øke. Det er vanskelig å se for seg at det kan skje uten nye utslipp av klimagasser.

Klimaproblemet handler derfor i stor grad om hvordan fattige land kan oppnå en god økonomisk utvikling, uten at utslippene av klimagasser fortsetter å øke. Med den utslippsveksten vi har sett må verden forberede seg på og tilpasse seg til et varmere klima. Samtidig kommer alvorlige konsekvenser av klimaendringene stadig klarere til syne. Det kan gi brå skift i politikken.

4 Von der Leyen, U. (2019): *Political Guidelines for the next European Commission 2019-2024*

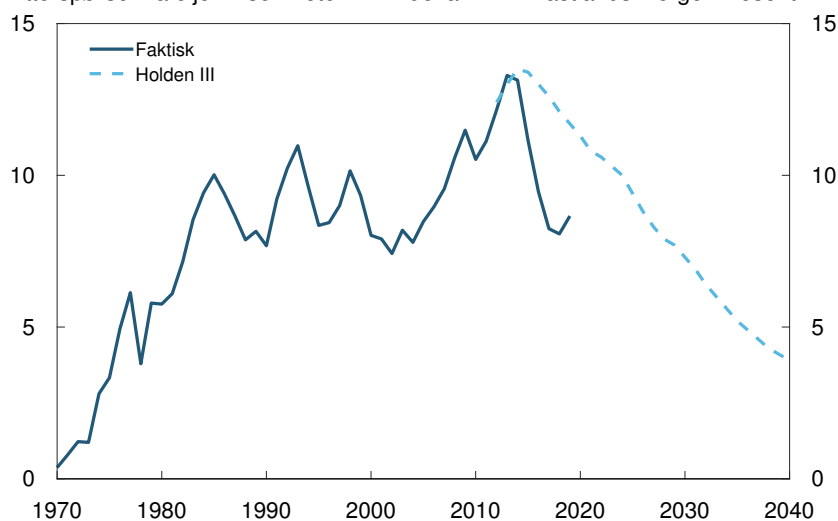
Utsiktene for fremtidig oljeetterspørsel gjenspeiler den store usikkerheten i klima- og energibildet. Det er økt oppmerksomhet rundt denne risikoen i næringsliv, banker og blant investorer. Fremtidsutsiktene for virksomheten på norsk sokkel har også blitt mer usikre.

Da oljeprisen falt i 2014, ble vi minnet om hvor viktig olje- og gassektoren er for økonomien.

Vi gikk fra særstilling til omstilling. Norsk økonomi måtte tilpasse seg en lavere etterspørsel fra oljesektoren. Når vi ser oss tilbake, kan vi slå fast at oljeprisfallet ble starten på den omstillingen vi lenge har visst ville komme. Men starten ble bråere enn tidligere lagt til grunn, blant annet av Holden III-utvalget⁵, se figur 12.

Figur 12 Næringslivet er mindre oljeavhengig.

Etterspørsel fra oljevirkomheten.¹⁾ Andel av BNP Fastlands-Norge. Prosent



1) Summen av investeringer, produktinnsats og lønnskostnader innen utvinning av råolje og naturgass.
Kilder: Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå

I løpet av få år ble oljeselskapenes etterspørsel⁶, målt som andel av BNP for Fastlands-Norge, redusert med 40 prosent. Et tilsvarende kraftig fall i den oljerelevante etterspørselen internasjonalt forsterket nedturen for mange av de norske oljeleverandørene.

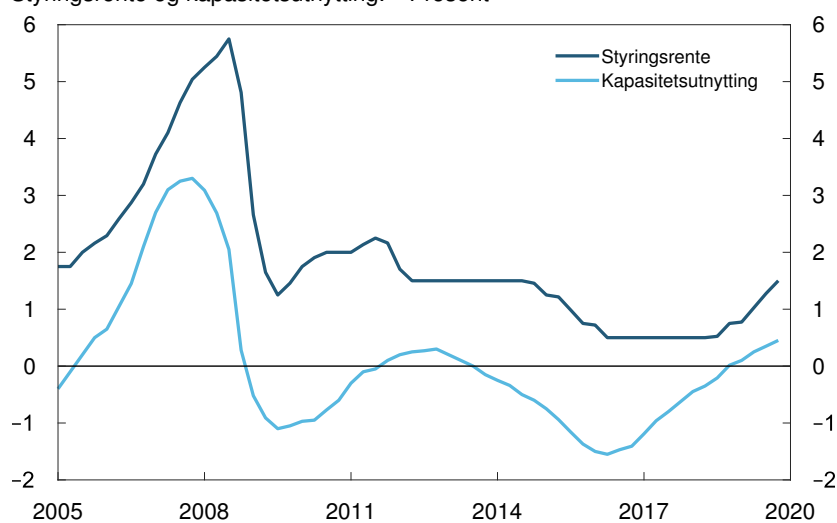
Til tross for sjokket som traff oljenæringen, ble nedgangen i økonomien ganske mild. Veksten i sysselsettingen avtok. Men i motsetning til finanskrisen og tilbakeslaget tidlig på 2000-tallet forble veksten positiv, og den registrerte arbeidsledigheten ble ikke høyere enn tre prosent.

Den moderate nedturen etter oljeprisfallet viser at norsk økonomi har effektive støtdempere. Den fleksible lønnsdannelsen, den flytende valutakursen og de solide statsfinansene bidrar til dette. Vi hadde også et handlingsrom i pengepolitikken som ble utnyttet, se figur 13.

⁵ Se blant annet NOU 2013: 13 *Lønnsdannelsen og utfordringer for norsk økonomi*

⁶ Målt som summen av investeringer, produktinnsats og lønnskostnader i utvinningen av olje og gass.

Figur 13 Pengepolitikken er førstelinjeforsvaret.
Styringsrente og kapasitetsutnyttning.¹⁾ Prosent



1) Kapasitetsutnyttning er Norges Banks anslag på produksjonsgapet i norsk økonomi.
Kilde: Norges Bank

Pengepolitikken hovedansvar er å gi økonomien et nominelt anker, tallfestet i inflasjonsmålet vi har fått. Pengepolitikken skal også bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting og til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

I normale tider er pengepolitikken førstelinjeforsvaret i konjunkturstyringen. Styringsrenten kan endres raskt når økonomien utsettes for forstyrrelser. Gitt strukturen i det norske lånemarkedet, med et stort innslag av flytende renter, er styringsrenten et effektivt verktøy.

Pengepolitikken må praktiseres fleksibelt. Vår erfaring etter snart 20 år med inflasjonsstyring tyder på at en liten åpen økonomi må påregne at inflasjonen tidvis avviker en god del fra målet. Men samtidig har inflasjonen ligget i et område hvor det er få holdpunkter for å hevde at avvik fra inflasjonsmålet har vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader. Det har gitt rom for å legge vekt på andre hensyn i rentesettingen.

Gjennom den siste nedturen falt kronekursen i takt med oljeprisen. Det ga utsikter til høyere prisvekst. Vi kunne da trekke veksler på den tilliten som er bygget opp, både til pengepolitikken og til lønnsdannelsen. Så lenge vi var trygge på at oppgangen i prisveksten var forbigående, kunne vi se gjennom dette i gjennomføringen av pengepolitikken.

Fra høsten 2014 ble styringsrenten satt ned i fire omganger med tilsammen 1 prosent-enhet. I en økonomi preget av omstillinger kunne pengepolitikken likevel ikke fullt ut motvirke utslagene i produksjon og sysselsetting.

De senere årene har den økonomiske aktiviteten her hjemme tatt seg opp igjen, og rentekuttene i etterkant av oljeprisfallet er reversert. Til sammenligning er styringsrentene hos flere av våre handelspartnere fortsatt negative, mer enn ti år etter finanskrisen. Pengepolitikken internasjonalt har blitt strukket langt.

Skulle vi havne i en situasjon med svært lav rente og utsikter til vedvarende lav ressursutnyttning, vil det hos oss være naturlig at finanspolitikken tar et større ansvar. Finanspolitikk virker direkte på samlet etterspørsel i økonomien. Den kan være særlig effektiv når økonomien har havnet i en situasjon med høy ledighet og svært lave renter alene ikke gir tilstrekkelig stimulans.

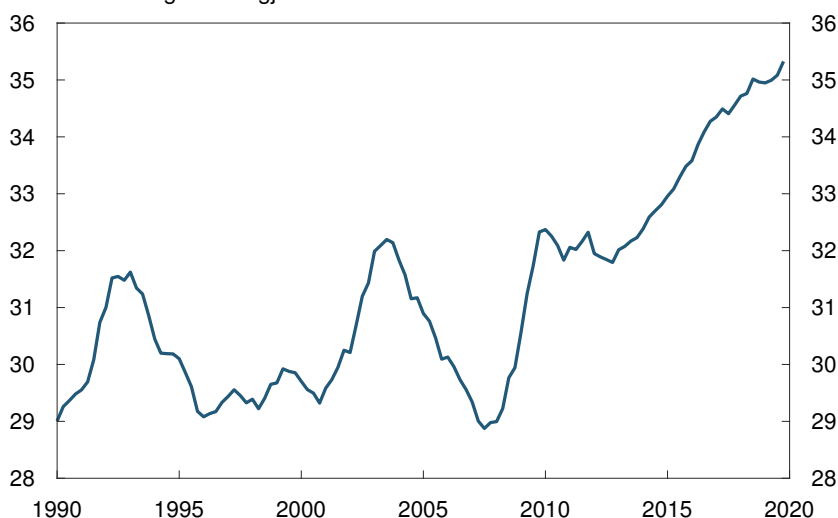
I Norge er det lang tradisjon for at finanspolitikken bidrar til å stabilisere økonomien. Oljefondet har økt handlingsrommet. I likhet med tilbakeslaget tidlig på 2000-tallet og under finanskrisen, ble bruken av oljepenger over statsbudsjettet trappet markert opp gjennom den siste, oljedrevne nedturen.

En aktiv motkonjunkturpolitikk med høy pengebruk i nedgangstider må avløses av reversering eller innstramminger når de økonomiske pilene peker oppover igjen. Fordi fondet hele tiden har økt i verdi, har Norge lenge sluppet unna krevende innstramminger. Det kan bli annerledes i årene fremover.

Bruken av oljepenger over statsbudsjettet har kommet opp på et høyt nivå. Som nevnt, må vi være forberedt på at utviklingen i internasjonale finansmarkeder kan bli svakere enn det vi har sett de siste årene. Vi må ta høyde for at aksjemarkedene kan korrigere nedover. Det vil redusere verdien av fondet. I tillegg står Norge overfor demografiske utfordringer som vil legge press på statsfinansene fremover.

Staten har også et ansvar for balansen mellom offentlig og privat sektor. Siden 2014 har offentlig konsum og investeringer vokst til en rekordhøy andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, se figur 14. Kronesvekkelsen de siste årene har bidratt til at oljefondet har vokst kraftig målt i norske kroner. Det har økt statens kjøpekraft her hjemme. Men som nasjon blir vi ikke rikere av at valutaen vår faller i verdi. I årene fremover trenger vi en større konkurranseutsatt sektor utenom oljevirkosomheten. Skal den dyrkes frem, må den få rom til å vokse. Dersom det offentlige legger beslag på en stadig større andel av de tilgjengelige produksjonsressursene i økonomien, snevres dette rommet inn. Staten bør derfor være særlig varsom med å øke offentlig pengebruk med utgangspunkt i en kronedrevet oppgang i fondsverdien.

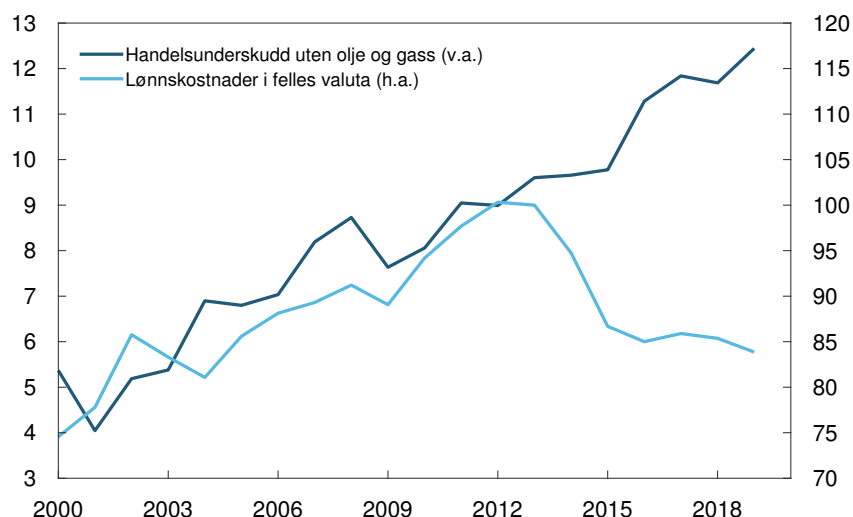
Figur 14 Sterk vekst i offentlig etterspørsel.
Offentlig konsum og investeringer. Andel av BNP Fastlands-Norge.
Fire kvartalers glidende gjennomsnitt. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Hovedansvaret for omstillinger ligger hos næringslivet. De siste årenes bedring i den kostnadmessige konkurransevnen er et godt utgangspunkt for å stimulere til at ny virksomhet skal vokse frem, se figur 15. I kombinasjon med moderate lønnsoppgjør har kronesvekkelsen gjort det billigere for utlendinger å kjøpe varer og tjenester fra Norge. Samtidig har høyere importpriser gitt innenlandske kunder grunn til å vri etterspørselen mot norske bedrifter. Med et inflasjonsmål og en flytende valutakurs har tilpasningen i kostnadsnivået kunnet skje raskere enn den ellers ville gjort.

Figur 15 Er konkurransevnen god nok?
 Lønnskostnader¹⁾. Indeks. 2013=100. Handelsunderskudd.
 Andel av BNP Fastlands-Norge. Prosent



1) Tallene for 2019 er basert på anslagene i Pengepolitisk rapport 4/19.
 Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene og Norges Bank

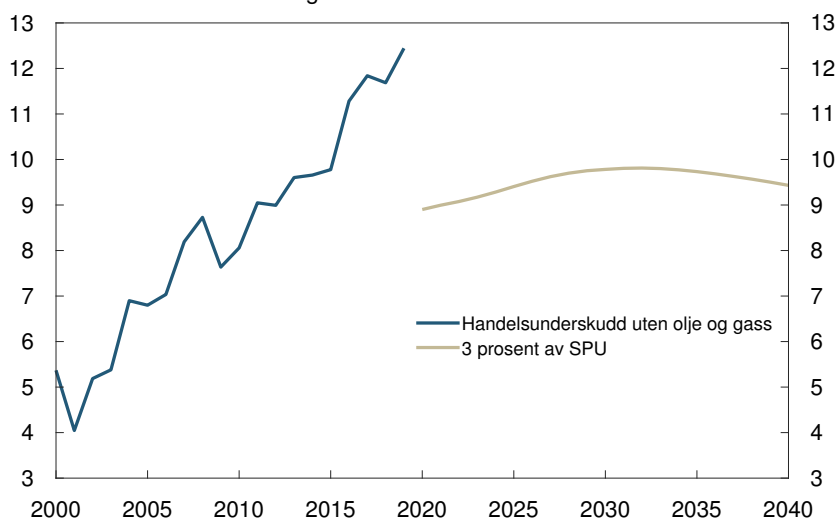
Til tross for at lønnskostnadene i felles valuta er redusert med mer enn 15 prosent siden 2014, har utviklingen i det konkurranseutsatte næringslivet i sum vært nokså svak. Dette gjenspeiles i utenrikshandelen. Handelsunderskuddet utenom olje og gass har økt videre. Utviklingen må ses i sammenheng med at eksporten fra oljeleverandørene har blitt trukket ned av det kraftige fallet i de globale oljeinvesteringene til havs.

Eksporten av sjømat har satt rekorder målt i kroner i det siste, men målt i volum har eksporten stått stille i flere år. Problemer med lakselus er en viktig forklaring.

Kapasitetsbegrensninger har også lagt en demper på eksporten av metaller og andre kapitalintensive industrivarer. Lønnsomheten har blitt klart bedre, men for å øke produksjonen vesentlig kreves det store investeringer, og det er først i de siste par årene at industriinvesteringene har tatt seg klart opp.

De store fordringene vi har bygd opp på utlandet, gjør at vi kan leve med et handelsunderskudd når inntektene fra olje og gass før eller siden avtar. Utviklingen i det siste innebærer likevel at vi har blitt mer avhengige av avkastningen på denne formuen for å finansiere morgendagens import, se figur 16.

Figur 16 Vi er mer avhengig av fondet.
Andel av BNP Fastlands-Norge. Prosent



Kilder: Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå

Målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien er handelsunderskuddet større enn forventet fondsavkastning fremover i tid. Ett forbehold bør nevnes her: En betydelig del av de varene og tjenestene vi importerer, er knyttet til aktiviteten på norsk sokkel. Denne importen vil avta etter hvert som oljevirkosomheten bygges ned. På den annen side vil en lavere oljepris eller et fall i internasjonale aksjemarkeder redusere forventet avkastning av fondet.

Det kan være et tankekors at handelsunderskuddet har økt såpass mye i en periode hvor både etterspørselen fra norsk sokkel har falt og kronekursen er svekket. Norske bedrifter har i mange år hatt råd til å betale klart høyere lønninger enn i våre naboland. Kanskje har den gode lønnsevnen vært basert på oljevirkosomheten i større grad enn tidligere regnet med.

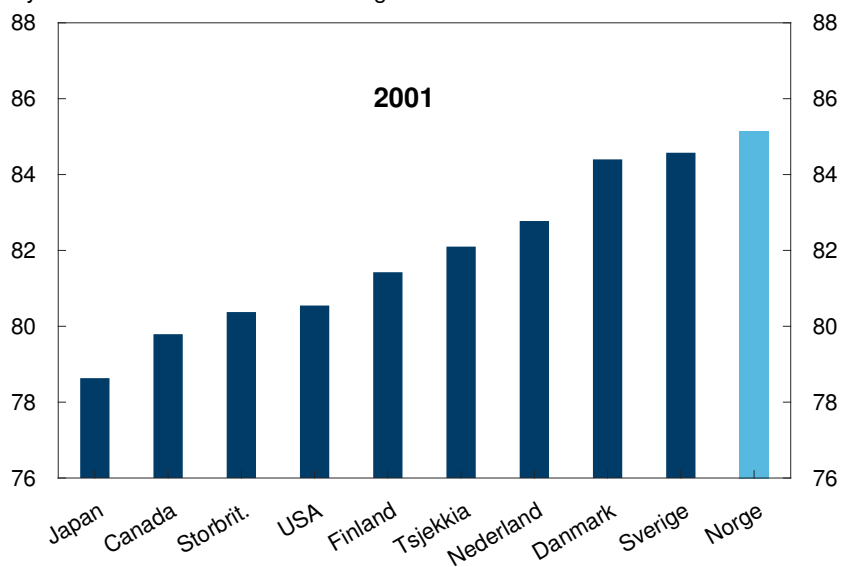
Fremover vil nøkkelen til å lykkes for Norge være den samme som for andre land: Vi må utnytte vår klart viktigste ressurs – arbeidskraften – på en best mulig måte.

Verdien av vår humankapital utgjør om lag tre ganger så mye som summen av naturressursene, produksjonskapitalen og finanskapitalen til sammen.⁷ Vårt fremtidige velferdsnivå avhenger derfor av hvor mange som er i jobb og hvor produktive vi er.

Sysselsettingen i Norge er ikke så høy som tidligere. I dag er en mindre andel av befolkningen mellom 25 og 54 år sysselsatt enn for 20 år siden, se figur 17. Vi er blitt forbigått av flere land, ikke minst fordi sysselsettingen blant kvinner har økt også ute. Samtidig har andelen voksne menn som er i arbeid her hjemme, falt.

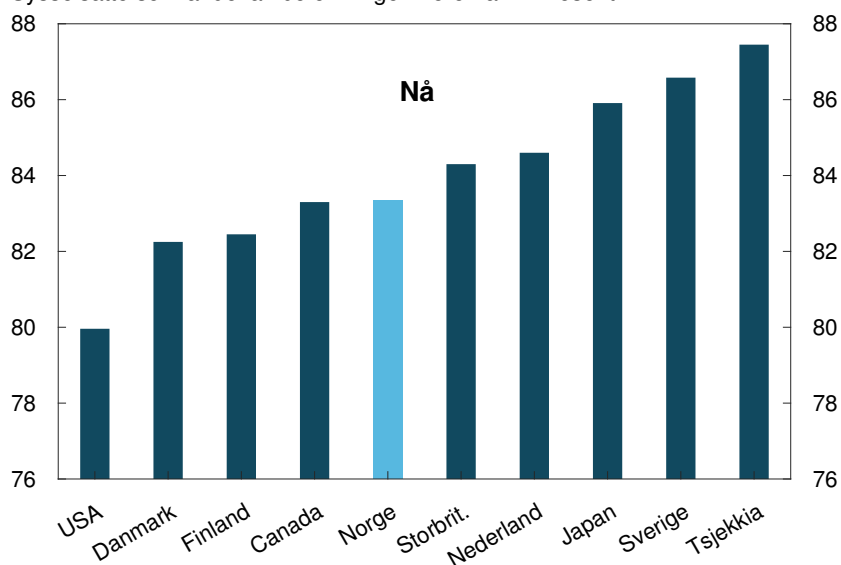
⁷ Meld. St. 29 (2016-2017) Perspektivmeldingen 2017

Figur 17a Ikke lenger best på sysselsetting.
Sysselsatte som andel av befolkningen 25-54 år. Prosent



Kilde: OECD

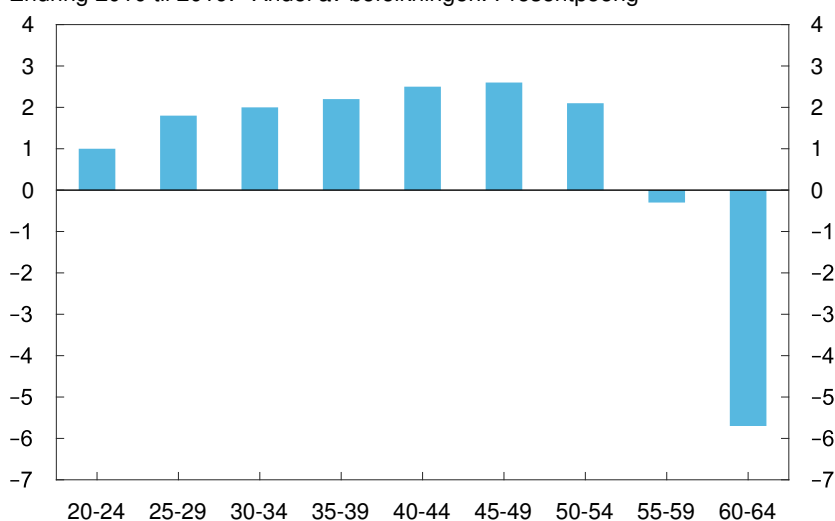
Figur 17b Ikke lenger best på sysselsetting.
Sysselsatte som andel av befolkningen 25-54 år.¹⁾ Prosent



¹⁾ Siste tilgjengelige tall.
Kilde: OECD

Blant de som blir stående utenfor arbeidslivet, er det noen fellestrekk.⁸ Ett er svak formell kompetanse. Blant disse finner vi både nylig ankomne innvandrere og unge som har falt ut av utdanningsløpet. Et annet trekk er dårlige språkkunnskaper. Det er også bekymringsfullt at andelen uføre øker, spesielt blant yngre, se figur 18.

Figur 18 Økt andel uføre.

Endring 2010 til 2019. ¹⁾Andel av befolkningen. Prosentpoeng

1) Endring fra 30.09.2010 til 30.09.2019.

Kilde: NAV

Det norske arbeidsmarkedet er preget av små lønnsforskjeller. Samlet sett er de små lønnsforskjellene en styrke for økonomien, blant annet fordi det stiller krav til kompetanse og produktivitet. På den annen side betyr det at antall jobber for ufaglærte er begrenset. Personer som stiller svakt i arbeidsmarkedet, vil dermed kunne slite med å få innpass eller med å komme tilbake etter ledighet.

Over tid er det strukturelle trekk ved økonomien og arbeidsmarkedets funksjonsmåte som bestemmer nivået på sysselsettingen. Den økonomiske politikken har en viktig rolle, spesielt gjennom utformingen av utdanningssystemet og skatte- og velferds politikken. For de som står i fare for å falle utenfor, kan det være nødvendig med målrettede tiltak.

Pengepolitikken kan være en støtdemper for sysselsettingen. I perioder hvor etterspørselen etter arbeidskraft faller, vil en mer ekspansiv pengepolitikk dempe nedgangen. Unngår vi de dypeste nedturene, kan det bidra til at færre faller ut av arbeidsstyrken.

Men pengepolitikken kan ikke ha et hovedansvar for nivået på sysselsettingen. Holder vi renten vedvarende lav med sikte på å øke aktiviteten og sysselsettingen mer varig, kan det oppstå press på priser og lønninger. Boligpriser og kreditt vil kunne skyte fart. Da kan det oppstå ubalanser som øker risikoen for tilbakeslag og tap av arbeidsplasser lenger frem i tid.

AVSLUTNING

NORGES BANK

ØKONOMISKE
PERSPEKTIVER
13. FEBRUAR 2020

I sitatet fra 1970 varslet Erik Brofoss en utvikling bort fra en råvarebasert økonomi. 50 år senere er omstillingen i gang. Brofoss så lyst på veien videre, og han var – i datidens språk – klar på hvor den viktigste kilden til fremgang ligger:

«Det er nå vi bør kunne høste fruktene av den innsats som er gjort for gjennom allmennutdannelse, opplæring og faglig kvalifisering å øke den personlige kapitalen.»

Brofoss hadde store forhåpninger til nye generasjoner av unge, velutdannede mennesker.

Brofoss sine unge arbeidstakere er i dag pensjonister, eller i ferd med å bli det. I årene som kommer vil det stå stadig færre yrkesaktive bak hver pensjonist. Vi må derfor ha som mål å komme gjennom omstillinger uten nye fall i yrkesdeltakelsen.

Selv med en aldrende befolkning har også vi grunn til å være optimister. Vi har fortsatt en svært kompetent arbeidsstokk. Vi har et rammeverk for den økonomiske politikken som har tjent oss vel i snart 20 år. Og vi har et handlingsrom som andre kan misunne oss. Sist, men ikke minst – vi har et næringsliv som tidligere har vist seg omstillingsdyktig, der vi nå også kan bygge videre på kompetansen fra oljesektoren og leverandørnæringen.

Norsk økonomi har klart seg bra gjennom første fase av omstillingen bort fra en oljedrevet økonomi. Kanskje ligger den bratteste nedturen for oljevirkosomheten bak oss. Den samlede fallhøyden er mindre enn for noen år siden, og næringslivets oljeavhengighet er redusert.

Men omstillinger tar tid. Bedrifter skal søke seg over mot nye markeder, ny virksomhet skal etableres og arbeidstakere skal over i nye jobber. Så lenge utviklingen i retning av en mindre oljeavhengig økonomi kan skje gradvis, får næringslivet muligheter til å tilpasse seg. Kommer det brå endringer i rammebetingelser eller politikk, blir utfordringene mye større.

Brofoss tok feil på ett punkt. Sluttfasen, som han forutså, var flere tiår unna. Men nå nærmer vi oss.

Sentralbanksjefer får gjerne rett, før eller siden. Alltid – uansett!