

# Om å forvalte rikdom

Visesentralbanksjef Jan F. Qvigstads\* tale i Det Norske Videnskaps-Akademi

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

## Innledning

Fra Norges Bank kan vi se bort til hjørnet av Tollbugata og Kirkegata. Det var her Collettgården lå fram til 1939. Da ble den revet og flyttet til Norsk Folkemuseum på Bygdøy. Collettfamilien var da ute for lengst, og formuen som en gang lå bak, var ikke der lenger.

På slutten av 1700-tallet bygde John Collett opp stor rikdom basert på trelast. Han drev også Ullevål gård, og ved sin død i 1810 forvaltet han en av landets største formuer. Collett kunne bruke store summer på et luksuriøst og overdådig selskapsliv. Napoleonskrig og engelsk blokade rammet familiebedriften hardt. Etter Colletts bortgang insisterte etterkommerne likevel på å leve videre som om inntektene fortsatt var der. Rikdommen smuldret raskt hen, og i 1829 tok pengene slutt. Ullevål gård ble overtatt av staten. [\[1\]](#)

Collett brukte omtrent like lang tid på å bygge sin rikdom som vi i Norge har brukt på å bygge en finansiell formue fra oljeinntekter. Drøyt 40 år etter at Phillips Petroleum fant et drivverdig funn på Ekofisk [\[2\]](#), har vi et oljefond på over 3000 milliarder kroner. Få andre stater sitter på så store finansielle reserver. Men vår rikdom stammer i hovedsak fra andre kilder enn oljefondet. Verdien av vår nåværende og fremtidige arbeidskraft er mer enn ti ganger så stor som verdien av oljen og oljefondet til sammen [\[3\]](#). Oljefondet ville vært brukt opp på tre år dersom statens skatteinntekter skulle falle helt bort.

Vår økonomiske fremtid er først og fremst avhengig av hvor gode vi er til å produsere varer og tjenester som andre setter pris på. Men de synlige oljeinntektene kan gi et inntrykk av at vi har en kolossal pengebinge å tære på. God formuesforvaltning handler derfor først og fremst om å opprettholde og utvikle verdien av våre produktive ressurser, særlig vår arbeidskraft.

En nasjon som får tilgang på en stor formue, stilles overfor en rekke valg og avveininger. Slike valg kan betraktes fra en juridisk, etisk eller finansiell synsvinkel. I min tale i dag vil jeg særlig diskutere hva som er god forvaltning fra et samfunnsøkonomisk ståsted. Jeg vil også komme inn på hvordan vi praktiserer forvaltningen av oljepengene i Norges Bank.

## Å spare for generasjonene

Det første spørsmålet vi må ta stilling til, er: Hvem eier oljeformuen? Tilhører den dagens nordmenn? Tilhører den også fremtidige generasjoner? [\[4\]](#)

Selv om jeg skal snakke fra en økonoms ståsted, vil jeg først låne et poeng av filosofen Henrik Syse. Han spør om vi i løpet av én generasjon har *rett* til å bruke opp ressurser som det har tatt naturen millioner av år å fremstille.

Men det er også motargumenter. Våre etterkommere vil sannsynligvis bli rikere enn oss uansett. Skal vi spare til dem?

Å spare for fremtiden kan også brukes som et skinnargument av dem som er bekymret for sine egne forestående pensjonsutbetalinger. Dagens pensjonsforpliktelser er underfinansiert, men hvis vi sparer oljeinntektene, blir de lettere å overholde. Er det 68-generasjonen som først tok en "runde på byen" og nå argumenterer for sparing for å sikre egne pensjoner? [\[5\]](#)

Samtidig trenger vi bare å lese dagens aviser for å forstå at det ikke er opplagt at den økonomiske veksten fortsetter med samme styrke. Vi kan ikke ta det helt for gitt at våre barn blir så rike.

For dem med røtter i landbruket ligger det i ryggmargen å etterlate gården i minst like god stand som vi overtok den. Å legge oss til et høyt og stigende forbruk, som dels ville fortrenge konkurranseutsatte virksomheter og dels føre til et høyt offentlig utgiftsnivå, ville være en tung arv å etterlate seg. Våre etterkommere måtte ha økt skattene mye på grunn av vårt forbruk. Legger vi som nasjon i stedet penger til side, vil formuen vokse og være et bidrag til bedre velferd for våre barn.

Å bruke og å spare er gjensidig utelukkende handlinger. Definisjonen av å *spare* er ganske enkelt å *la være å bruke*. Men med de store oljeinntektene Norge har, og med avkastning på pengene som spares, kan vi øke bruken samtidig som mye spares. Men bruken må tilpasses avkastningen på sparingen.

En god og langsiktig forvaltning av oljeformuen krever at vi skiller beslutningene om hvor mye som skal spares, fra beslutningene om hvordan pengene skal brukes. Handlingsregelen for finanspolitikken er en slik viktig *krittstrek*. [\[6\]](#) Regelen sier at inntektene fra petroleumsvirksomheten spares, mens staten kan bruke avkastningen av oljefondet. Etter at krittstreken er trukket, må utgifter til ulike gode formål prioriteres mot hverandre – ikke mot krittstreken. Svikter evnen til å prioritere blant utgiftene, og krittstreken blir svakere, vil det langsiktige handlingsrommet undergraves nokså raskt. Våre barn vil arve mindre.

Så lenge vi får inntekter fra Nordsjøen, vil fondet stige i verdi. Det gir grunnlag for at bruken av oljepenger kan øke på varig basis. [\[7\]](#)

### Institusjonelle utfordringer

Olje omgjort til penger skaper institusjonelle utfordringer. Et avgjørende spørsmål da vi oppdaget oljen, var om vi ville klare å disiplinere oss nok til at vi ikke ville bruke opp pengene med en gang.

Det såkalte Tempoutvalget fra 1983 ble ledet av tidligere sentralbanksjef Hermod Skånland. Han mente det ikke ville være mulig å sette deler av oljeinntektene til side i et fond:

*"Ut fra de holdninger vi kjenner både i det politiske miljø og generelt i befolkningen, er det vanskelig å tenke seg at hundretalls av milliarder blir plassert som fordringer i utlandet, samtidig som en står overfor udekkede behov innenlands (...)"* [\[8\]](#)

For Skånland var løsningen enkel. Hvis det politiske systemet ikke klarte å sette til side penger, måtte oljekranen åpnes meget sakte. Formuesforvaltningen lå i å porsjonere ut leteområder i Nordsjøen. Olje som ikke var funnet, brant mindre i politikernes lommer enn penger som strømmet inn i statskassen.

Skånlands skepsis var velbegrunnet. De fremtidige oljeinntektene ble brukt som et argument for å la statsbudsjettet gå med store underskudd. Dessuten viste det seg at den faktiske oljeutvinningen – og bruken av inntektene – kom til å stige langt raskere enn Tempoutvalget hadde tilrådd.

Gjennom de første 25 årene gikk det akkurat som Skånland spådde. Alle inntektene fra oljevirkosomheten ble brukt opp. Men de siste 15 årene har inntektene økt så raskt at det har lyktes å legge en del til side. Ser vi hele perioden med oljeinntekter under ett, er nesten halvparten av pengene fra oljevirkosomheten brukt opp. [\[9\]](#)

Forskerne Bye, Cappelen, Eika, Gjelsvik og Øystein Olsen fra Statistisk sentralbyrå skrev i 1994 at statens bruk av oljepenger da var rundt 10 prosent av offentlige utgifter. Det var skatter fra oljesektoren og salg av petroleum – de løpende oljeinntektene – som ble brukt over statsbudsjettet. Forskerne var bekymret for Norges oljeavhengighet. [\[10\]](#)

I dag kan forskerne sove noe bedre om natten. Fremdeles dekkes rundt ti prosent av offentlige utgifter med oljepenger. Men det er en viktig forskjell fra 1994: Nå kommer disse pengene fra avkastningen på oljefondet – ikke fra de løpende inntektene fra oljen. Dermed har vi lyktes i å erstatte oljeinntektene med en varig inntektsstrøm. Vi kan bruke av en evigvarende kilde i stedet for fra en brønn som går tom.

Det kan være slik at oljefondet har kommet over en kritisk verdi, slik at ambisjonen om et evigvarende fond vil lykkes. Men historien er ennå ikke ferdig skrevet. Også historien om John Collett ville kanskje vært skrevet med en annen penn mens formuen var på topp.

Om noen år vil så mye som 15-20 prosent av velferdsstaten kunne finansieres av avkastningen på oljefondet. Men hvis vi skusler bort kapitalen i fondet, må vi enten øke skattene tilsvarende, eller kutte kraftig i velferdsstatens ytelser. Dermed er gevinstene – ikke bare kostnadene – ved å bygge opp et oljefond blitt synlige. Da får det også sine forsvarere.

Stor rikdom skaper likevel noen bekymringer. Et minimumskrav vi må stille til forvaltningen av oljeformuen, er at arbeidskraften og realkapitalens evne til å produsere verdier ikke svekkes. Målsettingen kan virke beskjeden, men er ikke triviell.

Folk i min generasjon vil huske tyskeren Gunter Sachs, en av arvingene til formuen skapt av Opel-familien. Han var kjent for sin uttalelse om at han *”ikke hadde jobbet en dag i sitt liv”*. [\[11\]](#) Sachs kunne fullt og helt leve av sin formue, og pengene ble ikke brukt bare på nyttige ting. For eksempel ble Brigitte Bardot tilgodesett med tusenvis av røde roser, strødd ned over hennes hjem fra et helikopter. Det finnes mange eksempler på individer som har brukt store deler av sin formue på en overdådig livsstil. Men for nasjoner er det ikke mulig å leve på en formue. En nasjon lever, som Erik Brofoss sa det i sin berømte finanstale i 1946, av hverandres arbeid.

Økonomene Jeffrey Sachs og Andrew Warner [\[12\]](#) har vist at land med store naturressurser gjennomgående har opplevd svakere utvikling enn ellers like land. Det er kanskje ikke så merkelig. Plutselig rikdom i en del av økonomien gir økte lønninger og kostnadsnivå også i resten av økonomien. Slik kan en synlig formue svekke og fordrive konkurranseutsatt næringsliv. Økonomer kaller dette "hollandsk syke" etter at Nederland på 60-tallet bygde en ekspansiv økonomisk politikk på store inntekter fra salg av gass. Da gassproduksjonen avtok, måtte økonomien gjennom harde omstillinger. Skjermet sektor måtte krympe og konkurranseutsatt sektor øke. Det var for få igjen i næringslivet til å bære velferdsstaten.

Ressursenes forbannelse er også knyttet til at arbeidsinnsats brukes til tilkaringsvirksomhet fremfor å skape verdier, for å bruke professor Trygve Haavelmos ord. Mange land som raskt har kommet til rikdom er blitt ofre for dette.

Den amerikanske delstaten Alaska har valgt sin egen institusjonelle løsning for å unngå at interessegrupper karer til seg rikdommene. Etter at realverdien av Alaskas oljefond er sikret, deles avkastningen ut til eierne. Hver innbygger mottar en årlig sjekk som de kan bruke på det de ønsker. [\[13\]](#) Følgelig vil innbyggerne ha stor interesse av å beskytte kapitalen i fondet. [\[14\]](#)

Når vi har valgt å bygge opp et fond i offentlig regi, må det ses i sammenheng med at staten også har betydelige pensjonsforpliktelser gjennom Folketrygden. For den norske stat ville det ikke gitt mening å velge en løsning som Alaska, uten samtidig å gjøre noe med pensjonsforpliktelsene.

Så langt har vårt system fungert godt, men det hviler på at politikernes bruk av penger og ønske om å legge oljeinntekter til side – krittstreken – har bred tilslutning.

Svikter dette, og vi bruker vår rikdom til å bevilge oss velferdsordninger som går utover fremtidige arbeidsinntekter, kan oljeinntektene raskt bli en svøpe. Skulle vi for eksempel – i beruselse over Avaldsnes og Aldous Major - det nye store oljefunnet i Nordsjøen – unne oss fem minutter lengre lunsjpause hver dag, er summen av våre fremtidige arbeidsinntekter redusert like mye som verdien av funnet.

## Investeringer i Norge

Hvordan bør vi så spare oljeinntektene?

En passende sammenlikning kan være en familie som vinner en million kroner i Lotto. Familien må ta stilling til hvordan den nye rikdommen skal forvaltes.

- En mulighet er selvsagt å gi bort hele eller deler av gevinsten.
- Familien må deretter ta stilling til hvor mye som skal brukes og hvor mye som skal spares.
- Pengene som brukes, kan gå til en lang ferie eller til å kjøpe ting til huset.
- Velger familien i stedet å spare, stilles den overfor nye valg.
  - Skal pengene investeres i egen bedrift?
  - I naboens bedrift?
  - Eller skal de settes i banken eller lånes ut på annen måte?

Staten har lenge, også før vi oppdaget oljen, hatt et betydelig direkte eierskap i norske bedrifter. Verdien av statens investeringer i norske selskaper er over 600 milliarder kroner. [\[15\]](#) Staten eier mer aksjer i Norge enn i USA, hvor oljefondet har sine største investeringer. [\[16\]](#)

Men vil store investeringer i egen bedrift – eller egen nasjon – garantere vekst og velstand?

Flere Opec-land fikk enorme inntekter etter oljeprissjokkene på 1970-tallet. Her ble den økonomiske veksten ikke bare lav – den ble negativ. [\[17\]](#) Professor Ragnar Torvik skriver at en av hovedårsakene til at det gikk galt var at så mye av ekstrainntektene ble investert innenlands. Politikerne investerte i prosjekter som kanskje var politisk lønnsomme – men økonomisk svært ulønnsomme. [\[18\]](#)

Vi kan også høste erfaringer fra vår egen historie. Etter andre verdenskrig skulle norsk økonomi gjenreises gjennom et stortilt investeringsprogram.

I flere tiår var investeringene opp mot 30 prosent av BNP [\[19\]](#), vesentlig høyere [\[20\]](#) enn det som var vanlig i vestlige økonomier. Men norsk økonomi vokste allikevel svakere enn landene rundt oss. Med en mer effektiv bruk av sparekapitalen kunne vi kanskje forbrukt mer uten at det hadde gått utover den økonomiske veksten.

De store investeringene hadde menneskelige kostnader, ved at forbruket av viktige goder ble rasjonert. Begrenset import av frukt var en synlig pris. Slik jeg husker det, med datidens utvalg av frukt og grønt, var *”fem om dagen”* en langt mer krevende diett enn i dag.

De siste årene har vi gjennomgående investert 15-20 prosent av BNP i Fastlands-Norge, omtrent det samme som våre naboland har gjort. Likevel møter vi stadig ønsker om mer investeringer. Det er kanskje ikke så rart. Vi har vel alle stått i bilkø og irritert oss over dårlig veistandard. Og det er lett å være enig i at investeringer i kunnskap er fornuftig og fremtidsrettet. Men å løse dette ved å flytte krittstreken, er en sikker oppskrift på fremtidig smalhans. Jeg, og kanskje dere også, har kjørt på lite trafikkerte veier med oppsiktsvekkende høy standard. Norge er allerede blant de landene i verden som bruker mest penger på utdanning, uten at resultatene har vært imponerende. [\[21\]](#) Norske bedrifter som vil investere i lønnsomme prosjekter, har tilgang til et velfungerende kapitalmarked, både i Norge og utlandet.

Vi kommer ikke utenom at god forvaltning av formuen må bygge på at investeringer i for eksempel veiprosjekter, utdanning, kulturhus, sykehus og idrettsanlegg prioriteres innenfor de 1000 milliardene som går gjennom statsbudsjettet hvert år. [\[22\]](#)

For å oppnå høyest mulig avkastning av en så stor finansformue som staten i dag eier, må vi basere oss på at oljefondet spares i utlandet. Men det bringer med seg nye avveininger mellom risiko, avkastning og etiske hensyn.

### Moderat risiko

La meg først snakke om avveiningen mellom avkastning og risiko. Hvordan skal vi investere uten å ta for mye risiko? For det første: Når fondet investeres i andre land som ikke er like

råvareavhengige som oss selv, vil nasjonens samlede formue bli mer robust mot svingninger i oljeprisen.

Spredning av formuen betyr selvsagt ikke at vi er skjermet fra oppturer og nedturer. Høsten 2008 falt aksjemarkedene kraftig verden rundt. Da var det ingen steder å gjemme seg, og verdien av fondet falt med nesten 25 prosent. Men oljen som var igjen i bakken under Nordsjøen, mistet enda mer av sin verdi da oljeprisen falt fra 150 til 40 dollar i løpet av et halvt år.

På den annen side kan oljeprisen utvikle seg bedre enn prisene på aksjer. Det siste kvartalets fall i aksjemarkedet er ikke ledsaget av svakere oljepriser.

Norges Bank har også et selvstendig ansvar for å begrense og styre risikoen. Den siste tiden har vi derfor redusert beholdningen av søreuropeiske statsobligasjoner. Vi har også redusert motpartseksponeringen mot europeiske banker.

### Høyest mulig avkastning

Som en langsiktig investor søker Norges Bank ikke bare å begrense faren for å tape formuen. Vi skal også bidra til høyest mulig avkastning på oljefondet innenfor de risikorammer som er satt av eierne. Men hvordan kan vi forvalte formuen slik at den vokser?

Det er nok mange som undrer med dikteren Jan Erik Vold:

*"Du setter*

*som reklamert står*

*kr. 20 000 inn på høyrentekonto*

*i en av våre største banker. Etter seks år*

*kan du gå til banken og få utbetalt*

*kr. 35 532. Spørsmålet er nå: Fra hvem er de*

*15 532 norske kroner tatt?"*

Vold har omtalt dette som:

*”kapitalismens grunnleggende mystikk – hvordan en krone, ved å ligge stille en periode av tid, føder en tiøring ved siden av seg”. [\[23\]](#)*

Det fremgår at diktet er noen år gammelt – vi må litt tilbake i tid for å finne både tiøringer og renter på 10 prosent (som er rentefoten i diktet).

En krone som gir avkastning ligger imidlertid ikke stille. Den representerer ressurser som brukes til å bygge produksjonskapasitet. Tiøringen er en merverdi som skapes når kapitalen settes i arbeid.

Når vi investerer oljepengene som finansformue i utlandet, kjøper vi en andel av verdens fremtidige verdiskaping, som vi senere kan hente hjem og få glede av her.

Som investor står oljefondet prinsipielt sett overfor to alternativer: Skal vi eie, det vil si kjøpe aksjer, eller skal vi låne bort pengene til bedrifter og stater, det vil si kjøpe obligasjoner? Avkastningen til begge alternativene avhenger i bunn og grunn av utviklingen i verdens næringsliv, av verdens økonomiske fremtid. Også når vi låner bort til stater er vi avhengig av hvordan det går med bedriftene, fordi statene lever av skatteinntekter.

Når vi låner ut penger – ved å kjøpe obligasjoner – plikter låntakeren å betale oss på forhånd fastsatte renter og avdrag helt til obligasjonen løper ut. Så sant låntakeren er i stand til å gjøre opp for seg, får vi lånebeløpet tilbake ved forfall. Og om bedriften skulle gå konkurs, har obligasjonseierne høyere prioritet enn aksjeeierne.

Å eie aksjer er derfor mer risikabelt. Aksjonærene stiller bakerst i køen når bedriftens inntekter skal fordeles. Men det er heller ingen grenser for hvor stor gevinsten kan bli, om bedriften gjør det bra. Derfor svinger aksjekurser mye i verdi. Vi reduserer risikoen i våre aksjeplasseringer ved å ha et spredt eierskap. Vi eier aksjer i mer enn 8000 selskaper.

Motstykket til den høyere risikoen er at aksjeeiere krever høyere forventet avkastning. De siste 110 år har aksjeeierne i gjennomsnitt fått 4 prosentpoeng høyere avkastning enn långivere hvert år. [\[24\]](#)

Hvis avkastningen på aksjer er større enn på obligasjoner, burde vi kanskje hatt mest mulig av fondet i aksjer. [\[25\]](#) Det er grunn til å regne med at obligasjonskursene svinger mindre, og av og til stiger når aksjekursene faller. En viss kombinasjon av aksjer og obligasjoner kan bedre forholdet mellom avkastning og risiko.

Finansdepartementet har veid mellom avkastning og risiko og, med tilslutning fra Stortinget, bestemt at 60 prosent av oljefondet skal investeres i aksjer. Valget av aksjeandel vil bestemme mye av fondets avkastning og risiko, og er dermed en av de viktigste beslutningene om forvaltningen av fondet. Nesten 40 prosent er investert i obligasjoner, både statsobligasjoner og private obligasjoner, og litt i eiendom. [\[26\]](#)

Særlig statsobligasjoner var lenge ansett som trygge plasseringer. Den tanken lå også bak Statens Reservefond. Det ble opprettet i 1904 for å investere i ”førsteklasses” utenlandske papirer, i første rekke franske, tyske og britiske statsobligasjoner. Den høye inflasjonen etter første verdenskrig førte til at realverdien av fondet ble halvert. Fondet ble nedlagt i

1925. [27] Flere har sagt at investeringer i statsobligasjoner gir "risikofri avkastning". Når vi nå ser utviklingen i euroområdet, er det kanskje riktigere å kalle det for "avkastningsfri risiko", for å bruke Yngve Slyngstads ord.

En tredje form for investeringer er oljefondets direkte kjøp av fast eiendom, foreløpig i London og Paris. Her kjøper vi en stor andel – gjerne 25-75 prosent – av store eiendomsprosjekter. [28] Som investor med langsiktig perspektiv håper vi å hente avkastning også i dette markedet.

### En stor og langsiktig investor

Når vi kjøper eiendeler i et selskap, skjer det etter både etiske og økonomiske vurderinger.

Enkelte selskaper investerer vi ikke i. Selskaper som produserer våpen som bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, og tobakksprodusenter er utelukket. Korrupsjon eller medvirkning til miljøskader kan også føre til utestenging. I alt er om lag 50 selskaper holdt utenfor. [29] Men ofte kan det være et dilemma om vi skal trekke oss helt ut eller gå i dialog med selskapet. Trekker vi oss ut, mister vi muligheten til å påvirke.

Nå eier vi aksjer i mer enn 8 000 selskaper rundt om i verden. Som aksjonær har vi stemmerett når det skal fattes viktige beslutninger om selskapene vi eier. Skal vi aktivt søke å påvirke utviklingen eller skal vi forholde oss passivt? Mange store fond velger det siste. Det er ressurskrevende å sette seg inn i saker som skal opp på selskapenes generalforsamlinger, og ikke minst: Vi må ta stilling til krevende spørsmål.

Fondet eier i dag rundt 1 prosent av verdens børsnoterte selskaper. Det er både mye og lite. For mindre enn 1 promille av verdens innbyggere er det mye å eie 1 prosent av aksjene. Men 1 prosent kan synes som *for lite* til å utøve eiermakt.

Vi har likevel valgt å stemme. I mange av selskapene er eierskapet spredt. Da er selv 1 prosent en stor eierpost. Fondet har også større eierandeler – opp mot 10 prosent – i en rekke bedrifter. Da har vi muligheten til å påvirke selskapene i den retningen vi ønsker.

Stemmegivningen styres av noen få overordnede prinsipper. [30] Som minoritetsaksjonær er likebehandling av aksjonærer og ansvarliggjøring av selskapenes styre to sentrale punkter for vår langsiktige forvaltning.

Bredden i og lengden på vårt eierskap fører også til at vi må ta videre hensyn enn rent bedriftsøkonomiske. En industribedrift som forurenser og skader nabobedriftene, bekymrer kanskje ikke bedriften selv. Men det bekymrer oss fordi vi også eier litt av bedriftene som rammes av forurensningen. Vannforvaltning og klima er to områder vi har rettet høy oppmerksomhet mot.

I tillegg til å stemme har vi dialog med ledelsen i en rekke selskaper. Da må vi huske på at når vi hever pekefingeren mot et selskap, hever vi den også mot lover og praksis i landene der selskapet lovlig driver sin virksomhet. Vi stiller krav, men vi er samtidig gjester i våre naboers hus.



Overdreven aktivisme i andre land kan virke mot sin hensikt. Skepsis mot utenlandske investorer, og særlig mot store statlige fond, er ikke et ukjent fenomen. Vi kan risikere å bli oppfattet som et politisk fond fremfor en finansiell investor. Vi har derfor valgt etiske retningslinjer og styringsprinsipper som er forankret gjennom FN og OECD. [\[31\]](#)

Gjennomgående erfarer vi at fondet blir oppfattet som en velkommen finansiell investor - ikke som en politisk aktør. Tidligere sentralbanksjef i Sør-Afrika Tito Mboweni fortalte meg at han likte investeringer fra oljefondet bedre enn utviklingsstøtte. *"Bistand betyr at dere synes synd på oss,"* sa han til meg, *"investeringer betyr at dere tror på oss."* [\[32\]](#)

## Avslutning

Jo større den synlige formuen blir, desto større er risikoen for at gode forvaltningsprinsipper kommer i bakgrunnen. Både John Collett og Gunter Sachs hadde store formuer, og brukte rundelig av dem mens de levde. Samtidig var begge opptatt av å bygge varige verdier gjennom forskning. Sachs etablerte et institutt som anvendte avanserte matematiske metoder til å studere sammenhengen mellom stjernenes plassering og enkeltmenneskers skjebner. [\[33\]](#) Collett var mer jordnær. Han forsket på nye dyrkingsmetoder i landbruket og var en pådriver for å dyrke poteter her i østlandsområdet. [\[34\]](#) Som bidrag til varig vekst må vi vel si at Collett traff bedre enn Sachs.

Nærheten til verdifulle naturressurser har gitt Norge store muligheter. Fortsatt fører ny teknologi og nye funn til at vi kan skrive opp verdien på vår oljeformue.

To felt i Norskehavet hvor det nylig er påvist gass og olje, Galtvort og Gygrid, har fått navn fra bokserien om Harry Potter, en gutt med magiske evner. I en av bøkene beskrives lykkedrikken Felixir. Denne mystiske drikken er vanskelig å lage. Konsekvensene kan bli katastrofale dersom man blander ingrediensene galt. Men den som får det til, vil *"lykkes i alt man tar seg til"*. Felixir har samtidig noen svært uheldige bivirkninger. Den som drikker for mye av den, risikerer svimmelhet, uaktsomhet og ikke minst; farlig overvurdering av egne evner. [\[35\]](#)

Myndighetene, og vi i Norges Bank som forvalter Statens pensjonsfond utland, er avhengige av at valgene som tas i den økonomiske politikken, har legitimitet og tillit. Uten langsiktig tenkning, vil vi ikke lykkes med å forvalte vår rikdom på en god måte. Så langt ser det ut som vi har klart å blande og drikke en passe dose Felixir, men vi må være på vakt.

Takk for oppmerksomheten.

## Fotnoter

\* Kontaktinformasjon: Norges Bank, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo. E-post: jan.qvigstad@norges-bank.no. Takk til Amund Holmsen, Marie Norum Lerbak og Øystein Sjølie for god hjelp under arbeidet med foredraget. Takk også til Ola Peter Krohn Gjessing, Espen Henriksen og Pål Winje for nyttige kommentarer.

1. Alf Collett (1915): *Familien Collett og Christianialiv i gamle dage*, Cappelen, Kristiania

2. Se *Faktaheftet* 2011, Olje- og energidepartementet (tilgjengelig her: <http://www.npd.no/no/Publikasjoner/Faktahefter/Fakta-2011/>)
3. Se Perspektivmeldingen 2009, pkt 4.5, tilgjengelig her: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/pressecenter/pressemeldinger/2009/perspektivmeldingen-2009.html?id=542381>
4. Generasjonsperspektivet var nokså fraværende i det første offentlige dokumentet som bredt drøfter oljens plass i det norske samfunn, Stortingsmelding nummer 25 fra 1974. Oppmerksomheten var rettet mot hvordan staten skulle bruke inntektene fra oljesektoren til å skape "*et kvalitativt bedre samfunn*" – umiddelbart. Forekomstene av olje ble ikke på samme måte som i dag drøftet som formue som skal forvaltes. Se St. meld. nr 25 (1973-74) Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn, Finansdepartementet
5. I 1985 skrev professor Steinar Strøm at det var menneskelig forståelig at den nye oljerikdommen ble feiret med "en runde på byen". Samtidig pekte han på at store oljeinntekter etter hvert ville gjøre det mulig å sette til side penger i et fond i utlandet. Steinar Strøm (1985): "Oljemilliardene – Pengegalopp til sorg eller glede?", *Sosialøkonomen*, 1, s. 24
6. St. meld. nr. 29 (2000 -2001) Retningslinjer for den økonomiske politikken, Finansdepartementet
7. I 1977 beskrev den kanadiske økonomen John Hartwick prinsippene for forvaltning av en naturressurs hvis eieren vil at ressursen skal produsere en evigvarende inntekt, se John M. Hartwick (1977): "Intergenerational Equity and the Investment of Rents from Exhaustible Resources", *American Economic Review*, 67, desember, s. 972-974.
8. NOU 1983:27 Petroleumsvirksomhetens framtid, s. 90
9. Se beregninger fra Finansdepartementet her: [http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/norsk\\_ekonomi/bruk-av-oljepenger-/hvor-mye-oljepenger-har-vi-brukt-sa-lang.html?id=450461](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/norsk_ekonomi/bruk-av-oljepenger-/hvor-mye-oljepenger-har-vi-brukt-sa-lang.html?id=450461)
10. Torstein Bye, Ådne Cappelen, Torbjørn Eika, Eystein Gjelsvik og Øystein Olsen (1994): "Noen konsekvenser av petroleumsvirksomheten for norsk økonomi", Statistisk sentralbyrå rapporter, 94/1, s.36
11. Se for eksempel nekrologen "Gunter Sachs", *The Telegraph*, 9. mai 2011 (tilgjengelig her: <http://www.telegraph.co.uk/news/obituaries/8503379/Gunter-Sachs.html>)
12. Jeffrey Sachs og Andrew Warner (1995): "Natural Resource Abundance and Economic Growth", NBER Working Paper 5398
13. Se blant annet nettsidene til Alaska Permanent Fund: <http://www.apfc.org/home/Content/dividend/dividend.cfm>
14. Dette kan sammenlignes med å bruke hele avkastningen av fondet på skattelettelser.
15. St. meld. nr. 13 (2010 -2011) Aktivt eierskap – norsk statlig eierskap i en global økonomi, Nærings- og handelsdepartementet (tilgjengelig her: <http://www.regjeringen.no/pages/16193771/PDFS/STM201020110013000DDDPDFS.pdf>) og årsrapportene for Statens pensjonsfond Norge og Statens pensjonsfond utland.
16. Se fondets beholdninger på NBIMs hjemmeside: <http://www.nbim.no/no/Investeringer/beholdninger/>
17. I gjennomsnitt gikk nasjonalinntekten i Opec-landene ned med 1,3 prosent per år i perioden mellom 1965 og 1998, samtidig som de økte oljeproduksjonen.
18. Se notatet "Globalisering, olje og pensjonsfondet" av Ragnar Torvik, tilgjengelig på Utenriksdepartementets hjemmeside (<http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/kampanjer/refleks/innspill/oekonomi.html?id=491448>)
19. Se nasjonalregnskapsdata fra Statistisk Sentralbyrå, tilgjengelig her: <http://www.ssb.no/histstat/aarbok/ht-0901-355.html> og historiske data tilgjengelige på Norges Banks hjemmeside: <http://www.norges-bank.no/en/price-stability/historical-monetary-statistics/>

20. Se for eksempel data fra Verdensbanken, tilgjengelig fra [www.databank.worldbank.org](http://www.databank.worldbank.org)
21. Se resultatene av Pisa-undersøkelsen her: <http://www.pisa.no/resultater/index.html>
22. <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2012/>
23. Diktet "Kapitalismens grunnleggende mystikk" er hentet fra Jan Erik Vold (1989): *Elg*, Gyldendal Norsk Forlag
24. Se Credit Suisse *Global Investment Returns Yearbook 2011*(tilgjengelig her: [https://infocus.credit-suisse.com/app/\\_customtags/download\\_tracker.cfm?dom=infocus.credit-suisse.com&doc=/data/\\_product\\_documents/\\_shop/300847/credit\\_suisse\\_global\\_investment\\_yearbook\\_2011.pdf&ts=20110326172226](https://infocus.credit-suisse.com/app/_customtags/download_tracker.cfm?dom=infocus.credit-suisse.com&doc=/data/_product_documents/_shop/300847/credit_suisse_global_investment_yearbook_2011.pdf&ts=20110326172226))
25. Private investorer, med kortere investeringshorisont, bør ha lavere aksjeandel.
26. Se mer om investeringsstrategien til Statens pensjonsfond utland på NBIMs hjemmeside <http://www.nbim.no/no/Investeringer/>
27. Aanund Hylland (2005): "Statens reservefond 1904-25. Et forsøk på å binde politisk handlefrihet?", *Penger og Kreditt*, nr. 3, s. 182.
28. Les mer om eiendomsinvesteringene her: <http://www.nbim.no/no/Investeringer/sammensetning/eiendomsinvesteringene/>
29. Det er Finansdepartementet som beslutter hvilke selskaper som skal utelukkes, les mer om dette på departementets hjemmesider: [http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/statens\\_pensjonsfond/ansvarlige-investeringer/negativ-filtrering-og-uttrekk.html?id=447009](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/statens_pensjonsfond/ansvarlige-investeringer/negativ-filtrering-og-uttrekk.html?id=447009)
30. Se mer om retningslinjer for eierskapsutøvelsen på NBIMs hjemmeside <http://www.nbim.no/no/Investeringer/Eierskapsutovelsen/>
31. Se mer om FNs retningslinjer "Global Compact" her: <http://www.unglobalcompact.org/> og mer om OECDs retningslinjer her: [http://www.oecd.org/topic/0,3699,en\\_2649\\_37439\\_1\\_1\\_1\\_1\\_37439,00.html](http://www.oecd.org/topic/0,3699,en_2649_37439_1_1_1_1_37439,00.html)
32. Sør-Afrika mottok 149,5 millioner kroner i bistand fra Norge i 2010. Se Norads hjemmesider: <http://www.norad.no/no/om-bistand/norsk-bistand-i-tall>
33. Se nekrologen "Gunter Sachs", The Telegraph, 9. mai 2011 (tilgjengelig her: <http://www.telegraph.co.uk/news/obituaries/8503379/Gunter-Sachs.html>)
34. Sigurd Høst (1936): *Norges historie : med viktigere avsnitt av Danmarks og Sveriges historie. For middelskoler og ungdomsskoler*, Gyldendal Norsk Forlag, Oslo
35. J. K. Rowling (2005): *Harry Potter og Halvblodsprinsen*, Damm