

# Norge og oljen – nye utfordringer

Foredrag av sentralbanksjef Øystein Olsen på ACI Norges årsmøte 16. april 2015 i Oslo.

*Fremføringen kan endres*

La meg først takke for at jeg er invitert tilbake for å holde foredrag for ACIs medlemmer. Det er nesten på dagen to år siden jeg var her sist. Siden den gang har veksttakten ute tatt seg noe opp. Gradvis slipper etterdønningene fra finanskrisen taket. Men bildet er blandet. Mange steder er inflasjonen lav og rentene holdes fortsatt nede. Kvantitative lettelser støtter opp under pengepolitikken i flere land.

Samtidig er utsiktene for vår egen økonomi svekket. Fallet i oljeprisen er den viktigste årsaken. For å motvirke faren for en markert nedgang i norsk økonomi som følge av prisleilet, senket Norges Bank styringsrenten før jul. Da vi la frem vår siste pengepolitiske rapport i mars ble renten holdt uendret. Men vi var også tydelige på at hvis utviklingen blir som anslått, er det utsikter til at renten vil bli satt ytterligere ned.

Jeg kommer tilbake til analysene fra rapporten i mars litt senere i foredraget. Men før vi kommer så langt, vil jeg si noen ord om hvor oljen har bragt oss og hvordan vi har håndtert inntektene. Jeg vil blant annet gå nærmere inn på oljefondsmekanismen og Norges Banks vekslings av valuta på vegne av staten.

*Figur: BNP per innbygger*

Da den første oljen ble hentet opp i 1971, var inntektsnivået i Norge lavt sammenlignet med andre vestlige land. 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.

Fremveksten av olje- og gassvirksomheten har vært avgjørende for den sterke økonomiske veksten i Norge de siste 40 årene. Aktiviteten på sokkelen har gitt ringvirkninger til andre deler av næringslivet. Stadig flere bedrifter – ikke bare innen verkstedindustrien – har rettet aktiviteten inn mot leveranser til oljesektoren. 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.

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. Høy oljepris og god lønnsomhet i utvinningen av olje og gass har ført til at oljeinvesteringene de siste årene har satt stadig nye rekorder. Økt bruk av oljepenger over offentlige budsjetter har bidratt til vekst i innenlandsk etterspørsel. Sysselsettingen har holdt seg høy, og arbeidsledigheten lav, selv da finanskrisen slo inn i 2008.

De store overskuddene fra oljevirksomheten er forvaltet godt. Det ble tidlig slått fast at olje- og gassressursene tilhører fellesskapet. Skattesystem og rammevilkår for petroleumsvirksomheten ble utformet slik at de store overskuddene tilfalt staten.

Vi gjorde alvorlige feil, men vant også viktige erfaringer de to første tiårene som oljenasjon. Etter hvert fikk vi på plass viktige bærebjelker i den økonomiske politikken. Med oljefondet og handlingsregelen for bruk av oljepenger har vi unngått å gjøre offentlige budsjetter avhengige av flyktige inntekter.

Handlingsregelen ga oss en langsiktig strategi for bruk av oljepengene. Inntektene skulle fases gradvis inn i økonomien, i tråd med forventet realavkastning av fondet. Over tid, så lenge fondet vokser, vil det kunne bidra til en sterkere realkurs. Oljefondsmekanismen og handlingsregelen gjør imidlertid at bruken av oljepenger er frikoplet fra den løpende inntektsstrømmen.

*Figur: Realvalutakurs*

Dette har bidratt til å stabilisere kronekursen og begrense realappresieringen. Sammenlignet med andre råvarevalutaer har kronen vært stabil, selv i perioder med store svingninger i oljeprisen.

*Figur: Statens inntekter fra petroleumssektoren – og hvordan de brukes*

La meg utdype litt rundt valutatransaksjonene tilknyttet oljefondsmekanismen. Alle inntekter fra salg av olje og gass er i utenlandsk valuta. Petroleumselskapene veksler en andel av sine inntekter om til kroner, for å betale skatt og utbytte til staten. Staten mottar i tillegg store inntekter i valuta fra sine direkte eierandeler på norsk sokkel (SDØE).

*Figur: Statens inntekter fra petroleumssektoren – inntil 2014*

Så lenge statens inntekter i kroner, fra petroleumssektoren, er større enn den årlige bruken av oljepenger over statsbudsjettet, sitter staten igjen med et overskudd av kroner. Dette var situasjonen frem til 2014.

På vegne av staten vekslet Norges Bank dette kroneoverskuddet om til valuta, som senere ble overført til oljefondet. Vekslingen fra kroner til valuta motvirket i noen grad effekten av de kronekjøpene oljeselskapene tidligere hadde gjort for å betale oljeskattene. Disse operasjonene er dermed nøytrale med hensyn på virkningen på valutamarkedet. Det er bruken av oljepenger over statsbudsjettet som eventuelt påvirker realkursen på norske kroner.

*Figur: Statens inntekter fra petroleumssektoren – i 2015*

I 2015 ligger bruken av oljepenger an til å bli høyere enn statens inntekter i kroner. Det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet har økt over tid, i takt med at oljefondet har blitt større. Samtidig er kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten på vei ned. Dette har ført til at Norges Bank går fra å selge kroner, til å selge valuta for å finansiere bruken av oljepenger. Men fortsatt er det hvor mye oljepenger som brukes over statsbudsjettet, som bestemmer effekten på realkursen.

Norges Bank ønsker altså ikke å påvirke kronekursen gjennom sine valutatransaksjoner. Derfor fordeles også kronekjøpene jevnt gjennom året. Siste virkedag i hver måned,

annonserer Norges Bank størrelsen på de daglige transaksjonene den kommende måneden, basert på anslag på oljeinntekter og bruk av inntektene.

La meg vende tilbake til den aktuelle situasjonen for norsk økonomi.

#### *Figur: Oljepris*

Vi har lagt bak oss 15 år preget av sterk økonomisk vekst. Norsk økonomi har hatt medvind. Mulighetene vi har fått, 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. Denne sårbarheten er nå blitt tydelig, som vi vet, har oljeprisen falt med nærmere 50 prosent siden sommeren i fjor.

Store deler av næringslivet og arbeidsmarkedet er i dag knyttet opp mot oljevirkosomheten. 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 oljevirkosomheten. En økende del av denne aktiviteten er basert på leveranser til oljeutvinning i andre land.

#### *Figur: Petroleumsinvesteringer*

Petroleumsinvesteringene har steget mye over flere år og vært en viktig drivkraft for oppgangen i fastlandsøkonomien. Veksten avtok gjennom 2014, og allerede før oljeprisen begynte å falle i fjor høst anslo vi at investeringene ville falle betydelig i 2015.

Fallet i oljeprisen det siste halvåret har fremskyndet og forsterket dette bildet. Nedgangen i oljeprisen svekker den forventede lønnsomheten av investeringsprosjekter betydelig. En del prosjekter vil ikke lenger være tilstrekkelig lønnsomme til å bli gjennomført, og kostnadsreducerende tiltak kan skyve andre prosjekter ut i tid. Nedgangen i investeringene forsterkes av at kontantstrømmen i oljeselskapene er kraftig svekket som følge av nedgangen i oljeprisen.

Lavere aktivitet i petroleumsnæringen innebærer ikke at oljealderen nå går mot slutten. Fortsatt gjenstår utvinning av nær halvparten av kjente reserver av olje og gass på norsk sokkel. I løpet av de siste par årene er det gjort store nye funn. Et av dem – Johan Sverdrup – er klart for utbygging. Nye oppdrag kan ventes for norsk leverandørindustri.

Likevel: Norsk økonomi må nå tilpasse seg en klart lavere etterspørsel fra oljesektoren.

Ringvirkningene vil merkes i fastlandsøkonomien. Inntjeningen i bedriftene svekkes og behovet for arbeidskraft blir mindre. Virksomheter som leverer til oljesektoren må søke innpass i nye markeder. Annen konkurranseutsatt virksomhet må vokse frem. Et høyt kostnadsnivå kan gjøre den jobben 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.

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

*Figur: Oljepris og kronekurs*

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. 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.

Kronen har svekket seg markert siden september i fjor, og er nå om lag 10 prosent svakere enn gjennomsnittet for første halvår 2014. Utviklingen i kronekursen må ses i sammenheng med lavere oljepris og svakere vekstutsikter for norsk økonomi.

*Figur: Lønnskostnader relativt til handelspartnerne*

Svekkelsen av kronen bidrar til å holde inflasjonen oppe og demper utslagene i norsk økonomi av en lavere oljepris. Selv om kostnadsnivået i Norge fortsatt er høyt sammenliknet med andre land, bidrar en svakere krone til å styrke konkurranseevnen for norske bedrifter som møter konkurranse fra utlandet. Samtidig har lønnsveksten her hjemme avtatt, og det er utsikter til at reallønnsveksten i år blir den svakeste på 20 år.

*Figur: Fastlandseksporten og importvekst hos handelspartnerne*

Bedret konkurranseevne de siste to årene som følge av svakere krone, gjør eksportbedriftene bedre i stand til å opprettholde sine markedsandeler. Eksporten fra Fastlands-Norge utenom oljevirkomheten vil dermed kunne øke i takt med at etterspørselen fra eksportmarkedene tiltar ytterligere. Samtidig vil den petroleumsrelaterte eksporten kunne dempes av svakere utvikling i globale offshoreinvesteringer.

*Figur: Arbeidsledighet*

Det vil trolig ta tid før virkningene av lavere oljepris kommer fullt ut til syne i fastlandsøkonomien. Et fleksibelt arbeidsmarked ser ut til å begrense oppgangen i arbeidsledigheten. Så langt har ledigheten økt lite på landsbasis. Men vi ser samtidig en mer markert økning i regioner og næringer som er nært tilknyttet oljevirkomheten.

Veksten i sysselsettingen har så langt holdt seg oppe, men ulike forventningsindikatorer peker i retning av lav sysselsettingsvekst fremover. Også forholdet mellom antall arbeidsledige og ledige stillinger indikerer at arbeidsmarkedet er blitt mindre stramt. Fremover venter vi at arbeidsledigheten vil øke noe.

Svakere vekstutsikter og fortsatt usikkerhet om den økonomiske utviklingen kan få bedrifter til å holde igjen på investeringsbeslutninger. På den andre siden vil bedret konkurransekraft

gi grunnlag for å øke produksjonskapasiteten i deler av næringslivet. I tillegg ser det ut til at boliginvesteringene vil bidra til å holde den samlede investeringsaktiviteten oppe.

#### *Figur: Husholdningene*

De siste årene har husholdningenes konsum økt moderat, og spareraten har kommet opp på et høyt nivå på tross av det lave rentenivået. Pensjonsreformen, høy arbeidsinnvandring og usikkerhet om den økonomiske utviklingen har trolig bidratt til økt sparing. Husholdningenes tillitsindikatorer har holdt seg på lave nivåer siden høsten i fjor. I tillegg vil trolig lavere reallønnsvekst dempe husholdningenes kjøpekraft. Det er derfor utsikter til fortsatt moderat vekst i konsumet og høy sparing.

#### *Figur: Boligpriser og kreditt*

Gjennom flere år, har høye oljeinntekter og omfattende ringvirkninger fra oljesektoren drevet opp boligpriser og husholdningenes gjeld. Gjelden har vokst langt raskere enn inntektene. Fortsatt lave renter kan øke risikoen for at gjeld og formuespriser stiger til nivåer som ikke kan opprettholdes over tid. Samtidig vil utsikter til svakere inntektsvekst og noe høyere arbeidsledighet etter hvert kunne dempe veksten i boligprisene.

Norges Bank vektlegger hensynet til finansiell stabilitet i rentesettingen. Siktemålet er å unngå en brå nedgang i økonomien og økt arbeidsledighet på et senere tidspunkt. Det har ført til at vi tidvis har valgt å holde styringsrenten litt høyere enn dersom vi ikke hadde hensyntatt risikobildet. Vi har «lent oss litt mot vinden».

#### *Figur: Handelspartnernes terminrenter*

En liten åpen økonomi som den norske påvirkes i stor grad av den økonomiske utviklingen ute. Veksten i verdensøkonomien har tatt seg noe opp de siste par årene, men bildet er blandet. I euroområdet er aktiviteten i ferd med å øke, men veksten og inflasjonen er fremdeles lav. Husholdningenes forbruk øker og det er tegn til at bedriftenes investeringer vil tilta fremover. Samtidig vil trolig høy arbeidsledighet og videre nedbelåning i privat og offentlig sektor bidra til å dempe aktiviteten i lang tid.

I USA har oppgangen fått godt feste, selv om amerikanerne i år, som i fjor, ser ut til å ha opplevd en avdemping i første kvartal. 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.

Styringsrentene er nær null i mange land og forventes å være lave lenge. Gjennom vinteren har flere utenlandske sentralbanker tydd til nye ukonvensjonelle tiltak for å stimulere aktiviteten og motvirke faren for deflasjon. Markedsaktørens forventinger til styringsrentene har falt videre. Lave renter ute påvirker utviklingen i kronen og dermed utsiktene for inflasjonen, og bidrar til lave renter også her hjemme.

#### *Figur: Anslag Pengepolitisk rapport 1/15*

Utsiktene for norsk økonomi svekket seg altså gjennom høsten i fjor. I desember i fjor kuttet Norges Bank styringsrenten med 0,25 prosentenheter, til 1,25 prosent for å redusere risikoen for en markert nedgang i norsk økonomi som følge av det kraftige fallet i oljeprisen.

I rentemøtet i mars ble det lagt vekt på at utviklingen i norsk økonomi gjennom vinteren hadde vært om lag som ventet. Prisveksten hadde holdt seg nær 2,5 prosent og arbeidsledigheten hadde holdt seg stabil. Utslagene i realøkonomien av oljeprisfallet hadde så langt vært relativt små.

Utsiktene for norsk økonomi var likevel noe svekket i forhold til desember. Oljeprisen hadde falt videre, og aktiviteten i petroleumsnæringen så ut til å avta mer enn tidligere antatt. Lønnsveksten i 2014 ble lavere enn lagt til grunn i desember, og det var utsikter til at veksten i lønningene også fremover blir lavere enn tidligere anslått. Det svekker drivkreftene for inflasjonen lenger frem. Samtidig la vi i vår siste rapport vekt på at boligprisene har fortsatt å øke. Det kan gjøre husholdningene mer sårbare og kan utløse eller forsterke et tilbakeslag i økonomien lenger frem i tid.

Etter en samlet vurdering besluttet hovedstyret på marsmøtet at styringsrenten holdes uendret på 1,25 prosent. Det ble samtidig understreket at dersom utviklingen i økonomien fremover blir om lag som anslått, er det utsikter til at styringsrenten vil bli satt ned.

Analysene i Pengepolitisk rapport 1/15 innebærer en styringsrente på om lag 1 prosent de neste årene. Deretter er renten anslått å øke gradvis. Med en slik utvikling i styringsrenten tilsier analysene i rapporten at prisveksten vil øke noe de nærmeste kvartalene før den avtar og blir liggende litt over 2 prosent utover i prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien vurderes å avta noe før den tiltar mot et mer normalt nivå mot slutten av prognoseperioden.

La meg avslutte. Siden i fjor sommer er oljeprisen nær halvert. Prisfallet kommer på toppen av en planlagt omstilling til et lavere aktivitetsnivå i oljesektoren. Samtidig kan leveranser til oljevirkksomheten i andre land falle bort. Så langt har effektene på fastlandsøkonomien vært nokså små. Likevel må norsk økonomi nå tilpasse seg lavere etterspørsel fra oljesektoren og lavere oljeinntekter.

Overgangen til en oljedrevet økonomi med høy lønnsevne har vært en behagelig reise. Returen, hvor leverandørnæringen skal krympe og annen konkurranseutsatt virksomhet må vokse frem, blir mer krevende.

Men utgangspunktet for å håndtere omstillingene er godt. Vi har handlingsrom i den økonomiske politikken. Inflasjonsforventningene er godt forankret, og kronekursen fungerer som en stabilisator. Og kanskje aller viktigst: Norsk næringsliv og partene i arbeidslivet har tidligere vist evner til omstilling. Det blir avgjørende også denne gangen.

Takk for oppmerksomheten.