

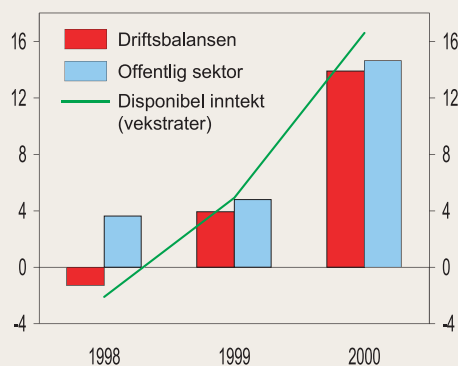
Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 15. februar 2001

Innledning

Norsk økonomi preges i dag av høye petroleumsinntekter, sterk vekst i offentlige utgifter, et stramt arbeidsmarked og høy kostnadsvekst. God oljepris og stor petroleumsproduksjon bidrar til overskudd i utenriksøkonomien og i statens finanser. Det har også gitt en sterk økning i Norges disponible inntekt. Overskuddet på driftsbalansen i fjor på om lag 14 prosent av BNP er blant de høyeste overskuddene i et OECD-land i etterkrigstiden. Også det samlede overskuddet på offentlige budsjetter har økt kraftig og nådde 14 ½ prosent av BNP.

Figur 1. Overskudd på driftsbalansen og netto finansinvesteringer i offentlig forvaltning, målt i prosent av BNP. Vekst i Norges reelle disponible inntekt. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

Med unntak av en kort vekstpase fra sommeren 1998 har norsk økonomi vært i oppgang siden 1993. Sysselsettingen har steget, og arbeidsledigheten har falt ned mot 3 prosent. Mangel på arbeidskraft i mange bransjer har ført til en særnorsk vekst i lønnskostnadene.

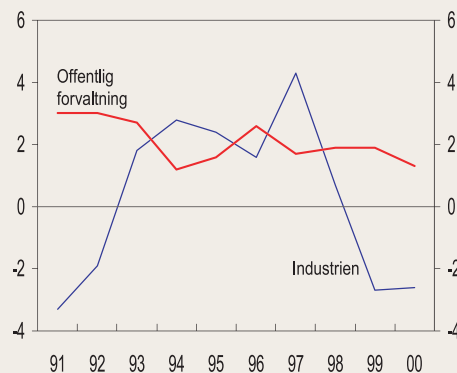
Mens oppgangen lenge var balansert, har den offentlige sektor de siste årene lagt beslag på en stor del av den økte tilgangen på arbeidskraft. Sysselsettingen i industrien har falt markert siden 1998.

Fastlandsøkonomien er i en høykonjunktur, men veksten er lav. Etter flere år med vekst i BNP for Fastlands-Norge i størrelse 3-4 prosent, øker nå aktiviteten med noe under 2 prosent i året. Økonomien stanger i et kapasitetstak.

Nye arbeidstidsreformer, økt bruk av sykelønn og uføretrygd og mindre tilgang på arbeidskraft fra andre nordiske land holder veksten nede i mange sektorer. Vi har heller ikke holdepunkter for at produktivitsveksten i Norge har tatt seg opp til nivåene i enkelte av våre naboland.

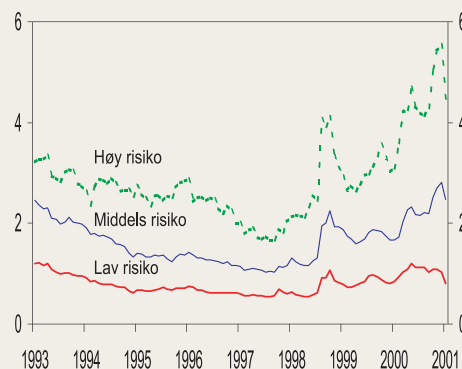
De internasjonale aksjekursene falt kraftig i høst. I USA stagnerer nå produksjonen og sysselsettingen. Som figur 3

Figur 2. Årlig vekst i sysselsettingen i industrien og offentlig forvaltning. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3. Risikopremier for private selskaper i USA. Prosentpoeng



Kilde: Salomon Smith Barney

Figuren viser renteforskjeller mellom private foretaksobligasjoner og statsobligasjoner i USA. Kurven for lav risiko viser utviklingen i bedrifter med klassifisering AA og AAA. Kurven for middels risiko viser utviklingen for bedrifter med klassifisering BBB. Kurven for høy risiko viser utviklingen for bedrifter med klassifisering BB.

viser, blir det krevd en høyere tilleggsrente – eller risikopremie – i kapitalmarkedene for å gi langsiktig kreditt til foretak. Dessuten klassifiseres mange internasjonale foretak som mindre kredittverdige enn tidligere. Også norske bedrifter merker dette når de låner, og de må ha et sterkere søkelys på betalingsevnen til bedriftene de selger til. Usikkerhet og uro kjennetegner de internasjonale finans- og kapitalmarkedene.

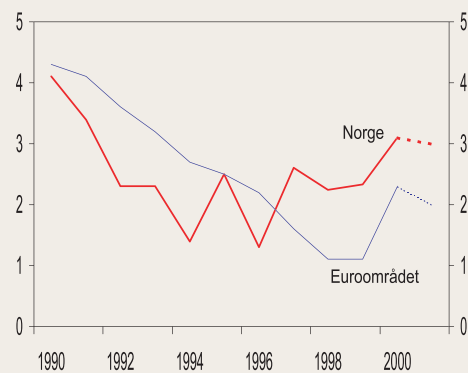
En tilsvarende uro finner vi ikke blant aktørene i det økonomiske livet i Norge. Så lenge oljeprisen er høy, er norsk økonomi mer skjermet. Sentralbankene i en rekke land setter nå ned rentene. Siden vår økonomi er mindre påvirket, kan forskjellen i kortsiktige renter mellom Norge og utlandet komme til å øke.

Pengepolitikken

Pengepolitikken langsiktige oppgave er å bidra til at økonomien har et nominelt ankerfeste – et stabilt prisnivå innenlands og dermed et grunnlag for en stabil krone. Nominell stabilitet er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til økonomisk vekst og velstand. Et nominelt ankerfeste er også en nødvendig forutsetning for stabilitet i finansmarkedene og eiendomsmarkedene. Høy inflasjon og en valutakurs som svinger mye, svekker prisenes funksjon som informasjonsbærere. Det leder til at dyrtid og nedgangstider følger hverandre og til vilkårlig omfordeling av inntekter og formuer. Inflasjon er derfor gift for økonomien.

Ved å knytte utviklingen i kronen til euro, har vi valgt å følge den standarden for den nominelle stabiliteten i økonomien som eurolandene har satt.

Figur 4. Inflasjon 1990 - 2001
Anslag for 2001. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå, Eurostat og Norges Bank

Siden 1997 har inflasjonen vært høyere i Norge enn i euroområdet. Forskjellen skyldes blant annet at Norge har vært i en høykonjunktur, mens aktiviteten i Europa har vært lav. Men den høyere inflasjonen i Norge kan ikke vare ved. Da vil grunnlaget for stabilitet i kronkursen bli undergravd. Tilliten til pengepolitikken blir svekket.

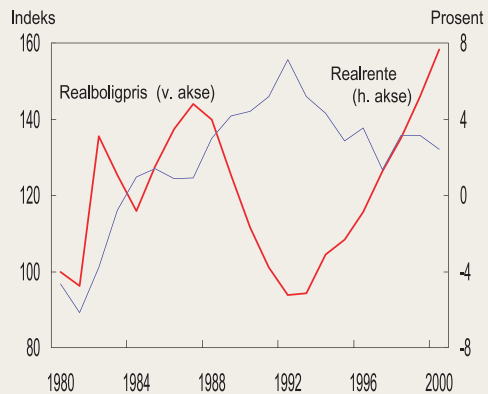
Det er særlig de kortsiktige bevegelsene av kapital inn og ut av Norge som bestemmer utviklingen i kronkursen fra dag til dag, fra uke til uke og fra kvartal til kvartal. De er styrt av forventningene om framtidig avkastning. Endringer i synet på kronens framtidige verdi kan utløse omfattende kapitalbevegelser.

Norges Bank handler normalt ikke i valutamarkedet med sikte på å påvirke kronkursen. Kronen flyter, og verdien svinger periodevis som valutakursene til andre åpne økonomier. Når kronen likevel er så stabil som den er, skyldes det i vesentlig grad at det er tillit til at inflasjonen i Norge blir holdt lav.

Vår erfaring er at endringer i det norske rentenivået har en påregnelig effekt på kronkursen bare når renteendringen samtidig bidrar til å stabilisere inflasjonen.

Men sammenhengene mellom renten og pris- og kostnadsutviklingen er usikker. Rentesettingen krever derfor at det utøves et faglig skjønn. Men grunnlaget for skjønnsutøvelsen er gjerdet inn. Skulle det oppstå tvil om renten settes med sikte på å oppnå nominell stabilitet, ville det utløse betydelige kapitalbevegelser.

Figur 5. Boligpriser og realrente etter skatt



Kilde: ECON, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser utviklingen i gjennomsnittlig boligpris for hele landet, deflatert med konsumprisindeksen. Realrente etter skatt er forretnings- og sparebankenes gjennomsnittlige utlånsrente på lån med pant i bolig, justert for konsumprisvekst og skattefradrag på gjeldsrenter.

Feil i rentesettingen kan også lett true den finansielle stabiliteten i den innenlandske økonomien. Erfaringene fra Norge og andre land viser at kreditt-, bolig-, og eiendomsmarkedene kan være svært labile. Holdes renten for lav for lenge, blir det sterk låneetterspørsel, slik vi erfarte på 1980-tallet. Da bidro økende priser på boliger og eiendommer til forventninger om ytterligere prisøkninger, som igjen førte til ny låneetterspørsel. Da boblen brast, ble det nedgangstid med fallende eiendomsverdier, gjeldskrise og økende antall konkurser. Det er viktig å være oppmerksom på at denne ustabiliteten er iboende i finans- og eiendomsmarkedene. Vi kan ikke bygge på at markedsaktørene har langt og godt minne.

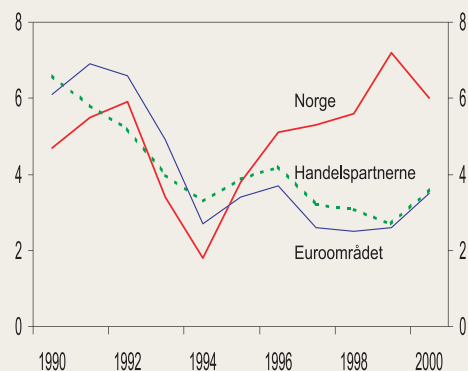
Samspillet med inntektsdannelsen

Stabilitet i kronkursen overfor europeiske valutaer krever at pris- og kostnadsveksten i Norge over tid ikke må være høyere enn det Den europeiske sentralbanken sikter mot. Den skal rette inn virkemidlene i pengepolitikken slik at prisnivået er stabilt, og har definert prisstabilitet som inflasjon under 2 prosent. Det er grunn til å regne med at prisstigningen på importerte varer fortsatt vil være relativt lav. Vi kan derfor ha noe høyere prisvekst på innenlandsk produserte varer og tjenester. Fortjenesten og marginene i bedriftene vil variere og påvirke prisstigningen fra år til år. Men utviklingen regulerer seg delvis selv. Høye marginer fører gjerne til

sterkere vekst i lønningene. Lave marginer fører til at bedriftene kontrollerer kostnadene bedre. Overskuddet vil dermed vende tilbake mot tidligere nivå. Over tid avgjør veksten i produktiviteten hvilken lønnsvekst som er forenlig med en stabil utvikling i priser og valutakurs. Med en produktivitetsvekst som gjennomsnittet på 1980- og 1990-tallet – det vil si i størrelse halvannen prosent per år – tilsier dette at den nominelle lønnsveksten bør komme ned til mellom tre og fire prosent. Det vil være grunnlag for høyere lønnsvekst dersom veksten i produktiviteten tiltar, slik det er tegn til i våre naboland Sverige og Finland.

Figur 6. Lønnskostnadsvekst

Prosent



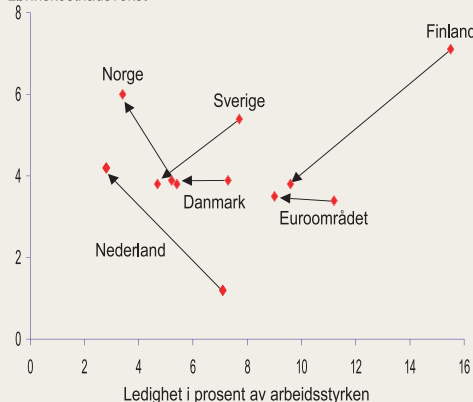
Kilde: OECD, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

For euroområdet og handelspartnerne vises timelønnsvekst i industrien. For Norge viser kurven utviklingen i timelønnskostnader for Fastlands-Norge.

De siste årene har kostnadsveksten i eurolandene og hos handelspartnerne vært relativt lav. Veksten i lønnskostnadene i Norge har vært om lag 11 prosentenheter høyere enn i euroområdet og 10 prosentenheter høyere enn hos handelspartnerne de tre siste årene.

Figur 7. Lønnskostnadsvekst og arbeidsledighet 1995 og 2000. Prosent

Lønnskostnadsvekst



Kilde: OECD

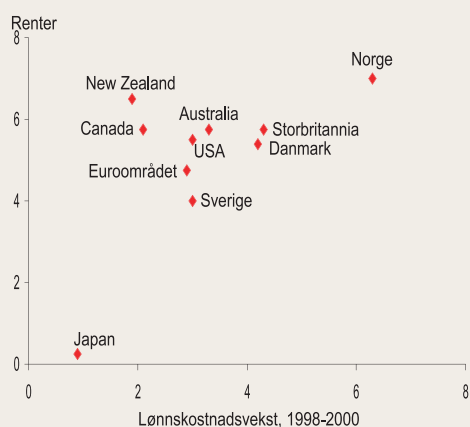
Flere andre små og åpne økonomier har nedgang i arbeidsledigheten og lavere vekst i lønnskostnadene enn Norge. I Sverige har ledigheten gått sterkt ned de siste fem årene, og lønnsveksten er under 4 prosent. Nå blir det inngått treårige lønnsavtaler som vil befeste den lave kostnadsstigningen. I Nederland er ledigheten redusert til et meget lavt nivå. Lønnsveksten har tiltatt, men den er lavere enn i Norge. I Danmark har arbeidsledigheten gått ned uten at lønnsveksten har tiltatt. I Finland er ledigheten redusert fra det høye nivået som festnet seg først på 1990-tallet, og lønnsveksten har falt. I euroområdet samlet har ledigheten falt uten at lønnsveksten har økt. I Norge kan veksten i lønnskostnadene være en kime til at arbeidsledigheten igjen kan øke.

Samtidig med og i etterkant av lønnsoppjøret i fjor steg det kortsiktige rentenivået med halvannen prosent-enhet. Den høye kostnadsstigningen i Norge, som kom til uttrykk i sterk lønnsvekst for funksjonærer og i det sentrale inntektsoppjøret, bidro til løftet i renten. Også tidligere har det vært et sammenfall mellom høyere lønnsvekst og økt rente. I 1998 førte de avtalte lønns-tilleggene, sammen med fallet i kronkursen, til at renten steg med 4½ prosentenheter i løpet av vår- og sommermånedene. Inntektsoppjøret i 1986, som fant sted under den sterkeste høykonjunkturen i etterkrigstiden, ga norske bedrifter et kraftig kostnadssjokk, og bidro sammen med fallet i oljeprisen til å presse fram en devaluering av den norske kronen. Det ble fulgt av høye renter i flere år. Fallet i lønns- og kostnadsstigningen fra 1989 og utover la derimot grunnlag for nedgangen i rentene fra 1992. De sentrale inntektsoppjørene er viktige for lønnsutviklingen og renten, men de finner ikke sted i et tomrom. Utfallene blir påvirket av hvor stramt arbeidsmarkedet er, og av inntektsutviklingen for andre grupper enn de som blir omfattet av oppgjørene.

Norske styringsrenter er i dag halvannet prosentpoeng høyere enn i USA, 2½ prosentpoeng høyere enn i euroområdet og tre prosentpoeng høyere enn i Sverige. I flere land går nå det kortsiktige rentenivået ned, og i andre land er forventninger om renteøkninger dempet. I Norges Bank har vi et nøytralt syn på renteutviklingen. Det har blant annet sammenheng med pris- og kostnadsutviklingen i Norge, slik det er illustrert i figur 8.

Generelt kan vi legge til grunn at når det er utsikter til at lønns- og kostnadsveksten vil stige og komme i utakt med eurolandene, eller når det skjer uventede skift oppover i lønnskostnadene, må renten settes opp for å unngå inflasjon og svekket krone. Det er grunn til å anta at i vår åpne økonomi, med flytende valutakurs, vil en økning i lønnsveksten på ett prosentpoeng etter hvert slå ut i en tilsvarende økt prisvekst med mindre tillegget er forankret i økt produktivitet. Størrelsen på renteøkningen må tilpasses dette. For det første må den nominelle renten økes slik at realrenten opprettholdes. For det andre må også realrenten økes, slik at årsakene til at vi er i utakt, blir tatt bort.

Figur 8. Styringsrenter og lønnskostnadsvekst
Prosent



Kilde: Reuters, Bloomberg, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

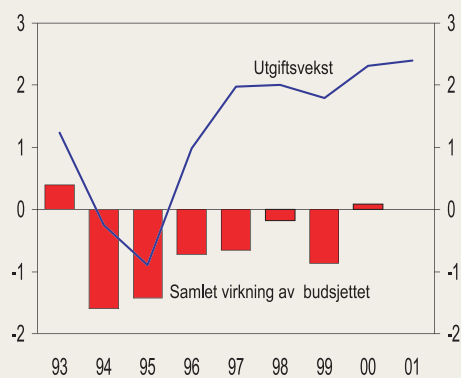
Figuren viser sentralbankers sentrale styringsrenter per 12. februar 2001 i ulike land sammen med gjennomsnittlig årlig timelønnsvekst i industrien i årene 1998-2000. For Norge inngår vekst i timelønnskostnader i Fastlands-Norge.

Samspillet med finanspolitikken

Det er viktig at de årlige budsjettene er forankret i en langsiktig strategi som tar høyde for at oljeinntektene kan svinge fra et år til et annet. Med store og til dels varierende inntekter på budsjettet kan en lett miste holdpunkter for å fastsette statens utgifter og skatter og avgifter fra år til år. Dersom budsjettets utgifter tillates å svinge i takt med oljeprisen, vil det kunne lede til brå skift og ustabilitet i norsk økonomi. Endringer i oljeprisen vil da raskt kunne påvirke lønns- og prisforventningene, valutakurs og langsiktige renter. De kortsiktige rentene vil også måtte endres hyppig og kraftig.

De siste årene har det vært en viss tiltakende vekst i statsbudsjettets reelle underliggende utgifter. Både i fjor

Figur 9. Statsbudsjettets reelle, underliggende utgiftsvekst. Prosent. Innstrammning målt ved den olje-, rente-, og aktivitetskorrigerede budsjettindikatoren. Prosent av BNP for Fastlands-Norge.



Kilde: Finansdepartementet

og i år har utgiftsveksten vært høyere enn to prosent. Det er sterkere enn normal vekst i fastlandsøkonomien. Samtidig er skatter og avgifter økt. Finanspolitikken har dermed virket om lag nøytralt på den innenlandske etterspørselen i to år hvor lønnsveksten har vært vesentlig høyere enn i andre land.

En mulig tolkning av utviklingen er at det er mer krevende å bruke statsbudsjettet til å dempe konjunktursvingninger i en oppgang enn i en nedgang. Viljen og evnen til å føre motkonjunkturpolitikk kan selv være syklisk. En annen tolkning er at en nøytral finanspolitikk i et år med sterk økning i statens finansformue er en avveining mellom det å anvende statsbudsjettet til å stabilisere økonomien og det å fase inn en økt finansinntekt i økonomien.

Uansett skjer det en viss forskyvning i den økonomiske politikken. Mens finanspolitikken har en nøytral virkning på innenlandsk etterspørsel, virker pengepolitikken til å stramme inn. Det kommer blant annet til uttrykk i at kortsiktige renter er høyere enn langsiktige. Oppmerksomheten i inntektsoppgjørene har vel også forskjøvet seg noe siden midten av 1990-tallet, med mindre vekt på hensynet til en balansert utvikling i arbeidsmarkedet.

Naturressurser og vekstevne

Petroleumsinntektene svinger sterkt. Det er stor usikkerhet om utviklingen framover. Dette reiser spørsmålet om hvor raskt petroleumsinntektene skal bli disponert. Uttrykket «hollandsk syke» stammer fra den særskilte utviklingen i nederlandsk økonomi på 1970- og 80-tallet etter at inntektene fra de store gassforekomstene i Groningen-feltet ble tatt i bruk. De finansierte en sterk vekst i offentlige utgifter. Da inntektene fra gassen avtok, og veksten i økonomien stoppet opp, ble det nødvendig å stramme inn. Arbeidsledigheten steg.

Norsk økonomi ble rammet av hollandsk syke på 1980-tallet. Bakgrunnen var at staten i tiåret før hadde forskuttert en sterk vekst i petroleumsinntektene. Velferdsordningene ble bygget ut. Som i Nederland bygget vi ned industrien. Tilbakeslaget etter at boblen i kredittmarkedet sprakk og etter oljeprisfallet i 1986, ble vesentlig sterkere enn om vi hadde opprettholdt en større og konkurransedyktig industri. Norsk næringsliv tapte terreng i eksportmarkedene på slutten av 1980-tallet selv om det var høykonjunktur ute og mye ledige ressurser hjemme. Hollandsk syke – både den nederlandske og vår – førte til høyere arbeidsledighet og ga store samfunnsøkonomiske tap. Men i begge landene kom utviklingen på rett spor på 1990-tallet.

Samtidig tyder erfaringer fra andre land på at tilgang til naturressurser i det lange løp like gjerne kan bli en ulempe som en fordel for en nasjons økonomiske utvikling. Mange land med stor rikdom på naturressurser er i dag fattige. De har ikke utnyttet ressursene til å skape varig høyere inntekt. Siden 1950 har utviklingen i mange av de oljeproduiserende landene vært svært ustabil.

Asiatiske og europeiske land uten stor tilgang på naturressurser er blant verdens rikeste. Det kan se ut som om lettjente penger kan svekke vekstevnen i en økonomi. En sammenligning av den økonomiske utviklingen de seneste årene mellom Norge og våre nordiske naboland kan også gi grunnlag for uro. Deres næringsliv ser nå ut til å ha sterkere vekstkraft enn vårt.

Det er tre fallgruver vi må unngå:

For det første: I land med store inntekter fra naturressurser kan den konkurranseutsatte sektoren få dårlige vekstvilkår. Når en stor del av økonomien er utsatt for intens konkurranse fra utlandet, blir det grobunn for læring, innovasjon og utvikling. Konkurransetrykket i skjermede sektorer, som handel og virksomheter i offentlig regi, er nok ofte mer begrenset. Det er etter mitt skjønn vesentlig å opprettholde en bred konkurranseutsatt sektor i fastlandsøkonomien, først og fremst av hensyn til vekstevnen i økonomien.

For det andre: En stor oljeformue kan svekke den økonomiske disiplinen i virksomheter som blir finansiert eller antar at de kan bli finansiert av det offentlige. Dersom virksomhetene tror staten vil tre støttende til, kan det bli sløst med midler, og risiko for tap kan bli tillagt liten vekt. Organiseringen av offentlige virksomheter er derfor viktig. Statens økonomiske ansvar for enkeltvirksomheter og for de øvrige nivåene i forvaltningen bør avgrenses på en troverdig måte.

For det tredje: Utvinningen av petroleum gir en profitt som overstiger normal avkastning, en grunnrente. Siden grunnrenten tilhører staten, samles det opp betydelig kapital på statens hånd i den perioden vi nå er inne i. Det oppstår lett en sterk interesse for å få tilgang til denne kapitalen. Det er en risiko for at entreprenørskap, talent og energi i næringslivet og det politiske livet brukes for å karre til seg grunnrente – å danse rundt gullkalven – i stedet for til innovasjon, omstillinger og vekst. Beslutningsformene i det økonomiske og politiske livet må gi et effektivt vern mot at særinteresser får en uforholdsmessig sterk innflytelse og kontroll over petroleumsformuen. Risikoen er spesielt stor i de tilfellene hvor det ikke er gode markeder, og hvor godtgjørelse for oppdrag eller prisen på ressursen som overføres fra staten, blir avtalt gjennom forhandlinger. EØS-avtalen begrenser mulighetene til å favorisere enkeltforetak og grupper av foretak. Den ivrige kontrollen overvåkingsorganet ESA utøver, reduserer pressgruppene muligheter til å nå fram. Det er viktig for vekstevnen at både nasjonale og internasjonale konkurransemyndigheter fører effektivt tilsyn slik at vi unngår å utvikle et næringsliv som er avhengig av å være beskyttet.

La meg med dette som bakgrunn gjøre nærmere rede for statens formuesstilling og drøfte forvaltningen av formuen.

Statens formue og forvaltningen av den

Tabellen under viser i forenklet form statens finansielle eiendeler og gjeld med anslag for stillingen ved utgangen av år 2000. Statens viktigste eiendeler er Statens petroleumsfond, aktiva i Folketrygdfondet og statens direkte eierskap i bedrifter. Anslaget på statens direkte eierskap i tabellen omfatter de fem store bedriftene Statoil, Norsk Hydro, Telenor, Statkraft og DnB. I tillegg har staten mange mindre eierposter og direkte utlån gjennom statsbankene. Staten har lånegjeld. I tabellen er tallene for Folketrygdfondet konsolidert ved at fondets fordringer på staten og statens gjeld til fondet er lignet ut. Det framgår av tabellen at statens utlån gjennom statsbankene er om lag like store som statens lånegjeld. Staten låner inn i obligasjonsmarkedet og låner ut gjennom statsbankene. Rentene på utlånene og prisingen av risiko er markedsrelatert. Ser en bort fra denne kredittformidlingen, er forvaltningen av statens formue i hovedsak knyttet til statens eierskap i norsk næringsliv, Folketrygdfondet og Petroleumsfondet.

Statlige aktiva og passiva.	
Anslag. Milliarder kroner	
Aktiva	Passiva
Petroleumsfondet 390	Obligasjoner og sertifikater 170
Folketrygdfondet 50	
Direkte eierskap 300	
Mindre eierposter 100	
Statsbankene 165	
Rett til å beskatte	Velferdsstatens forpliktelser

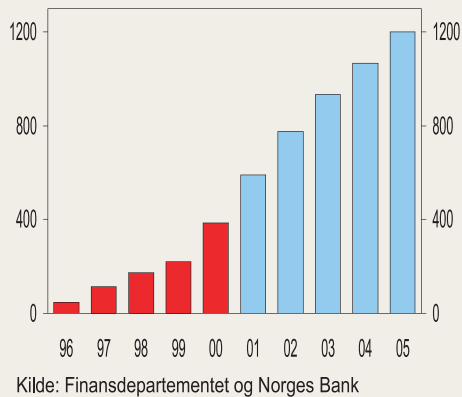
Kilde: ECON, Lånekassen, Husbanken, SND, Folketrygdfondet og Norges Bank

Tabellen viser en grov oppstilling av statlige aktiva og passiva. Folketrygdfondets eiendeler er verdien av fondets eiendeler ved utgangen av 1999, fratrukket fondets fordringer på staten. Direkte eierskap er anslått verdi på statens fem største direkte eide selskaper. Disse selskapene er Statoil, Norsk Hydro, Telenor, Statkraft og Den norske Bank. Øvrig eierskap er et anslag på verdien av statlig eie i andre virksomheter. Anslagene er basert på informasjon fra ulike kilder. På gjeldssiden inngår statens innenlandske obligasjons- og sertifikatgjeld minus Folketrygdfondets beholdning av statsobligasjoner og statssertifikater.

I årene framover vil formuen i Petroleumsfondet øke fordi statens overskudd blir plassert der. Figur 10 viser anslag for veksten i Petroleumsfondet. Prognosene bygger som seg bør, på nøkterne forutsetninger om olje- og gassprisene, avkastningen på fondet og bruken av oljepenger innenlands.

Statens direkte økonomiske engasjement i oljevirk-somheten, SDØE, kan trolig best ses som en del av skatte-systemet. Staten ville hatt liten mulighet til å sikre at en vesentlig del av grunnrenten tilfaller samfunnet uten å

Figur 10. Petroleumsfondet
1996-2000, anslag 2001-2005. Milliarder kroner



ha et slikt feltspesifikt instrument. Det er samtidig tvilsomt om staten kan realisere verdiene av SDØE fullt ut ved salg. Kjøpere kan ha bedre kunnskap om andelene enn selger. Selskapene som kjøper SDØE-andeler, vil også stå overfor en usikkerhet om det framtidige skattesystemet som vil virke negativt på deres betalingsvilje. Det er derfor lett å forstå at bare en mindre del av SDØE legges ut for salg. Samtidig øker salget av SDØE behovet for å rette opp de store lekkasjene som er påvist i petroleumsskattesystemet.

Tabellen vår over statens formue og gjeld gir et lite dekkende bilde av statens finansielle stilling. Retten til å beskatte inntekter og formue til personer og bedrifter og til å ilegge avgift er statens klart viktigste aktivum. Det offentlige samlede skatte- og avgiftsinntekter blir i år nærmere 630 milliarder kroner. Forventet reell avkastning av statens netto finansformue er om lag en sekstendel av dette. I år 2005, når verdien av Petroleumsfondet kan være kommet opp i 1200 milliarder kroner, vil den samlede avkastningen av statens finansformue nærme seg en tittel av inntektene til det offentlige med dagens skatte- og avgiftsnivå.

Framtidige utgifter til pensjoner, helse og omsorg, skole og utdanning, infrastruktur og rettsvesen er samtidig statens store forpliktelser. Statens utgifter til å opprettholde og utvikle velferdsstaten vil øke vesentlig i årene framover. Den demografiske utviklingen er en viktig drivkraft. Beregninger viser at statens utgifter til alderspensjon og uføretrygd vil dobles fra 7½ prosent av BNP i år til 15 prosent av BNP om 30 år. Samtidig er det rimelig å anta at også utgiftene til andre formål som blir finansiert over offentlige budsjetter, vil øke som andel av den samlede verdiskapingen.

Med det skattenivået som vi allerede har, og med de utfordringene som økt handel og globalisering stiller skattesystemet overfor, er det neppe forsvarlig å legge til grunn at vi skal øke skattenivået. Det er derfor rimelig å ta utgangspunkt i at verdien av beskatningsretten er lavere enn verdien av de forpliktelser staten påtar seg når den stiller i utsikt å utvikle velferdsstaten. Uten en

vesentlig sparing på statens hånd i årene framover vil løfter om å bevare velferdsstaten ikke framstå som troverdige. Staten har derfor et klart motiv for å spare. Samtidig gir de store oljeinntektene, som nevnt, muligheter til å bygge opp en betydelig finansformue på statens hånd.

I forvaltningen av statens formue er tre forhold etter mitt skjønn viktige.

For det første: Investeringene må ta utgangspunkt i motivet for den statlige sparingen som, slik jeg forstår det, er å fordele petroleumsformuen mellom generasjoner og legge et grunnlag for å opprettholde viktige deler av velferdsstaten.

For det andre: Forvalteren må søke maksimal avkastning innen en veloverveid ramme for risiko. Avkastning og risiko må følges opp løpende. Kravene til avkastning og grensen for å ta risiko må gjenspeile statens sparemotiv.

For det tredje: Forvaltningen må organiseres slik at forvalteren forfølger de målene som eieren har og ikke utvikler egne mål.

Statens sparemotiv har fellestrekk med det som driver sparingen i pensjonskasser og livsforsikringsselskaper. Blant statens spareformer er investeringene i Folkestrygdfondet og Statens petroleumsfond best tilpasset dette sparemotivet.

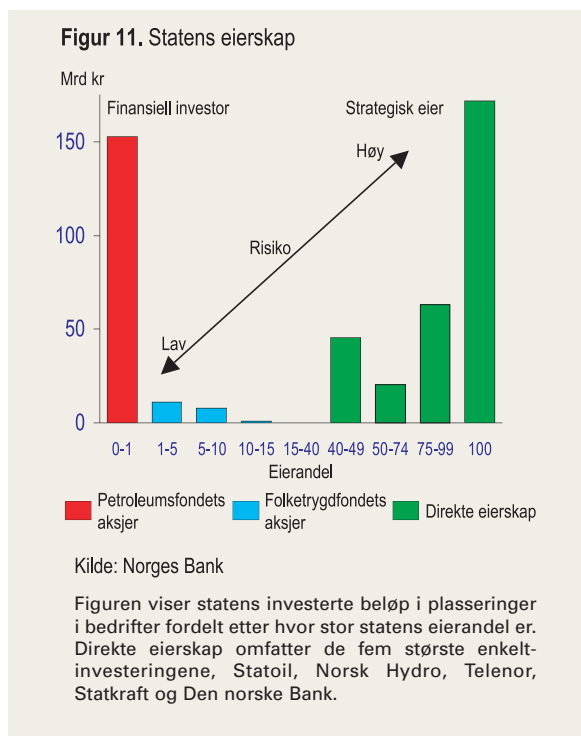
For begge fondene er det en klar ansvarsdeling mellom forvalter og staten ved Finansdepartementet som eier. For Petroleumsfondet er Norges Banks oppdrag å oppnå høyest mulig finansiell avkastning innenfor den strategi og grense for risiko staten har satt.

Fondets investeringer er fordelt på mange land og spredt på et stort antall aksjer og obligasjoner. Fondet hadde ved årsskiftet investert 153 milliarder kroner i rundt 1800 bedrifter i 21 land, og det var investert for 234 milliarder kroner i obligasjoner i 18 land. Alle aksjepostene er nå mindre enn en prosent av selskapenes totale verdi. Omslag i ett land eller en region, som isolert sett kan være betydelige, vil ikke få store følger for den samlede verdien av fondet. Verdien av fondets aksjeportefølje vil derfor følge utviklingen i verdiene på de internasjonale børsene. Det skjer altså en utstrakt risiko-utjevning, men den risikoen som er knyttet til utviklingen i internasjonal økonomi, kan vi ikke gardere oss mot. Tilsvarende vil avkastningen på investeringer i obligasjoner reflektere renteutviklingen på verdensmarkedet.

Statens petroleumsfond bygges opp av de inntektene fra petroleumsvirksomheten som ikke løpende tas inn i norsk økonomi. Det vil si at verdien i en naturressurs omplasseres til en finansiell fordring. Navnet på fondet er valgt ut fra dette. Det kan likevel se ut til å være en svakhet med Petroleumsfondet at formålet med sparingen ikke kommer klarere fram. Den framtidige bruken av inntektene kunne vært gjort mer tydelig ved valg av navn. Et annet alternativ er å øremerke midlene til særskilte formål i framtiden, selv om det ville binde opp statens handlefrihet. Den utredningen som er varslet, vil kunne analysere prinsipielle og praktiske sider ved å etablere en sammenheng mellom pensjonsystemet i Norge og formuen i Petroleumsfondet.

Folketrygdfondet investerer i det vesentlige i Norge. Utviklingen i fondets aksjeportefølje vil derfor i hovedsak gjenspeile utviklingen i norsk næringsliv. Fondet har større eierandeler i enkeltbedrifter enn Petroleumsfondet, og større verdisvingninger.

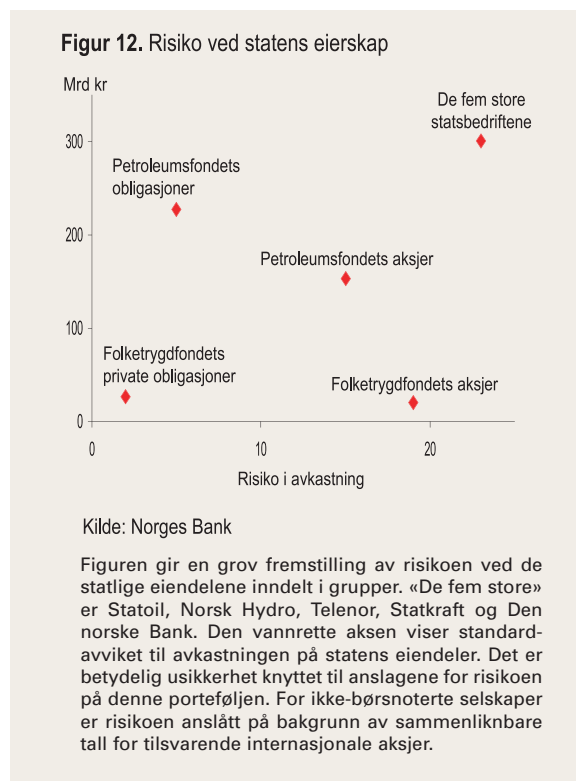
Som det framgår av figur 11, har staten betydelige eierposisjoner i enkeltforetak. Verdien av statens fem største eierposter i norske bedrifter kan grovt anslås til 300 milliarder kroner. Generelt vil konsentrert eierskap kreve en mer strategisk eierstyring og gi høyere risiko enn et spredt eierskap.



Dette er illustrert nærmere i figur 12. Sammensetningen av statens formue er fordelt mellom aksjer og obligasjoner i Petroleumsfondet og i Folketrygdfondet og statens eierinteresser i de fem store selskapene. Den vannrette aksen uttrykker et vanlig mål på risiko, det såkalte standardavviket til avkastningen. Risikoen er anslått med bakgrunn i den historiske utviklingen i bedriftenes aksjekurser. For bedriftene som ikke er børsnoterte, har vi benyttet kursutviklingen til sammenlignbare internasjonale foretak. Økt risiko innebærer at formuen er mer utsatt for svingninger i avkastningen. Til sammen har avkastningen fra Petroleumsfondet og Folketrygdfondets private obligasjoner en moderat risikoprofil. Både Folketrygdfondets aksjer og statens eierskap i de fem største bedriftene har høyere risiko.

For en gitt forventet avkastning vil det være et mål å redusere risikoen, fordi inntektene framover da blir sikrere. Motsatt bør eieren kreve større avkastning på de mer risikofylte plasseringene. Fravær av en slik mer-avkastning vil være uttrykk for et samfunnsøkonomisk tap.

Det er viktig å være oppmerksom på at staten kan velge sammensetning, krav til avkastning og risikoprofil



på sine finansielle investeringer uten å skjele til finansieringsbehovet til norske foretak. Norske bedrifter på sin side kan velge låne- og egenkapitalstruktur uavhengig av statens finansielle investeringer. Mellom staten som investor og bedriftenes kapitalbehov er det et kapitalmarked. Dette markedet gjør at statens og bedriftenes valg kan atskilles. Vi bør ikke behandle fordelingen av statens finansinvesteringer og bedriftenes valg av finansiering som om vi har en bytteøkonomi. Det norske kapitalmarkedet er del av et nordisk som igjen i stigende utstrekning blir vevd sammen med et internasjonalt kapitalmarked. Kapitalmarkedene er svært effektive verktøy for å kanalisere midler fra de som sparer til de som investerer.

Et direkte strategisk eierskap kan likevel være riktig dersom det gir høy avkastning, og dersom staten har særskilte forutsetninger for å være eier. På begge punkter er det vel mulig å være i tvil. Staten har ofte forsømt den krevende eierrollen. Det er flere svakheter som peker seg ut i måten det statlige eierskapet er forvaltet på.

For det første: Staten har vist liten evne og vilje til å stille klare og ambisiøse avkastningskrav og styre den økonomiske risikoen i foretak hvor den har en dominerende eierinteresse. Også hensyn til arbeidsplasser og distrikter blir skadelidende dersom den økonomiske utviklingen i bedriften ikke er den beste.

For det andre: Staten har ikke utviklet en effektiv egenkapitalstyring av bedriftene. Størrelsen på egenkapitalen og utbyttepolitikken kan være mer tilfeldig bestemt av historiske forhold. Nye virkemidler i egenkapitalstyringen, som tilbakekjøp av aksjer og ekstraordinære utbytter, er sjelden tatt i bruk. Det er nok i det hele tatt vanskelig for en statsbedrift og for staten

som eier å erkjenne at en vekstperiode kan være over, og at eierne bør investere kapitalen et annet sted.

For det tredje: Staten som eier vil alltid ha sterk motvilje mot negative selskapshendelser. På den annen side vil staten gi lite ekstra belønning til et selskap som har økt avkastningen på egenkapitalen med én prosentenhet eller to. Dermed svekkes en viktig vekstfremmende drivkraft. I en statseid bedrift kan styret og administrasjonen i selskapet og staten som eier ha en felles interesse i å overkapitalisere selskapet fordi alle da er mer på den sikre siden.

For det fjerde: Staten har kompliserte og omstendelige prosedyrer for å fatte beslutninger. Prosedyrene er dessuten tilpasset andre oppgaver enn eierrollen. Statsvitenskapelige studier viser at interesseavveiningene skjer ved at ulike departementer eller komiteer i Stortinget målbærer ulike hensyn. Beslutningsprosedyrene ligger derfor ikke nødvendigvis til rette for at eier kan gi klare styringssignaler og være konsistent over tid.

For det femte: Det er krevende for staten å unngå å blande sammen de ulike rollene den har. Både næringspolitiske, statsfinansielle og reguleringspolitiske hensyn kan svekke eierstyringen og gjøre det til en ulempe for et foretak å være statseid.

Det er gjerne egne historiske forhold som ligger til grunn for hver av de strategiske eierpostene staten i dag har. Enkelte statlige bedrifter har utviklet seg fra å være statlige verk med monopol og styringsoppgaver til å bli bedrifter som i dag konkurrerer i et marked. Eierskap, for eksempel i kraftsektoren, kan i andre tilfeller ha vært et historisk virkemiddel for å sikre staten grunnrenten.

Flere tidligere statsbedrifter får nå økt innslag av privat eie. Det vil kunne bidra til bedre eierstyring av bedriftene. Det vil blant annet gi større løpende oppmerksomhet om de resultatene selskapene skaper. Det vil bli et bedre hushold med egenkapitalen og større utålmodighet med resultatene. Det er vekstskapende. Salg av statlige eierandeler vil også effektivisere det innenlandske kapitalmarkedet, som nå er mer preget av for få objekter å investere i enn mangel på kapital å investere.

Samtidig er det viktig at staten tar det eieransvaret som det gjenværende eierskapet tilsier. Staten vil som stor eier måtte ivareta sine økonomiske interesser ut fra den eierandel staten fortsatt har. Dette skyldes blant

annet at ulike eiere vil kunne ha ulike interesser å ivareta. Eierfellesskap er ikke det samme som interessefellesskap.

Den begrunnelsen for statlig eierskap som synes å bli tillagt størst vekt, er hensynet til det nasjonale eierskapet. Det kan være frykt for at oppkjøp av norske selskaper kan føre til at hovedkontorer, forskning og produktutvikling blir flyttet til utlandet. Vi kan vel ikke se bort fra at nærhet mellom beslutningstakerne og virksomheten kan være viktig. På den annen side kan det være en ulempe for en bedrift å bli valgt ut til å ivareta det nasjonale. Staten kan etter en tid finne at den eier bedrifter som var, men ikke lenger er, viktige. Næringslivet er ikke statisk.

Samtidig er kjøp og salg av bedrifter over landegrensene viktig for spredning av kunnskap og teknologi, og dermed for økt vekst. Verdiskapingen i norske bedrifter kan bli styrket når de kjøper utenlandske bedrifter, og norske arbeidsplasser kan i flere tilfeller stå sterkere under eie av foretak som er lokalisert ute. Det beste bidraget til en balansert utvikling i eierskapet er at det norske kapitalmarkedet funksjonerer godt, at det er god infrastruktur i Norge, at skattesystemet behandler ulike investeringer nøytralt og at arbeidskraften i landet vårt er godt utdannet.

Utviklingen av det statlige eierskapet i to av de tre største norske forretningsbankene viser også at det nasjonale hensynet, selv om det ses på som viktig, ikke nødvendigvis blir tillagt avgjørende vekt.

La meg som en avslutning summere opp drøftingen av statens formuesforvaltning slik:

- Staten har et klart motiv for å spare. Det er å fordele petroleumsformuen mellom generasjoner og å øke tilliten til velferdsstaten. Disse hensynene kan tilsi en betydelig oppsamling av kapital på statens hånd.
- Forvaltningen av formuen må tilpasses statens sparemotiv. De modeller som er valgt for Folketrygdfondet og Petroleumsfondet oppfyller dette.
- Statens valg av investeringsstrategi og norske bedrifters valg av finansieringsstruktur bør ses på som atskilte spørsmål. Kapitalmarkedet er det mest effektive verktøyet for å kanalisere midler fra de som sparer til de som investerer.
- Salg av statlige eierandeler i norsk næringsliv vil bidra til bedre eierstyring og sterkere vekst.