

Perspektiver for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem i Polyteknisk forening i Oslo.

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

Et tankevekkende funn fra økonomisk forskning er den såkalte "ressursenes forbannelse". I en studie fra 1995 viste økonomene Jeffrey Sachs og Andrew Warner [\[1\]](#) at land med store naturressurser gjennomgående ikke blir rikere. Ressursrikdommen er ikke nødvendigvis en velsignelse, men ofte snarere en forbannelse. De la vekt på at bruk av formuen skyver ut konkurransen næringsliv og dermed svekker vekstevnen – såkalt hollandsk syke.

Halvor Mehlum, Kalle Moene og Ragnar Torvik [\[2\]](#) finner at sammenhengen mellom økonomisk utvikling og forekomst av naturressurser er mer sammensatt; mange land blir fattigere av å oppdage store ressurser, andre blir rikere. Deres konklusjon er at kvaliteten på det institusjonelle rammeverket er avgjørende. Stor rikdom fra naturens side kan ofte legge til rette for at interessegrupper bruker mye tid og krefter på å karre til seg verdiene, slik at landets produktivitet svekkes. Høy kvalitet på institusjonene demper denne tendensen.

Oljefondet, som nå heter Statens pensjonsfond utland, har motvirket at Norge er utsatt for ressursenes forbannelse. Jeg skal her si litt om hvordan fondsmekanismen er utviklet.

Jeg vil også benytte anledningen til å gi uttrykk for Norges Banks syn på hvordan strategien for fondet kan utvikles videre. Fondets resultater, som får stor oppmerksomhet, er først og fremst et resultat av hvordan investeringene er fordelt mellom ulike aktivaklasser som aksjer og obligasjoner. Denne fordelingen er en viktig del av fondets strategi.

Figur: Tidslinje for forvaltning av oljeformuen

Hvordan fondet er bygget opp

Etter at Norge fant olje i Nordsjøen i 1969, ble det tidlig klart at verdiene antagelig var svært store. Inntektene ville forandre det norske samfunnet [\[3\]](#). Det såkalte Tempoutvalget [\[4\]](#) – ledet av Hermod Skånland – lanserte i 1983 ideen om å opprette et oljefond. Forslaget var å sette opp et utjevningsfond. Ifølge utvalget skulle statens inntekter fra oljesektoren overføres til fondet. Hvert år skulle et gjennomsnitt av de siste årenes oljeinntekter overføres til statsbudsjettet og benyttes på linje med andre inntekter.

Tilliten til statens evne til å spare var begrenset i utvalget. Det skriver blant annet dette om et sparefond:

”De politiske organer må selv ta stilling til om en slik fondsoppbygging for å unngå framtidig inntektsnedgang er realistisk. Utvalget velger for sin del ikke å bygge på en slik forutsetning.”

Tanken om et statlig oljefond modnet i løpet av 1980-tallet. Willoch-regjeringen gikk inn for å etablere et slikt fond i Langtidsprogrammet som ble lagt fram våren 1986, og loven om Statens petroleumsfond ble vedtatt i 1990.

De viktigste kjørereglene er:

For det første: Alle statens inntekter fra petroleumsvirksomheten går til fondet.

For det andre: Fondet er integrert i statens budsjetter og regnskaper. Statens underskudd utenom oljeinntektene dekkes av en årlig overføring fra fondet. Staten kan ikke låne for å dekke løpende utgifter så lenge det er midler i fondet.

For det tredje: Midlene i fondet kan bare tas i bruk innenlands via den generelle overføringen til statsbudsjettet. Overføringen er ikke øremerket særskilte formål.

For det fjerde: Fondets kapital må investeres i utlandet.

Loven ble satt i verk under en dyp lavkonjunktur i norsk økonomi, med høy arbeidsledighet og underskudd på statsbudsjettene. Prognoser tydet også på at produksjonen på norsk sokkel ville passere toppen tidlig på 1990-tallet [5]. De som arbeidet med forslaget om loven i Finansdepartementet den gangen tvilte nok på om det noen gang ville bli spart oljepenger og stilte kanskje også spørsmål ved nytten av fondet.

Til å begynne med var fondskonstruksjonen bare en øvelse i bokføring. Statens petroleumsinntekter gikk til fondet, men hele beløpet ble tilbakeført til statsbudsjettet for å dekke deler av underskuddet utenom oljeinntektene. Men norsk økonomi hentet seg inn, og overføringene til fondet startet i 1996.

Fondet har siden fungert som en buffer mellom store svingninger i oljeinntektene og offentlige 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.

Handlingsregelen for bruk av oljepenger, som ble vedtatt i 2001, sier at staten skal bruke – som et gjennomsnitt over konjunktursyklusen – den antatte normale realavkastningen av fondskapitalen over statsbudsjettet. Denne avkastningen er anslått til 4 prosent. Regelen sikrer at selve fondskapitalen ikke blir brukt, med mindre realavkastningen på fondet blir lavere enn 4 prosent. Dermed får også framtidige generasjoner glede av oljeformuen.

Det er også viktig at staten kan sette sammen sin portefølje av finansielle investeringer uten å skjele til finansieringsbehovet i norske bedrifter. Bedriftene kan på sin side velge finansieringsstruktur uavhengig av statens finansielle investeringer. Kapitalmarkedet ligger mellom staten som investor og bedriftenes kapitalbehov, og det sørger for at statens og bedriftenes valg kan atskilles. Det norske kapitalmarkedet er del av et nordisk marked og i økende grad også del av et større internasjonalt marked. Kapitalmarkedene er svært effektive verktøy for å kanalisere midler fra de som sparer til de som investerer.

Siden pengene begynte å komme inn i fondet har spareplanen holdt. Det tyder på at både fondsmekanismen og handlingsregelen er godt forankret. Dette er en forutsetning for å unngå ressursenes forbannelse.

På den annen side er det bare skjedd et år – i 2007 – at regjeringen i sitt budsjettforslag har gått inn for å bruke mindre enn 4 prosent av oljefondet. Senere har det vist seg at bruken av oljepenger har blitt mindre enn 4 prosent av fondet også i 2006 og 2008.

Fondet er i ferd med å bli en viktig kilde til finansiering av offentlige utgifter i tiårene som kommer. Det er nå 3000 milliarder kroner, eller 120 prosent av BNP, hvorav 600 milliarder stammer fra avkastning i internasjonal valuta. Staten kan nå bruke 120 milliarder kroner i året fra fondet uten å redusere realverdien.

Om en ti års tid er fondet anslått å bli to ganger årlig verdiskaping [\[6\]](#) . Samlede offentlige utgifter utgjør noe mindre enn halvparten av BNP. Fondet vil da kunne bli om lag fire ganger så stort som samlede offentlige utgifter. Med uttak fra fondet i tråd med handlingsregelens 4 prosent vil det dermed kunne finansiere 15-20 prosent av statens utgifter om ti år. En stor andel av statens utgifter blir dermed finansiert uten at økonomiens virkemåte blir forstyrret av skatter og avgifter.

Figur: Tidslinje for forvaltningen av fondet

De første overføringene til fondet ble forvaltet på samme måte som Norges Banks valutareserver: i statsobligasjoner utstedt av våre viktigste handelspartnere.

Fondet har imidlertid et helt annet formål enn valutareservene, og den operative forvaltningen måtte også være ulik. Den viktigste forskjellen var tidshorizonten. Fondet skal vare lenge, helst mange tiår.

I løpet av 1996 ble det overført om lag 40 milliarder kroner til fondet, og det ble klart at det kunne bli ganske stort. Det er nok riktig å si at det var delte oppfatninger innad i Norges Bank da det ble diskutert om Norges Bank skulle påta seg forvaltningsoppdraget. Det var særlig tre utfordringer banken så for seg.

For det første: Banken kunne risikere sitt renommé ved å påta seg oppdraget.

For det andre: Ville det være mulig for en sentralbank å opptre som en profesjonell kapitalforvalter?

For det tredje: Hvordan kunne virksomheten eventuelt organiseres i Norges Bank?

Norges Banks hovedstyre under ledelse av Kjell Storvik valgte å påta seg oppdraget. Videre løste banken de to andre utfordringene ved å delegerer forvaltningen til en egen enhet for kapitalforvaltning – Norges Bank Investment Management eller NBIM. En sentral faktor her var å opprette NBIM som en forretningsenhet med klare økonomiske mål. Endelig opprettet vi vannrette skott – såkalte kinesiske murer – mellom NBIM og resten av banken. NBIM deltar ikke i de pengepolitiske diskusjonene og får heller ikke innsikt i bankens arbeid med ulike spørsmål.

Vinteren 1997 skriver Norges Bank i et brev til Finansdepartementet at tidshorizonten taler for at en betydelig del av fondet – minst 30 prosent – plasseres i det internasjonale aksjemarkedet. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 drøfter Finansdepartementet dette spørsmålet og fastsetter aksjeandelen til 40 prosent.

I korrespondanse mellom Norges Bank og Finansdepartementet finnes også støtte for handlingsregelens forutsetning om en realavkastning på 4 prosent, med en aksjeandel i fondet på 40 prosent [\[7\]](#).

I 1998 startet investeringene i børsnoterte aksjer i 21 land, alle med et noenlunde utviklet finansmarked. Senere er nye land lagt til i referanseporteføljene. I 2007 ble småselskaper inkludert i referanseporteføljen. Fondet har nå aksjer i over 8000 bedrifter i nesten 50 forskjellige land. Obligasjonsporteføljen ble utvidet fra 10 til 18 land i 1998. Etter 2002 har fondet gradvis gått inn i markedet for obligasjoner utstedt av private bedrifter og pantsikrede papirer.

Figur: Avkastning i fondet

Analyser pekte i 1998 i retning av høyere avkastning enn det som så langt er realisert. Det er verdt å merke seg at fondet i dag likevel er betydelig større enn ventet for 10-12 år siden. Gode olje- og gasspriser har gitt store tilførsler til fondet. Høy avkastning på oljen under bakken har mer enn oppveiet lav avkastning på verdipapirene.

Siden aksjeinvesteringene startet i 1998 har gjennomsnittlig årlig realavkastning i fondet vært vel 3 prosent etter kostnader [\[8\]](#). Dette tallet er preget av finanskrisen. Oljefondets korte historie omfatter et tapt tiår i aksjemarkedet, med to perioder med kraftige fall.

I finanskriser som den vi nettopp har vært gjennom, er det ingen steder å gjemme seg for staten som investor. Selv om det er mindre synlig, er også avkastningen av offentlige realinvesteringer i Norge lavere i dårlige økonomiske tider.

Størrelsen på den beregnede oljeformuen på sokkelen varierer selvsagt også kraftig med olje- og gassprisene og med stadig nye prognoser for oljereservene. Finansdepartementet anslår nå at statens andel av gjenværende petroleumsformue er 3600 milliarder kroner ved utgangen av 2010. Det er om lag 550 milliarder lavere enn det departementet anslo for ett år siden.

Figur: Eierandeler i selskaper

Sommeren 2007 besluttet Finansdepartementet å øke aksjeandelen i fondet fra 40 til 60 prosent og redusere andelen obligasjoner tilsvarende. Høye olje- og gasspriser, høy oljeproduksjon og gode konjunkturer i norsk økonomi bidro til store overføringer til fondet gjennom 2007 og 2008. Gjennom 2008 falt aksjekursene kraftig.

Dette sammentreffet innebar at fondet kjøpte aksjer for over 1000 milliarder kroner fra sommeren 2007 til sommeren 2009. Med verdifall på 23 prosent eller 630 milliarder kroner er det jo forståelig at resultatet i 2008 fikk stor oppmerksomhet. Det viktigste for fondet var

kanskje at eierandelene i verdens aksjemarkeder ble doblet. Etter høy avkastning det siste halvannet året, er også tapene vunnet tilbake.

Figur: Nominelt rentenivå og kostnaden ved egenkapital

Fondet er som nevnt blitt større enn vi forventet for et godt tiår tilbake, fordi høye oljepriser har mer enn oppveiet ganske lav avkastning i de internasjonale kapitalmarkedene. Ser vi framover tyder markedsprisene på forventninger om at rentene vil ligge lavt i mange år. Realrenten på obligasjoner med lang løpetid er presset ned av sentralbankers kjøp av statsobligasjoner. La oss likevel legge til grunn en gjennomsnittlig nominell avkastning på fondets rentepapirer på 3 prosent framover.

Det er derimot ikke tegn til lave avkastningskrav i aksjemarkedet. Utbyttebetalingene er høye i forhold til markedsverdien av selskapene. Enkle verdsettingsmodeller [\[9\]](#) tyder på at aksjonærenes krav til avkastning er mellom 8 og 10 prosent, et ganske normalt nivå.

Til sammen gir dette en nominell avkastning for fondet på mellom 6 og 7 prosent. I tillegg ventes positive bidrag til avkastningen fra obligasjoner utstedt av andre enn stater, fra den aktive forvaltningen og etter hvert fra eiendom. Det er vide rammer for usikkerheten i slike anslag. Vi mener likevel det fortsatt er rimelig at regjeringen bygger sine uttak fra fondet på en forventning om en årlig realavkastning, det vil si avkastningen etter at inflasjonen er trukket fra, på 4 prosent. Økningen i aksjeandel fra 40 til 60 prosent gir ikke grunnlag for høyere uttak fra fondet. Det gjenspeiler at utsiktene for avkastningen i internasjonale markeder generelt er noe svakere nå enn for 10 år tilbake.

Figur: Meravkastning, årlig akkumulert siden oppstart og kvartalsvis

Avkastningen på lang sikt og de store årlige endringene i fondets verdi bestemmes i hovedsak av utviklingen i finansmarkedene. De viktigste spørsmålene er derfor knyttet til fondets strategi. Vi har likevel hele tiden søkt å utnytte muligheten for lønnsom aktiv forvaltning. Hovedstyret fastsatte i 2001 et mål om at den aktive forvaltningen skal bidra med en meravkastning på 0,25 prosentpoeng årlig. Dette høres kanskje verken særlig mye eller krevende ut. Ifølge beregninger utført av Finansdepartementet økte forventet realavkastning av fondet med 0,4 prosentpoeng ved å øke aksjeandelen fra 40 til 60 prosent [\[10\]](#). I en slik sammenligning fortoner ikke et bidrag på 0,25 prosentpoeng seg som lite.

Det er også ganske krevende å oppnå. I utgangspunktet er det en stor grad av effisiens i finansmarkedene. I en modell deler nobelprisvinner William Sharpe investorene i to grupper: passive og aktive investorer. I denne modellen vil alle passive investorer få en avkastning på linje med det generelle markedet. De aktive investorene vil i gjennomsnitt gjøre det dårligere enn markedsavkastningen, på grunn av kostnadene [\[11\]](#).

At rasjonelle og profittmotiverte aktører i gjennomsnitt skal tape penger, er et paradoks som ble påpekt av Sanford Grossman og Joseph Stiglitz i 1980 [\[12\]](#). For at investorer og forvaltere skal bruke ressurser på å innhente og analysere informasjon, må det finnes tilstrekkelig med muligheter for profitt i markedene til at disse kan få dekket sine kostnader. Grossman-Stiglitz-paradokset ga støtet til å justere hypotesen om effisiens i markedene. En modifisert versjon hevder at finansmarkedene er nær effisiente det meste av tiden, men at

aktiv forvaltning er nødvendig for å eliminere feilprisinger og bringe markedene i retning av effisiens [\[13\]](#) .

Da panikken grep markedene høsten 2008, falt verdien samtidig på mange papirer som tidligere hadde hatt liten samvariasjon. Det kom som en overraskelse at samvariasjonen ble stor mellom investeringer i for eksempel japanske statsobligasjoner med inflasjonssikring, obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner som Den europeiske investeringsbanken, europeiske bankobligasjoner med fortrinnsrett og amerikanske boliglånsobligasjoner.

En investor som oljefondet kan godt bære manglende likviditet en periode. Vi var forberedt på å sitte med mange av rentepapirene til forfall, og de aller fleste debitorer ser ut til å betale gjelden som forpliktet. Krisen avdekket likevel at posisjonene var mer utsatte for en underliggende og systematisk risiko enn vi på forhånd kanskje var klar over.

I stortingshøringen i 2009, rett etter rapportering av store tap i 2008, ga jeg uttrykk for at med mindre de økonomiske utsiktene ville gå fra vondt til vesentlig verre, ville vi komme til å få bokført en stor meravkastning fra den aktive forvaltningen de nærmeste årene. Det lå nok en viss redsel for sammenbrudd i det finansielle systemet bak det store fallet i kursene. Mye tydet likevel på at en vesentlig del skyldtes liten likviditet i markedene. Siden andre kvartal i fjor er de bokførte verdiene skrevet opp enda raskere enn vi torde håpe. Avkastningen er også blitt god som følge av en viss restrukturering av porteføljen. Det ble holdt fast ved den aktive forvaltningen gjennom krisen. Det har vist seg å være viktig at den kunne føres videre.

Resultatene fra den aktive forvaltningen har i all hovedsak vært gode. Verdiskapingen fra denne delen av forvaltningen har som et gjennomsnitt ligget på 0,3 prosentpoeng i året. Til sammen har denne forvaltningen bidratt til å øke fondsverdien med flere titalls milliarder kroner.

Figur: Sentrale deler i SPU's investeringsstrategi

Finansdepartementet fastsetter investeringsstrategien til Statens pensjonsfond utland, mens Norges Bank som forvalter gir jevnlig råd.

Vi la i sommer fram forslag til hvordan strategien kan utvikles videre [\[14\]](#) . I forslaget har vi forsøkt å illustrere hvordan de ulike elementene i strategien står i forhold til hverandre. Vi har også pekt på områder hvor vi mener retningslinjene for fondets investeringer kan bli bedre.

Referansen for obligasjoner har flere svakheter. Vi har lært at vi ikke nødvendigvis skal investere mest hos de bedrifter og stater som er de ivrigste låntakerne. Dette fører til at store låntakere får en stor vekt i porteføljene.

Vår vurdering er at referansen for obligasjoner heller bør vektas ut fra inntektene som skal betjene gjelden. BNP-vekter fremstår da som det mest aktuelle alternativet for statsgjeld.

Både aksje- og renteporteføljen er satt sammen etter regionale vekter. Dagens fordeling ble fastsatt dels på grunnlag av norske importvekter fra midt på 1990-tallet. Det er grunn til å

vurdere om regionvektene bør avvikles, slik at fondet i utgangspunktet har like store eierandeler i alle selskaper i de godkjente markedene. En avvikling av regionvektene vil føre til at andelen av fondet som er plassert i Europa går ned, både for aksjer og rentepapirer. Investeringene i Amerika og Asia vil i så fall øke. Ved en eventuell omlegging må en også ha for øye hvor stabile de økonomiske og politiske systemene kan vurderes å være.

Når aksjekursene stiger sterkt, vil aksjeandelen øke utover den strategiske vekten på 60 prosent. Det er regler for hvordan vi da skal rebalansere, det vil si selge aksjer og kjøpe obligasjoner, for å bringe andelen tilbake til 60 prosent. Disse reglene er viktigere enn mange kanskje tror. Vi ser at mange investorer ventet lenge, antagelig for lenge, med rebalanseringen av sine porteføljer under og etter krisen, da aksjeandelene falt kraftig. Også for oljefondet kan det være grunn til å se nærmere på reglene med sikte på mer automatikk, mindre skjønnsutøvelse og trolig også større åpenhet.

Det er viktig å ta utgangspunkt i fondets særpreg: en langsiktig, stor investor uten løpende likviditetsbehov, når en skal vurdere hvilken investeringsstrategi som er mest hensiktsmessig.

Departementet sa i vårens stortingsmelding om fondet at innslaget av lite likvide eiendeler bør øke. "Videreutvikling [av strategien] vil sikte mot ytterligere risikospredning og økt vektlegging av investeringer som drar fordel av fondets størrelse, langsiktighet og evne til å holde mindre omsettelige eiendeler," heter det i meldingen.

Fondets eiendeler skilles i dag i to klasser: aksjer og obligasjoner. Framover kan en tredeling være bedre for nå fondets langsiktige mål.

Den første klassen er aksjer. Denne klassen er den mest risikoutsatte og gir den høyeste forventede avkastningen. Den utgjør 60 prosent av fondet, noe som gjenspeiler risikoviljen til fondets eier. I dag kan fondet bare investeres i aksjer som er notert på godkjente børser. Det er naturlig at fondet kan investere i selskaper med planer om snarlig børsnotering. Unoterte aksjer, såkalt private equity, vil kunne ha sin plass i selve investeringsuniverset. De gode private equity-selskapene kan skape meravkastning. Men jeg tror neppe fondet i nær framtid vil bli noen stor investor i slike selskaper. Utvelgelse av gode selskaper er krevende, og forvaltningshonorarene er høye. Mange kan være tungt belånt, og bransjen er medsyklisk i sin adferd.

Den andre klassen er nominelle rentepapirer. Over tid venter vi at disse vil gi lavere avkastning enn egenkapitalinstrumenter. De er også mindre risikable og ofte lettere å selge på kort varsel.

Den tredje – og nye – klassen er realaktiva utenom aksjer. Med realaktiva mener vi investeringer i fysiske eiendeler som gir tilgang til en kontantstrøm som kan antas å følge inflasjonsutviklingen. Slike investeringer gir derfor en langsiktig og ganske sikker realavkastning som støtter opp under fondets mål. Vi vil snart komme i gang med kjøp av eiendom, et eksempel på eiendeler i denne klassen. Grensen mellom eiendom og infrastruktur er ikke veldig skarp, og hvis en ser lengre fram kan det bli naturlig å investere i eiendeler som kan kalles infrastruktur. I tillegg vil fondets investeringer i realrenteobligasjoner kunne inngå i denne klassen.

De to sistnevnte klassene vil til sammen utgjøre 40 prosent av fondet. Mange realaktiva er lite likvide. Det vil derfor ikke være fornuftig å kjøpe seg opp eller selge seg ned raskt, selv om prisene endres. I mange år vil de nominelle renteinvesteringene utgjøre større beløp enn realaktiva. På lang sikt kan en kanskje tenke seg at investeringene fordeles om lag likt mellom de to klassene.

Den utvikling av investeringsstrategien som jeg har skissert legger vekt på å utnytte fondets langsiktige investeringshorisont og størrelse. Den vil ta utgangspunkt i mål og forventninger til fondets samlede realavkastning over tid. Framover bør nok også Norges Banks løpende forvaltning dreies over mot å oppnå absolutt avkastning, med avgrensning mot absolutt risiko.

Åpenhet og ansvarliggjøring

Klare ansvarlinjer mellom eier, som er Finansdepartementet, og forvalter, som er Norges Bank, er en viktig del av den norske modellen. Det er i tillegg viktig at forvaltningen er åpen, og at forvalter står til rette for sin virksomhet. Det er definert klare mål for forvaltningen.

Norges Bank og vår eier har alltid lagt vekt på å være åpne om forvaltningen av fondet. Standarden ble satt tidlig da hovedstyret bestemte at vi skulle offentliggjøre alle fondets investeringer ved hvert årsskifte, og den første fullstendige listen ble publisert i årsrapporten for 1998. Den beslutningen har åpnet opp for alle senere diskusjoner om enkeltinvesteringer.

Vi har en omfattende rapportering til oppdragsgiverne for å forklare resultatene og aktiviteten i fondet. Vår årsrapport er vedlegg til Finansdepartementets årlige melding til Stortinget om forvaltningen av fondet. Vi møter i årlige høringer i Stortingets finanskomité. Norges Bank gir tilrådinger til Finansdepartementet om viktige spørsmål som angår forvaltningen av fondet. Representantskapet i Norges Bank sender sin egen rapport til Stortinget om sitt tilsyn med virksomheten. Riksrevisjonen utfører – slik vår eier har formulert det – en viktig funksjon gjennom sitt ansvar med å kontrollere departementets myndighetsutøvelse overfor Norges Bank og revidere den posten i statsregnskapet som utgjør Statens pensjonsfond utland.

Fondets regnskaper og noteapparat inneholder stadig mer opplysninger. Fra og med regnskapsåret 2011 vil vi følge regnskapsstandarden IFRS.

Åpenhet er viktig for fondets investeringer i utlandet. Noen lands myndigheter ser med skepsis på andre lands statlig eide fond. Denne skepsisen kommer blant annet til uttrykk i motivene for en undersøkelse som Edwin Truman ved det godt renommerte Peterson-instituttet i Washington gjennomfører hvert år. Hans undersøkelse er den klart mest grundige og systematiske – den toneangivende – vurderingen som gjøres. Trumans kriterier var også en del av grunnlaget for de såkalte Santiago-prinsippene som ble innført i 2008 med hjelp av det internasjonale valutafondet IMF, og som en rekke statlig eide fond har sluttet seg til.

For å sitere Truman:

Sovereign wealth funds (SWFs), large pools of government-owned funds that are invested in whole or in part outside their home country, burst upon the policy consciousness only three years ago. Their explosive growth up until 2007 fanned widespread anxieties about shifts of global economic wealth and the roles of governments in managing that wealth. On the other hand, SWF investments helped some major Western financial institutions weather the recent financial crisis.

Figur: Trumans karakterer

I Trumans siste undersøkelse om åpenheten i ulike statlige fond plasserer han Staten pensjonsfond utland helt øverst. Fondet har også forbedret sine karakterer siden fjorårets undersøkelse. Vi er godt fornøyde med at et så ungt fond ligger foran anerkjente amerikanske og europeiske fond [\[15\]](#).

Den økonomiske litteraturen viser som jeg nevnte til å begynne med, til to forhold som kan gjøre "gull til gråstein".

Det ene er at interessegrupper og aktører i det økonomiske livet konsentrerer seg om å karre til seg særfordeler av den statlige formuen. Jeg tror vi må kunne si at organiseringen av oljefondet har fendret av denne risikoen.

Figur: Relative lønninger i Norge

Det andre er den hollandske syken. Her er vel strengt tatt juryen fortsatt i arbeid. Veksten i produktiviteten og i yrkesdeltakelsen har vært god det siste tiåret, mens relative lønnskostnader og prisen på olje har nådd nye høyder. Det gjenstår å se om den reelle kronkursen gradvis vil falle tilbake når bruken av oljeinntekter ikke lenger varig kan økes, og når leveransene til oljevirkosomheten får mindre betydning.

Takk for at dere ville høre på.

Fotnoter

1. Jeffrey Sachs og Andrew Warner (1995): "Natural Resource Abundance and Economic Growth", NBER Working Paper 5398
2. Halvor Mehlum, Karl O. Moene og Ragnar Torvik (2006): "Institutions and the resource curse", *The Economic Journal* 116, s. 1-20
3. Se for eksempel St.meld. nr. 25 (1973-74): "Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn"
4. NOU 1983:27 "Petroleumsvirksomhetens framtid. Det framtidige omfanget av petroleumsvirksomheten på norsk sokkel"
5. St.meld. nr. 4 (1988-89): Langtidsprogrammet 1990-93
6. Nasjonalbudsjettet 2011
7. Se "Fremtidig forvaltning av Statens Petroleumsfond", Norges Banks brev til Finansdepartementet av 10. april 1997 og "En analyse av Petroleumsfondets aksjeandel", Norges Banks brev til Finansdepartementet 15. mars 2001

8. Inkludert 1997 er tallet noe høyere.
9. Se for eksempel Bank of Englands dividende diskonteringsmodell, hvor risikopremien beregnes som en residual. Benyttet i Quarterly Bulletin Q3, 2010.
10. St.meld. nr. 24 (2006-2007): Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006. Finansdepartementet brukte her en risikopremie på bare 2 prosent for aksjer.
11. William F. Sharpe (1991): "The arithmetic of active management", Financial Analysts Journal, 47, side 7-9.
12. Sanford Grossman og Joseph Stiglitz (1980): "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", American Economic Review, 70, side 393-408
13. "Norges Banks aktive forvaltning av Statens pensjonsfond utland", brev til Finansdepartementet 23. desember 2010
14. "Utvikling av investeringsstrategien til Statens pensjonsfond utland", brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 6. juli 2010
15. Edwin M. Truman (2010): "Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?", Peterson Institute,