

# Flere bein å stå på

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på seminaret "Oljen i økonomien" ved Norsk Oljemuseum, Stavanger, 8. juni 2010.

*Det tas forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget inneholder ikke vurderinger av konjunktorene eller den aktuelle rentesettingen.*

"Jeg fant, jeg fant!" ropte Askeladden i eventyret "Prinsessen som ingen kunne målbinde". Han fant en død skjærunge, en vidjespenning, et skålbrott, to bukkehorn, en blei og en utgått skosåle. Det ble til en prinsesse og et halvt kongerike.

Askeladden oppfattes ofte som bærer av gode norske verdier. Disse verdiene kan være eventyrløst, mot og hjelpsomhet. Askeladden er likevel en som lykkes ved ren tilfeldighet.

På samme måte som Askeladden fant vi også rikdom, men på havets bunn. Vi var heldige.

Store naturreserver er i utgangspunktet en fordel for et lands økonomi. Produksjon av petroleum og andre naturressurser gir overskudd som overstiger normal avkastning på investert kapital, en grunnrente. Men oljen gir også utfordringer. Allerede i 1974 diskuterte Stortinget [\(1\)](#) de økonomiske utfordringene som oppstår ved oljeutvinning.

Vi kunne lære av erfaringer i andre land. Begrepet "hollandsk syke" stammer fra de negative virkningene som bruken av inntektene fra de store gassforekomstene i Groningen-feltet fikk for Nederland. Inntektene, fra slutten av 1960-tallet, finansierte en sterk vekst i offentlige utgifter. Det førte til høyere kostnader og nedbygging av industri. Utviklingen gikk for langt. Det oppsto store underskudd i utenriksøkonomien og statsfinansene som krevde innstramminger. Det ga i sin tur en kraftig økning i arbeidsledigheten i første halvdel av 1980-tallet.

Men Nederland var ikke det første landet som bommet, så langt i fra [\(2\)](#). Et svært tydelig eksempel er Spania på 1600-tallet. Koloniseringen av Sør- og Mellom-Amerika ga landet tilgang til store naturressurser og til gull. Historikeren David Landes beskriver virkningene for det spanske samfunnet i sin bok "The Wealth and Poverty of Nations". Han siterer der en glad spanjol som sier i 1675:

*"La London produsere sine stoffer av hjertens lyst, Holland sin batist, Firenze sitt klede, Vest-India sin bever og vicuna, Milano sin brokade, Italia og Flandern sitt lintøy, så lenge vår hovedstad kan nyte dem. Det eneste det beviser er at alle nasjoner utdanner håndverkere for Madrid, og Madrid er parlamentenes dronning, for hele verden tjener henne og hun tjener ingen."*

Fra tid til annen møter jeg representanter fra det diplomatiske korpset i Norge. De unnlater sjelden å nevne det høye kostnadsnivået i Norge og sin undring over sider ved vår levemåte.

En marokkansk ambassadør på 1600-tallet var enda mer kritisk i sin omtale av det rikeste landet den gang:

*"... den spanske nasjonen har i dag den største formuen og den største inntekten blant de kristne landene. Men kjærligheten til luksus og sivilisasjonens komfort har overveldet dem, og du vil sjelden finne noen i denne nasjonen som er engasjert i handel eller reiser utenlands av kommersielle grunner som i andre kristne nasjoner (...). På samme måte forakter denne nasjonen det håndverket som utøves av lavere klasser og vanlige folk, og betrakter seg selv som overlegen andre nasjoner. De fleste av de som utøver slikt arbeid i Spania er franskmenn som reiser til Spania for å arbeide og som på kort tid legger seg opp store formuer."*

*Figur: Petroleumsproduksjonen*

Oljealderen i Norge har vart om lag 40 år og det er utsikter til at den fortsatt vil vare en tid fremover. Vi vil trolig produsere petroleum også om 40 år, men produksjonen av olje har gått tilbake de siste årene etter å ha nådd en topp i 2000. Produksjonen av gass stiger, men ikke tilstrekkelig til at den samlede petroleumsproduksjonen kan holde seg oppe.

Tanken om et oljefond oppsto på begynnelsen av 1980-tallet [\(3\)](#). Det skulle være et bufferfond som jevnet ut svingningene i statens tilgang på oljeinntekter.

Loven om Statens petroleumsfond ble vedtatt i 1990. Det var midt under den verste lavkonjunkturen i Norge i etterkrigstiden. De som arbeidet med forslaget om lov i Finansdepartementet den gangen tvilte nok på at det noen gang ville bli spart penger i fondet.

Og til å begynne med var fondskonstruksjonen bare en øvelse i bokføring. Statens petroleumsinntekter gikk til fondet, men hele beløpet ble tilbakeført til statsbudsjettet for der å dekke deler av underskuddet utenom oljeinntektene. Men norsk økonomi hentet seg inn.

*Figur: Første innskudd i fondet*

Det tok en generasjon fra det første oljefeltet ble oppdaget i Nordsjøen til staten kunne sette deler av grunnrenten til side. Den første nettooverføringen til fondet på knappe 2 milliarder fant sted i 1996. Hvert år siden, og som en spareplan, har staten latt en god del av de løpende inntektene fra olje og gass bli igjen som innskudd i fondet. Ved utgangen av første kvartal i år var fondets markedsverdi 2 763 milliarder kroner.

*Figur: Fondets markedsverdi*

Etter hvert som fondet økte, tvang det seg fram en nærmere plan for innfasingen av oljeinntektene. I 2001 vedtok regjeringen og Stortinget handlingsregelen for finanspolitikken. Den bygger på at statens inntekter fra petroleumsvirksomheten går inn i oljefondet. Samtidig føres som et årlig gjennomsnitt over tid et beløp, som svarer til den forventede realavkastningen av fondet eller fire prosent, tilbake til statsbudsjettet for å dekke løpende utgifter. Etter hvert som fondet stiger i verdi øker overføringene.

Underveis har Statens petroleumsfond skiftet navn til Statens pensjonsfond utland.

Det er utsikter til nye årlige innskudd i fondet kanskje et drøyt tiår til. Fondet vil i så fall øke videre, kanskje opp mot to ganger dagens størrelse som tilsvarer halvannen til to ganger årlig verdiskapning (BNP) i Norge. Offentlige utgifter utgjør litt under halvparten av BNP. Uttakene fra fondet på fire prosent kan dermed finansiere 15 prosent av statens utgifter om ti år. Det kan skje varig uten at fondets kapital reduseres. Oljefondet vil derfor føre til at kuttene i velferdsstatens ordninger blir klart mindre enn de ville vært uten fondet, etter hvert som kostnadene ved eldrebølgen gjør seg gjeldende i offentlige budsjetter.

Selve oppbyggingen av fondet kan vare en kort generasjon.

Fondet med investeringer ute gjør det mulig for Norge å skille forløpet for produksjonen og inntektene av olje og gass fra bruken av oljepengene. Alternativt kunne vi regulert utvinningstakten, og holdt formuen under havbunnen lenger. Det ble forsøkt på 1970-tallet da det ble satt et produksjonstak på 90 Sm<sup>3</sup> per år. Nå produserer selskapene 240 Sm<sup>3</sup> per år.

Fondet fungerer som en buffer mellom store svingninger i oljeinntektene og innenlandske utgifter. Avgjørelsen om den årlige bruken av inntekten kan gjøres uavhengig av størrelsen på inntektene. Svingningene i statens oljeinntekter har dermed ikke en automatisk virkning på norsk økonomi. Fondet bidrar også til å stabilisere kronekursen fordi kapitalutgangen øker når landets petroleumsinntekter stiger.

Fondet, som spareplan, bidrar til at petroleumsinntektene disponeres ikke bare av denne, men også av fremtidige generasjoner. Handlingsregelen sikrer det.

Internasjonale kapitalmarkeder spiller en viktig rolle for Norge. Vi benyttet oss av lånemulighetene ute da vi bygde opp oljeindustrien. Vi gjorde det samme for å utvide velferdsordningene og finansiere motkonjunkturpolitikken på midten av 1970-tallet og begynnelsen av 1990-tallet. De siste 15 årene har internasjonale finansmarkeder gjort det mulig for oss å omgjøre våre nasjonale olje- og gassressurser til aksjer og obligasjoner ute.

#### *Figur: Oljefondets realavkastning*

Siden oppstarten i 1998 har fondets gjennomsnittlige årlige realavkastning etter kostnader vært 2,9 prosent, eller noe lavere enn den langsiktige forventede avkastningen. Dette tallet er preget av at finanskrisen var utfordrende. Fondet tapte 633 milliarder kroner (4) i 2008, men utviklingen snudde i 2009, og fondet har gitt en positiv avkastningen på 716 milliarder kroner de siste fem kvartalene. Det har sett ut til at fondet kommer ganske greit gjennom den største finanskrisen på mange tiår.

Vi regner fortsatt fire prosent realavkastning som realistisk over tid. Det bygger på at markedet kan gi en sikker realavkastning ved plassering i gode statspapirer på om lag 2½ prosent. Samtidig kan fondet på lang sikt høste en premie på 2 til 2½ prosent av de 3/5-delene som er plassert i aksjer, en viss premie på kredittpapirer samt avkastning med aktiv forvaltning.

#### *Figur: Realvalutakurs mot Norges handelspartnere*

Det tas nå mye oljepenger inn i norsk økonomi. Siden årtusenskiftet har den årlige bruken av oljeinntektene økt med gode 100 milliarder kroner. Over de neste ti årene kan det ifølge usikre prognoser i offentlige dokumenter [\(5\)](#) ligge an til at ytterligere 40 milliarder fases inn.

Det norske kostnadsnivået er et termometer som kan si hvor mye norsk økonomi tåler uten å bli smittet av en alvorlig hollandsk syke. Temperaturen er nå høy. Målt mot Norges handelspartnere er kostnadsnivået nå nesten 20 prosent høyere enn gjennomsnittet i vår oljealder. Norsk arbeidskraft har aldri vært så dyr som nå. Norske virksomheter vil ofte tape i anbud og konkurranser når det nå er mye ledig kapasitet i andre land. Det har heller aldri vært mer lønnsomt å flytte virksomhet ut fra Norge.

Den økonomiske geografien i Norge vil endre seg de neste 10-15 årene. Vårt kostnadsnivå og lav vekst i Europa vil sette arbeidsplasser og næringslivet i industrisamfunn under press. Tap av arbeidsplasser vil ramme hardest der industrien veier tyngst. Hele industrigrener kan gå tapt.

Vi kan spørre om investeringer i Norge kan være et alternativ til investeringene vi gjør i internasjonale finansmarkeder. Det er da viktig å være oppmerksom på at oljefondet står ikke i veien for næringslivets investeringer. Staten kan velge sammensetning, krav til avkastning og risikoprofil på sine 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. Statens spareplaner ute påvirker derfor ikke tilgangen på midler og det kravet til avkastning norske bedrifter må stille til sine investeringer.

Det er gode argumenter for å investere i infrastruktur, i bedre skoler og det vi måtte ha av fremragende forskning. Men det skulle i alle fall være mulig gitt de økte utgiftene som handlingsregelen gir rom for.

Lønnsomheten i statlige investeringer beregnes med utgangspunkt i en kalkulasjonsrente på fire prosent. Det gir om lag samme krav til avkastning som staten kan forvente å oppnå i oljefondet [\(6\)](#) over tid. Et spørsmål er om det er en kø av gode og lønnsomme prosjekter som må vente på grunn av en for stram linje i statens budsjetter.

Det er det vanskelig å finne holdepunkter for. [\(7\)](#)

I Nasjonal transportplan 2010–19, som vi kanskje kan anta er representativ for statlig pengebruk, er det trukket opp planer for investeringer i vei for rundt 140 milliarder kroner. For om lag to tredeler av prosjektene er det gjort rede for lønnsomheten. Beregningene fanger opp spart tid og reduserte kostnader ved ulykker og miljø. Investeringskostnader og fremtidige driftsutgifter trekkes fra. Prosjektene viser et samlet tap på 20 milliarder kroner.

Det ser ut til å være ganske få veiprojekter som er samfunnsøkonomisk lønnsomme. Et sjeldent eksempel er Finnfast ut til det vakre øyriket her i Ryfylke.

Når prosjekter ikke kan ventes å øke det fremtidige inntektsgrunnlaget i samfunnet, er det viktig at de finansieres av løpende statlige inntekter og innenfor langsiktige rammer som er opprettholdbare. Alternativt kan de betales av brukere der det er mange nok. En vei,

gammel asfalt, infrastruktur eller for så vidt forskningsrapporter kan gi nytte og glede over tid, men de er jo ikke særlig likvide og gir ikke en løpende pengestrøm i avkastning som kan brukes. Hvis investeringene går på bekostning av spareplanen i pensjonsfondet, vil det gå ut over fremtidige generasjoner.

La meg avslutte.

Eventyrene om Askeladden forteller gjerne om hvordan han lykkes. Han går løs på alle utfordringer og seirer alltid til slutt.

Det er for tidlig å trekke konklusjoner om hvor vellykket Norges handtering av oljerikdommen har vært. Om ett tiår eller så, når petroleumsproduksjonen faller markert og oljefondet ikke lenger stiger, må kostnadsnivået i Norge reduseres vesentlig i forhold til andre land. Det kan bli smertefullt selv om vi har egen valuta og flytende kurs. Velferdsstatens ordninger kan også ha blitt for omfattende. Tilpasningen her kan også bli svært krevende.

Det er likevel sider ved vår handtering av oljerikdommen som har tjent oss vel.

Takk for at dere ville høre på.

#### **Fotnoter**

- 1) Se St.meld. nr. 25 (1973-74): "Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn".
- 2) Boken "The Paradox of Plenty. Oil Booms and Petro-States" av Terry Lynn Karl (1997) gir en god oversikt av oljenasjonenes problemer.
- 3) Se NOU 1983:27 "Petroleumsvirksomhetens framtid".
- 4) Målt i internasjonal valuta med kurs per 31. desember 2008.
- 5) Se tabell 3.6 i Meld. St.2 (2009–2010): "Revidert nasjonalbudsjett 2010".
- 6) Professor Thore Johnsen har gjort meg oppmerksom på at statens kalkulasjonsrente fremkommer ved et aritmetisk gjennomsnitt mens avkastningen i oljefondet måles som et geometrisk gjennomsnitt. Hadde fondets avkastning vært beregnet ved et aritmetisk gjennomsnitt ville avkastningen vært om lag 0,7 prosentenheter høyere for perioden 1998–2009.
- 7) Nyere forskning tyder på at kalkulasjonsrenten på 4 prosent kan være noe i høyeste laget for investeringer med svært lang levetid, se Kåre P. Hagen og Karl R. Pedersens innlegg "Lønnsom infrastruktur" i Dagens Næringsliv 3. juni 2010.