



KLAUS MOHN
 Professor, Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger
 og Professor II, Norges Handelshøyskole

Kva skjer med oljeinvesteringane?

Etter 10 år med kraftig vekst tyder mykje på at aktiviteten i petroleumsnæringa no er i ferd med å flate ut. Det oljeprisdrivne oppsvinget i investeringane på norsk kontinentalsokkel har gitt viktige vekstimpulsar til fastlandsøkonomien, og var ei av hovudårsakene til at norsk økonomi ikkje opplevde det same tilbakeslaget som resten av Europa i etterkant av Finanskrisa 2008. Spørsmålet er no om oljeinvesteringane har passert toppen, og korleis eit omslag for ressursbruken i oljeverksemda eventuelt vil påverke norsk økonomi i åra som kjem.

RINGVERKNADER OG RISIKO

Høg etterspurnad etter varer og tenester til investeringar og drift i petroleumsverksemda har gjort at sysselsettinga hos oljeselskap og leverandørar har lagt på seg om lag 50 prosent sidan 2006, med høg lønnsvekst og låg arbeidsløysle som resultat. Verknaden har naturleg nok vore størst i regionar der oljeverksemda spelar ei stor rolle, som til dømes på Vestlandet. Men lønnspresset har breidd seg til andre næringar, samstundes som tradisjonelle industriverksemdar gradvis har retta seg mot leveransar til petroleumsnæringa. På denne måten har den kraftige auka i ressursbruken på norsk sokkel gitt ringverknader til store delar av fastlandsøkonomien.

Oljeverksemda er ei viktig kjelde til velstand og velferd. Medaljen har likevel ei baksida. På kort sikt til mellomlang sikt vil ein kraftig vekst i ressursbruken i oljeverksemda auke fallhøgda i norsk økonomi, til dømes om ein opplever eit fall i oljeprisen. Når petroleumsrelatert aktivitet krevjar stadig større plass i økonomien risikerer ein i tillegg ein næringsstruktur og ei konkurranseeve som

kan fortrenge andre konkurranseutsette verksemdar og hemme vekstevna i økonomien på lengre sikt.

Langs slike linjer kan ein argumentere for at oppsvinget i oljeverksemda har gjort norsk økonomi meir sårbar. Holden III-utvalet konkluderte også med at ei jamnare utvikling i oljerelatert næringsverksemd ville være å føretrekkje: «Fra et makroøkonomisk perspektiv ville det etter utvalgets mening vært ønskelig med en jevnere utvikling i etterspørselen fra petroleumsvirksomheten». Mykje tyder no på at ein korreksjon er på veg, utan offentlege inngrep.

KOSTNADSAUKE TÆRER PÅ LØNSEMDA

Oljeprisen i dag er om lag tre gonger høgare enn for 10 år sidan. Denne prisauka har gitt lønsemd for ei rekke nye og gamle olje- og gassprosjekt som tidlegare ikkje var rekningsssvarande. I tillegg har oljeprisauka påverka leiteverksemd og investeringar i produserande felt. Auka i oljeprisen har gitt høgare inntekter for oljeselskapa og

leverandørane deira. Men profitten i oljeselskapa har ikkje auka på langt nær like mykje.

Ei viktig årsak er at aktivitetsveksten har skapt press i faktormarknadane, slik at leveransar til petroleumsverksemda har blitt langt dyrare enn før. Den lågare profitten i oljeselskapa er reflektert gjennom betre marginar og høgare lønsemd i leverandørnæringa, samstundes som ein god lønnsvekst har gitt lønnstakarane del i inntektene. I tillegg kjem at dei nye felta som no blir bygd ut har mindre reservar og større kompleksitet enn ein har vore vant til frå tidlegare tider på norsk sokkel. Bak kvart oljefat ligg det i dag langt større investeringar enn tidlegare. I felt som allereie er i produksjon ser ein i tillegg at høgare innsats er naudsynt, mellom anna i form av intens boreaktivitet, for å halde produksjonen oppe, forlenge levetida og auke utvinningsraten for desse felta. Kostnadsauka har dermed både sykliske og strukturelle element.

Oljeselskap har dermed opplevd ei kraftig og kontinuerleg auke i kostnadane, som i sin tur har tært på lønsemda i næringa. Resultatet er at avkastning på sysselsett kapital paradoksalt nok har falt gjennom den siste 10-årsperioden, trass i at oljeprisen er tredobla.

SKEPSIS I AKSJEMARKNADEN

Aksjemarknaden speglar denne utviklinga ganske godt, etter som dei store oljeselskapa sine aksjekursar jamt over har vist ei nokså flat utvikling dei seinare åra. Marknaden pregast av skepsis, og kritiske røyster kan få ein til å lure på om investorane er i ferd med å miste trua på oljenæringa. Uroa ulmar uansett mellom oljeselskapa og aksjonærane deira, med aukande grad av investor-aktivisme.

Analytikarar og aksjonærer legg no eit press på oljeselskapa for å få dei til å kutte kostnader, skjerpe disiplinen i investeringsprosessen og sikre utbetalingane av aksjeutbytte. Ekkoet i næringa høyrer ein frå olje-leiarar som no manar til omstilling, atterhald og varsemd både hos leverandørar og eigne tilsette.

Ei muleg forklaring på den svake kursutviklinga er at investorane reiser tvil om prestasjonar, planar og strategiar i dei store oljeselskapa. Det er i så fall ikkje så merkeleg. For ikkje har dei levert produksjonen dei har lova, ikkje har dei halde kostnadane i sjakk og ikkje har dei skapt lønsemd og avkastning i tråd med forventningane.

Samstundes tyder mykje på at investorane engstar seg meir for marknadsutsiktene enn oljeselskapa gjer. Oljeprisen har flata ut, og i dag er det fleire enn før som ser nedsiderisiko rundt prisutsiktene, i alle fall dei nærmaste åra. Etter fleire år med høg oljepris og moderat økonomisk vekst, er det heller ikkje opplagt at verda vil ta seg råd til eit så høgt energiforbruk som oljenæringa legg til grunn.

Skifer-olje frå USA fløymer inn på marknaden, og om ein lykkast med å redusere konfliktnivået i Midtausten og Nord-Afrika, kan oljemarknaden bli overforsynt som følge av auka produksjon av olje frå land som Iran, Irak og Libya. Samstundes er billeg gass i ferd med å true olja si tradisjonelle monopolrolle i transportsektoren, der el-bilar og gassdrivne køyretøy over tid vil bli stadig meir vanlege. Om dette skulle medføre nedgang i oljeprisen, så vil oljeselskapa sine inntekter falle hakk i hæl. Det tek lengre tid å tilpasse kostnadssida i selskapa. Eit fall i oljeprisen vil dermed redusere kontantstraumen i oljeselskapa, spesielt for dei som allereie har høge kostnader og store investeringsplanar.

UAVKLART FRAMTID FOR OLJESELSKAPA

Strategien blant dei internasjonale oljeselskapa blir stadig oftare møtt med tvil frå analytikarar og investorar i aksjemarknaden. Det går lengre tid mellom dei store funna i olje- og gassprovinsar, og det er lenge sidan reservetilveksten frå leiteverksemda kunne erstatte det årlege uttaket (produksjonen) i denne delen av verda. For å vekse må oljeselskapa derfor betale meir enn før og ta høgare risiko – av geologisk, teknologisk, marknadsmessig og politisk karakter. Slike forhold talar isolert sett for at oljeprisen kan halde seg høg i åra som kjem.

Manglande tilgang til reservar gjer at oljeselskapa har reorientert seg mot land der olja og gassen er eigd av staten og kontrollert av statlege oljeselskap. Typisk har vestlege oljeselskap freista myndigheitene i slike land med kapital og kompetanse, men risikoen rundt rammevilkåra har ofte vore undervurdert. I nyheitsbiletet gjennom dei siste åra finn ein urovekkande mange eksempel på brotne avtalar, overraskande endringar i skattemessige forhold og regelrett nasjonalisering av eigedelar eller selskap («asset-grabbing») i dei verste tilfella. Ein strategi retta mot å auke aktiviteten i slike land gir dermed ikkje lenger den beste oppdrifta for oljeselskapa sin aksjekurs, og reiser grunnleggande spørsmål rundt oljeselskapa sin strategi og forretningsmodell.

Til slutt er det forhold som tyder på at klimautfordringa har begynt å forstyrre det tradisjonelle verdssynet i deler av kapitalmarknaden. Spesifikt vil ei innstramming i energi- og klimapolitikken etter alt å dømme gi ei demping av etterspurnaden av olje, med lågare prisar til oljeselskapa som resultat. Meir direkte regulering av olje- og gassutvinning er heller ikkje utenkeleg om verda skulle komme saman om eit 2-gradersmål for klimapolitikken. Men så langt let ikkje slike utsikter til å være innbakt i aksjemarknaden. Enkelte investor-grupper ser uansett klima-risikoen som så bryksam at dei har bede aktuelle kull- og oljeselskap om å greie ut korleis denne risikoen blir handtert. Slike initiativ vil heller ikkje auke den generelle appetitten på olje-aksjar.

UTÅLMODIGE INVESTORAR

Resultatet av alt dette er at investorane etter kvart har blitt utolmodige og stadig meir opptekne av kontantstrøm og aksjeutbytte frå oljeselskapa på kort sikt. Tendensen er at dei vil ha meir av pengane sine tilbake *no* (dvs høgt aksjeutbytte) framfor å forplikte seg til stadig fleire svære, lang-siktige, kostnadstunge utbyggingsprosjekt med høgst usikler avkastning.

Dei nye signala frå kapitalmarknaden representerer eit stemningsskift. Så lenge oljeprisen steig, var investorar og analytikarar mest opptekne av at oljeselskapa kunne levere produksjonsvekst på kort sikt, samstundes som dei utvikla reservar for å understøtte aktiviteten på lengre sikt. No som oljeprisen ikkje lenger peiker oppover, har merksemda i aksjemarknaden flytta seg frå vekst og volum til kostnadskutt og kapitaldisiplin.

Utfordringa er at oljeselskapa i mellomtida har lagt store investeringsplanar for å støtte opp om høge ambisjonar om produksjonsvekst. Saman med den kraftige auka i kostnadane har utflatinga i oljeprisen no gjort at kontantstraumen frå drifta ikkje lenger strekk til for å finansiere investeringsplanane. Om utbyttekapasiteten skal haldast intakt, må oljeselskapa difor finansiere investeringane gjennom låneopptak. I ein velfungerande kapitalmarknad burde låneopptak være ei tilfredsstillande løysing, gitt at oljeselskapa kan overtale långivarar og aksjonærar om at investeringsplanane har positiv netto noverdi.

Men investorane er skeptiske, ikkje berre fordi dei tvilar på prosjektkvaliteten i oljeselskapa, men og fordi ein viktig lærdom frå finanskrisa i 2008 var at gjeld kan bli ei

tvangstrøye både for selskapa og aksjonærane deira. Ved konkursar stiller aksjonærane som kjent heilt bak i køen. Ein viktig del av konkurransebiletet mellom oljeselskapa er difor no retta mot ein sterk balanse, låg gjeld og høg kreditt-rating. Dette er med på å sikre finansiell fleksibilitet og strategisk handlingsrom. Oljeselskap som hadde møtt ambisiøse investeringsprogram med storstilte låneopptak, ville straks ha blitt straffa av dårlegare lånevilkår og lågare aksjekurs.

OLJESELSKAPA SLAKKAR FARTEN

No ser ein jamvel at oljeselskapa seljer unna feltprosjekt for å skaffe seg kontantar som kan delast ut til aksjonærane. Men vel så viktig er det at sal av real-aktiva fritek oljeselskapa frå investeringar dei elles måtte gjort i dei aktuelle prosjekta. Då Statoil selte feltandelar i Gullfaks-området i fjor haust var det ikkje salssummen på 9 mrd. kroner som vart trekt fram av Statoil-leiinga i avis-intervjua. Vel så viktig var fritaket frå over 40 mrd. kroner i framtidige investeringar i dei aktuelle prosjekta.

Dagens aksjemarknad premierar dermed dei oljeselskapa som kuttar investeringsplanane og i staden prioriterer god kontantstrøm og høg utbyttekapasitet på kort sikt. BP var som vanleg eit av selskapa som plukka opp desse signala tidleg, og responderte allereie hausten 2013 med klare meldingar om tøyling av investeringane, sal av egedelar og auka utbytte til aksjonærane. Difor fekk BP sin presentasjon av 3. kvartalsresultat ei god mottaking av marknaden allereie for 6 månader sidan. Sidan har oljeselskap som Exxon, Chevron, ConocoPhillips, Shell, Total og Eni følgd opp med tilsvarande bodskap til aksjonærane sine.

Presentasjonen av Statoil sine 3. kvartalsresultat for 2013 blei møtt med ein kaldare skulder i oktober i fjor, men til presentasjonen av årsresultatet (7. februar) hadde ein lært seg lekse. Statoil sin verdi på børsen steig med 25 mrd. kroner denne dagen, etter at produksjonsmålet for 2020 (2,5 millionar fat o.e. per dag) blei skote ut i tid, samstundes som Statoil-leiinga flytta merksemda frå volum til verdiskaping og slo kringvern om utbyttekapasiteten. For leverandørnæringa og norsk økonomi var den viktigaste bodskapen kanskje likevel at Statoil sine investeringsplanar til og med 2016 blei trimma ned med til saman 30 mrd. kroner i forhold til planar annonsert for eitt år sidan.

NORSK SOKKEL VED EIT VENDEPUNKT?

Berre i 2014 tek oljeselskapa sikte på å investere i overkant av 220 mrd. kroner på norsk sokkel, og utsiktene fram til nyleg var at aktiviteten ville halde seg om lag på dette nivået dei nærmaste åra. Då høyrst 30 mrd. kroner over ein tre-årsperiode kanskje ikkje så dramatisk ut. I tillegg kjem nedjusteringa av investeringsplanar frå Statoil langt på veg som resultat av at ein har solgt seg ned eller ut av feltprosjekt, der nye eigarar vil gjennomføre investeringar i staden for Statoil. I så fall har budskapet frå Statoil meir avgrensa direkte relevans for kva som faktisk vil skje med aktiviteten på norsk sokkel.

Ein treng uansett meir informasjon om fordeling og innfasing å avdekke totalverknaden for aktivitetsnivået på norsk sokkel og ringverknader for norsk økonomi. I tillegg kjem at endringar i importinnhaldet i investeringane på norsk sokkel kan moderere ringverknadane av redusert aktivitet.

Eit stykke på veg kan ei nedjustering av Statoil sine investeringsplanar bli gjennomført ved å redusere den internasjonale aktiviteten. Men utanfor Noreg har Statoil typisk ikkje operatøransvar, og då blir det ikkje rett fram å drive gjennom investeringskutt som mindretalspartnar i lisensar med andre selskap. Med operatøransvar i dei aller fleste prosjekta dei deltek i, har Statoil større sjansar for gjennomslag på norsk sokkel. Om Statoil får gehør i dei aktuelle lisensane, vil i tillegg totalverknaden bli gira opp, etter som Statoil sine eigarandelar på norsk sokkel i gjennomsnitt ligg rundt 1/3.

For illustrasjonsformål kan ein tenke seg eit rekneeksempel der Statoil lykkast i å trimme ned investeringsplanane utanlands med 5 mrd. kroner dei neste tre åra, utover verknaden som kjem frå nedsal av feltprosjekt. Med litt optimisme kan ein i tillegg legge til grunn at nye eigarar i feltprosjekt på norsk sokkel vil gjennomføre alle Statoil sine opphavlege investeringsplanar her. Signala frå Statoil inneber vil i så fall medføre at investeringane på norsk sokkel over dei neste tre åra skal ned med om lag 30 mrd. kroner, målt mot opphavlege planar. Om utsiktene så langt har vore på 200 mrd. kroner årleg, så representerer dette ein nedgang på om lag 5 prosent (nominelt).

Innfasing og ringverknader har ein så langt lite informasjon om, men med samankopla investeringsavgjerder i store investeringsprosjekt vil ei gjennomføring av slike tilpassingar typisk ta tid. Eit mogleg scenario i tråd med rekneeksemplet over er at ingenting skjer med investeringsnivået

dette året, men at ein får eit fall på 5 prosent i 2015 og 10 prosent i 2016. I så fall vil investeringsnivået i 2016 legge seg om lag 15 prosent lågare enn den opphavlege planen. Fortsatt pris- og kostnadsvekst kan gjere at verknaden på aktiviteten blir større.

MINDRE RESSURSBRUK I OLJENÆRINGA

Etter mange år med kraftig investeringsvekst, tyda utsiktene inntil nyleg på ei utflating i aktivitetsnivået på norsk sokkel – på rekordhøgt nivå. Dei siste signala frå oljeselskapa har opna for at investeringsaktiviteten faktisk kan ha passert toppen, og at me no går inn i ein periode med moderat nedgang i aktiviteten.

Så lenge oljeinvesteringane veks meir enn økonomien for øvrig, vil dei gi ein positiv impuls til veksten i fastlandsøkonomien. Oljeinvesteringar som veks i takt med resten av økonomien vil gi ein nøytral impuls, mens lågare investeringsvekst vil ha ein dempende effekt på veksten i fastlandsøkonomien. I nasjonalrekneskapan for 2013 utgjør investeringane på norsk sokkel rundt 9 prosent av BNP Fastlands-Noreg, og over tid kan impulsen frå eit fall i tråd med rekneeksemplet over nærme seg 1 prosentpoeng av BNP Fastlands-Noreg. Den samla verknaden på veksten frå år til år vil sjølvstøtt avhenge av innfasinga av reduksjonen, av dynamikken rundt indirekte verknader via faktoretterspurnad, lønns- og inntektsvekst, samt eventuell politikkkrespons.

USIKRE TIDER FOR LEVERANDØRNÆRINGA

Investeringane på norsk sokkel utgjør ein viktig del av marknadsgrunnlaget for norske petroleumsleverandørar. Om oljeselskapa gjer alvor av taktomslaget som nå er signalisert, så vil dette få konsekvensar for leverandørnæringa sin marknadsvekst, både heime og ute. Norske leverandørar har blitt vante med høg marknadsvekst og god tilgang til oppdrag både på norsk sokkel og i andre deler av verda. Internasjonaliseringa har vore viktig for denne delen av norsk næringsliv, og norske leverandørar rapporterer i dag at om lag halvparten av omsetninga kjem frå oppdrag utanfor Noreg.

Norske leverandørar til petroleumsnæringa står i dag overfor ei dobbel utfordring. Den kraftige veksten i løner og andre kostnader gjennom dei siste åra har svekka den kostnadmessige konkurranseevna for norske petroleumsleverandørar. Det gjer det meir vanskeleg å vinne

kontraktar både heime og i andre land. Om oljeinvesteringane no skulle få eit tilbakeslag, er faren at norske leverandørføretak kan tape terreng i ein marknad som allereie er i tilbakegang.

Ei stadig meir internasjonal leverandørnæring har nytt godt av eit globalt oppsving i petroleumsaktiviteten dei siste åra. Resultatet er at norske petroleumsleverandørar i dag er eksponert mot globale utviklingstrekk blant olje- og gasselskapa, og ikkje berre mot aktiviteten på norsk sokkel. Om olje- og gassinvesteringane no vender nedover både i Noreg og utanlands, kan verknaden for den norske leverandørnæringa dermed bli større enn ein har vore vant til frå tidlegare tider.

MEIR BALANSERT VEKST

Gjennom dei siste 10 åra har etterspurnaden frå petroleumsnæringa vokse raskare enn resten av økonomien. Dette har auka eksponeringa i norsk økonomi mot oljeprisfall, og gitt næring til diskusjonen om todeling av økonomien. Å finne tiltak som kunne demme opp for det internasjonale olje-drivne oppsvinget er alt anna enn enkelt. Høgare renter ville ha styrka kronekursen, og forsterka presset mot konkurranseevna i norske føretak. Innstramming i offentlege utgifter ville ramma det meste utanom oljeverksemda, og er dermed lite treffsikkert. Direkte regulering av aktiviteten i olje- og gassnæringa er problematisk, i og med at den norske modellen for ressursforvaltning medfører at aktiviteten frå år til år blir driven av kommersielle omsyn og avgjerder blant private børsnoterte selskap.

No ser det ut til at marknaden kjem politikarane til unnsetning. Den høge lønsveksten blant norske oljeleverandørar gjer at fleire oppdrag no går til utlandet, samstundes som norske leverandørar vil ha større vanskar med å vinne oppdrag i utlandet. Dette vil i sin tur ha ein dempende verknad på lønsveksten, utan politiske tiltak. Presset frå finansmarknaden gjer i tillegg at oljeselskapa no tek sats for å kutte kostnader, redusere vekstambisjonar og betre lønsemda i investeringane sine, igjen utan tilpassing av politikken.

Signala frå Statoil og andre oljeselskap bærer bod om eit taktskifte for aktiviteten på norsk sokkel, frå kraftig vekst til moderat tilbakegang. Omslaget i utsiktene vil innebere omstilling, for oljeselskapa og for leverandørane deira. Verknaden for norsk økonomi vil avhenge av omfang og tempo i det aktuelle taktskiftet.

Om petroleumsaktiviteten i dag er større enn ein sett pris på i, er løysinga i prinsippet enkel. Då må olje- og gassaktiviteten vokse mindre enn resten av økonomien i ein periode. På lengre sikt er det mykje som talar for at norsk økonomi kan være godt tent med at veksten i petroleumsverksemda kjem i betre takt med veksten i andre deler av økonomien.