

Statens formuesforvaltning og petroleumsfondets rolle

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem, Polyteknisk Forening. 28. november 2000

Norsk økonomi er nå preget av at høy oljeproduksjon og høy oljepris gir landet store inntekter. Vi har store overskudd i utenriksøkonomien og i statens finanser. Etter en oppgangsperiode, som startet i 1993, er det derimot tendenser til stagnasjon i fastlandsøkonomien med svak produktivitetsutvikling og lav vekst i sysselsettingen.

Vi får tro at oljeinntektene vil vise seg å være en fordel for norsk økonomi. Men oljeinntektene representerer også en betydelig utfordring. Å finne en forsvarlig innfasing av inntektene i norsk økonomi har vist seg å være vanskelig.

Historien viser også nok av eksempler på andre land som ikke har mestret tilsvarende oppgaver. Det er også krevende å forvalte den formuen som oljeinntektene avleirer i blant annet Statens Petroleumsfond, forsvarlig og lønnsomt.

Jeg vil drøfte enkelte sider ved disse utfordringene.

Innfasing av oljeinntektene

Ved bruken av petroleumsinntektene i norsk økonomi er det tre hensyn som veier tungt:

- unngå såkalt hollandsk syke slik at omstillingskostnadene ikke blir for store når petroleumsinntektene svikter.
- sikre en rimelig fordeling av petroleumsinntektene mellom generasjoner.
- unngå at variasjonene i oljeinntektene skaper store konjunktursvingninger i fastlandsøkonomien.

Hollandsk syke og historiske erfaringer

Begrepet "hollandsk syke" er brukt om de negative virkningene som bruken av inntekter fra naturressurser kan ha for konkurranseutsatt sektor, dvs næringer som eksporterer eller produserer i konkurranse med utenlandske produsenter. De store inntektene som Nederland fikk fra gassforekomstene på Groningen-feltet fra slutten av 1960-tallet, finansierte en sterk vekst i offentlige utgifter. Utgiftsveksten førte til tap av konkurranseevne og nedleggelse av arbeidsplasser i konkurranseutsatt sektor. Utviklingen gikk for langt og store underskudd i utenriksøkonomien og statsfinansene gjorde det nødvendig å stramme inn slik at arbeidsledigheten steg sterkt i første halvdel av 1980-tallet. Først i andre halvdel av 1990-tallet kan en si noenlunde sikkert at den nederlandske økonomien var kommet over problemene som fulgte av den store bruken av gassinntekter på 1970-tallet.

Norsk økonomi ble også smittet av hollandsk syke på 1970-tallet da offentlige utgifter og sosiale ordninger ble bygget raskt ut i påvente av økte oljeinntekter. Den konkurranseutsatte

sektoren i fastlandsøkonomien ble samtidig bygget ned. Dette bidro til at tilbakeslaget i norsk økonomi ble vesentlig sterkere enn det ellers ville blitt etter at oljeprisen falt på midten av 1980-tallet.

Nederland er ikke det første eksempelet på en nasjon som plutselig får tilgang på verdifulle (nye) ressurser. Et tydeligere eksempel finner vi i Portugal og Spania allerede på 1600-tallet. Koloniseringen av Sør- og Mellom-Amerika ga landene tilgang til store naturressurser og til gull. Spania valgte å bruke en stor del av gevinsten på luksus og krig.

Den marokkanske ambassadøren i Madrid ga i 1690 følgende karakteristikkk av det spanske samfunnet på den tiden:

"... den spanske nasjonen har i dag den største formuen og den største inntekten blant de kristne landene. Men forkjærligheten for 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 kristne nasjoner. De fleste av de som utøver slikt håndverk i Spania er franskmenn som strømmer til Spania for å arbeide og som på kort tid legger seg opp store formuer."

Et karakteristisk utsagn fra en lykkelig spanjol på denne tiden, var:

"La London produsere disse stoffene sine av hjertens lyst, Holland sin batik, Firenze sine tøyer, Amerika sine beverskinn og lamaullvevnader, Milano sine brokader, Italia og Flandern sitt lintøy, så lenge som vår hovedstad kan nyte det. Det eneste det beviser er at alle nasjoner utdanner håndverkere for Madrid, og at Madrid er Dronningen blant parlamentene. For hele verden tjener Madrid, og Madrid tjener ingen!"

Disse sitatene er gjengitt i boka "The wealth and poverty of nations" av den økonomiske historikeren David Landes. Landes oppsummerer selv i samme bok hvilken lærdom vi kan trekke av Spanias erfaring med plutselig rikdom:

"Med andre ord ble (eller forble) Spania fattig fordi landet hadde for mye penger. De nasjonene som utførte arbeidet, lærte og opprettholdt gode vaner, og søkte samtidig nye måter å gjøre arbeidet raskere og bedre på. Spanierne derimot ga etter for sin svakhet for status, fritid og forlystelser (...). "

Da gullflommen stoppet på midten av 1600-tallet hadde den spanske kronen betydelig gjeld og gikk inn i en lang periode med tilbakegang. Lærdommen er ifølge Landes (og på engelsk fordi det lyder best):

" Easy money is bad for you. It represents short-run gain that will be paid for in immediate distortions and later regrets."

Utviklingen i Skandinavia på 1800-tallet står i rak motsetning til Spanias erfaring basert på lettjent rikdom. David Landes forklarer Skandinavias økonomiske vekst på 1800 tallet på følgende måte:

"Eiendomsretten var sikret, bøndene var i hovedsak selvstendige, og livet var stort sett hardt, trist arbeid, som periodevis ble avbrutt av stordrikking og sesongmessig solskinn."

"Skandinavia bygde på det frie næringsliv og rask respons, på eksport av råvarer til mer industrialiserte land, og på investeringer av fortjenesten i mer variert produksjon."

Studier over sammenhengen mellom langsiktig økonomisk vekst og tilgang på naturressurser kan tyde på at land med stor tilgang på naturressurser har hatt en tendens til lavere økonomisk vekst enn land med begrenset tilgang til naturressurser. ¹På 1600-tallet var veksten i et naturressursfattig land som Nederland betydelig høyere enn i Spania. På 18- og 1900-tallet var veksten i Sveits og Japan, begge land med liten tilgang til naturressurser, mye høyere enn i ressursrike Russland. I de siste 30 årene har veksten vært høyest i ressursfattige og nyindustrialiserte land som Korea, Taiwan, Hong Kong og Singapore. Oljerike nasjoner som Mexico, Nigeria og Venezuela har hatt store problemer med stabiliteten i sine økonomier, og ustabilitet har svekket den langsiktige vekstevnen.

Det følger neppe en forbannelse med lettjent rikdom. Forklaringene må være andre.

- En økonomisk-politisk forklaring er at ressursrikdom fører til ekstrem fokus fra ulike grupper på å tilegne seg mest mulig av overskuddet fra naturressursen. Produksjonen av petroleum og av andre naturressurser gir en profitt som overstiger normal avkastning på investert kapital, en grunnrente eller superprofitt ("economic rent"). Kampen om dette overskuddet betegnes gjerne som 'rent-seeking behavior'. ²Ressursrike land kan være mer utsatte for ekstrem 'rent-seeking' atferd enn ressursfattige økonomier. Konkurransen mellom de ulike fraksjonene kan føre til en ineffektiv uttømming av naturressursen og ufornuftig bruk av inntektene. Entreprenørskap, talent og energi i næringslivet og det politiske livet brukes for å få del i disse inntektene i stedet for til mer produktiv virksomhet i både offentlig og privat sektor. ³
- En sosiologisk forklaring er at lettjent rikdom svekker insentivene til innovasjon og arbeid.
- En mulig økonomisk forklaring er at en stor og bred sektor, som er utsatt for konkurranse fra utlandet, skaper læring og utvikling. I land med stor tilgang på naturressurser kan sektoren bli bygget ned, mens de skjermede sektorene bygges opp. Konkurransenintensiteten i økonomien kan bli mindre og evnen og viljen til innovasjon svekket.

Vi skal vel være svært varsomme med å trekke sikre konklusjoner av historiske sammenlikninger. Vi vil vel helst legge til grunn at vi forvalter verdiene bedre. Det kan likevel være særlig grunn til å trekke fram tre kritiske faktorer:

For det første: Beslutningsformene og prosessene i det politiske og økonomiske livet må gi effektivt vern mot at særinteresser tilriver seg en uforholdsmessig sterk kontroll med og andel av petroleumformuen eller beskyttelse i ly av de høye petroleumsinntektene.

For det andre: Det er viktig for vekstevnen i økonomien at vi bevarer og utvikler en stor og bred sektor i fastlandsøkonomien som møter effektiv konkurranse fra utlandet.

For det tredje: Det er grunnleggende at vi bevarer og utvikler insentivene til å erverve kunnskap og til nyskaping.

De nordiske landene hadde et nokså likt utgangspunkt i 1970 og en temmelig lik samfunnsstruktur. Oljen er et særtrekk ved Norge. Sammenliknende studier av utviklingen i de fire landene vil kunne kaste lys over hvor fordelaktig oljen har blitt for vårt land. Juryen er her fortsatt i arbeid. Om 10-15 år, når betydningen av olje- og gassproduksjonen igjen er vesentlig redusert, vil vi klarere kunne se om oljen var en fordel for norsk økonomi.

Norges utfordringer på lang sikt og fordelingen mellom generasjonene

Statens pensjonsutgifter ventes å øke kraftig etter 2010. Det skjer både fordi antall pensjonister øker og fordi antall personer med full opptjening av tilleggspensjon stiger betydelig.

Antallet uførepensjonister har økt mye de siste 25 årene, og det forventes at veksten vil fortsette fram til 2010.

Fordi antall eldre i befolkningen stiger, vil behovet for pleie- og omsorgstjenester også øke.

Figuren som vises illustrerer på en god måte utviklingen i arbeidsstyrken og antall pensjonister i perioden fram til 2050. Fra 2000 til 2030 anslås økningen i arbeidsstyrken til om lag 100 000 personer, mens økningen i antall alders- og uførepensjonister vil være på om lag 400000 personer, og antall personer i arbeidsstyrken per pensjonist vil falle fra 2,5 til 1,8. Disse grove beregningene forutsetter blant annet at arbeidsinnvandringen holdes på nåværende nivå.

Samtidig som utgiftene til alders- og uførepensjon stiger, vil statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten avta. Statens utgifter til alders- og uførepensjon anslås å øke fra 7 prosent av BNP i 2000 til 15 prosent i 2030, mens inntektene fra petroleumsvirksomheten anslås å falle til under 4 prosent.

Generasjonsregnskapet er et redskap som kaster lys over spørsmålet om offentlige utgifter kan opprettholdes over tid uten at det blir behov for økte skatter eller reduserte offentlige utgifter.

⁴Regjeringens oppdaterte beregninger på grunnlag av budsjettet for 2001 viser at generasjonsregnskapet er i om lag balanse.

Tolkningen er at dagens nivå på de offentlige ytelsene og allerede vedtatte økninger kan videreføres uten at det blir behov for innstramminger på lengre sikt dersom alt går som forutsatt i beregningene.

Det er selvsagt stor usikkerhet knyttet til slike beregninger. Oljeprisen kan bli høyere enn forutsatt, men den kan også bli lavere, og det samme gjelder produktivitetsveksten. Realavkastningen på petroleumsfondet kan bli 4 prosent per år i gjennomsnitt som forutsatt, men også høyere eller lavere. Vi kan håpe å være heldige, men vi bør ikke planlegge med det. Det er rimelig at de budsjettmessige tilpasningene bygger på en viss forsiktighet i

framskrivninger av framtidige utgifter og inntekter. Det bør tas mer hensyn til usikkerheten på nedsiden enn på oppsiden.

For at staten lettere skal kunne finansiere de framtidige utgiftene til trygd og omsorg, bør overskuddene på statsbudsjettet være betydelige de nærmeste tiårene når produksjonen av petroleum er høy. Trolig vil en høy offentlig sparing være en forutsetning for å opprettholde tillit til folketrygden og det offentlige tjenestetilbudet. Overføringen av oljeinntekter fra Nordsjøen til Petroleumsfondet kan ses som en ren omplassering av formue. Den bidrar til å redusere avhengigheten av olje og gassinntekter og gir mindre risiko.

Statens Direkte Økonomiske Engasjement i petroleumssektoren (SDØE) gir i beregningene en betydelig årlig kontantstrøm til staten. Eventuelt salg av andeler vil umiddelbart innbringe et beløp til staten som forutsetningsvis vil være lik verdien av andelene etter skatt. Øvrige inntekter fra andeler som staten eventuelt selger eller overfører vil komme i form av selskapskatt eller utbytte. Det vil nok eventuelt øke usikkerheten om tidspunktene for når staten mottar disse pengene.

Økte oljeinntekter og tilpasning på kort sikt

Statens petroleumsfond er en buffer som gjør det lettere å frikople den årlige bruken av petroleumsinntektene fra de løpende inntektene. Vedtakene om bruk av oljeinntektene fattes dels ut fra langsiktige hensyn og dels ut fra mer kortsiktige hensyn knyttet til det innenlandske aktivitetsnivået. Fondsordningen sikrer at endringer i oljeprisen og oljeinntektene ikke slår inn i det innenlandske aktivitetsnivået direkte, men avleires i endringer i avsetningene til Petroleumsfondet.

Finanspolitikken har i Norge hatt en viktig rolle i stabiliseringspolitikken. Med store og til dels varierende inntekter på budsjettet kan en lett miste holdepunkter for å fastsette statens utgifter og skatter og avgifter fra år til år. Dersom budsjettets utgifter tillates å svinge i takt med oljeprisen, vil det kunne lede til brå skift og ustabilitet i norsk økonomi. Endringer i oljeprisen vil da raskt kunne påvirke lønns- og prisforventningene, valutakurs og langsiktige renter. De kortsiktige rentene vil også måtte endres hyppig og kraftig. Det er derfor viktig at de årlige budsjettene er forankret i en langsiktig strategi som tar høyde for at oljeinntektene kan svinge fra et år til et annet.

Det er en fordel om finanspolitikken også kan brukes for å motvirke svingninger i etterspørsel og produksjon. Det kan tilsi mindre bruk av oljeinntekter fra år til år i en høykonjunktur som nå, selv om vi nå har uvanlig høye løpende oljeinntekter.

Petroleumsfondet

Staten har mange ulike eier- og formuesposter og gjeld og andre fremtidige forpliktelser. I utgangspunktet bør helst bidraget fra de ulike formues- og gjeldskomponentene til forventet avkastning og risiko vurderes samlet. I det følgende vil jeg likevel begrense meg til å omtale Petroleumsfondets rolle.

Formål og rammer for forvaltningen

I henhold til loven om Statens petroleumsfond er Finansdepartementet ansvarlig for forvaltningen av fondet. Den operative forvaltningen er delegert til Norges Bank, som har opprettet en egen enhet for dette formålet. Forvaltningsmandatet til Norges Bank framgår av forskrift, skriftlige presiseringer og en forvaltningsavtale mellom departementet og banken.

Petroleumsfondet har en lang investeringshorisont, og hensynet til å bevare fondets internasjonale kjøpekraft tillegges stor vekt. Målet med forvaltningen er å plassere midlene slik at fondets kjøpekraft er størst mulig når den tid kommer at vi må regne med å måtte trekke på fondet. Samtidig må risikoen være akseptabel. Det er derfor forventet avkastning og risiko på lang sikt som er relevant. Variasjoner i fondets avkastning fra et kvartal til et annet eller fra et år til et annet er mindre viktig.

For å styre forvaltningen i Norges Bank har Finansdepartementet fastsatt en referanseportefølje. Den brede sammensetningen av referanseporteføljen bidrar til å redusere risikoen knyttet til enkeltland og regioner.

Dette er derfor en god diversifisering av porteføljen. Verdien av fondet vil variere med utviklingen i verdien av det globale aksjemarkedet og obligasjonsmarkedet, dvs med hvor godt verdensøkonomien utvikler seg.

Dersom Norges Bank ikke hadde et mål om å tilføre merverdi i forvaltningen, måtte en forvente at avkastningen på fondet ble marginalt lavere enn avkastningen på referanseindeksen. Norges Bank har anledning til å avvike noe fra referanseporteføljen for å øke den forventede avkastningen. Det tillatte avviket er begrenset både av særskilte rammer og av et generelt risikomål; relativ volatilitet. Generelt sett kan en si at etableringen av en referanseportefølje og rammer for tillatte avvik sikrer at Norges Bank oppfylder eierens strategiske målsetting.

Den forvaltningsmodellen som er valgt, gir departementet som eier styring med alle hovedspørsmål i forvaltningen. Slik bør det være. Det er eieren som gjennom sine retningslinjer i hovedsak har bestemt fondets forventede avkastning og risiko. Norges Bank skal søke meravkastning gitt den risiko eieren har gitt banken anledning til å ta. Banken skal forvalte midlene på en betryggende måte.

Avtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank er en forretningsmessig avtale. Den kan sies opp med ett års varsel av begge parter. Forvaltningsoppdraget er definert så presist at både eieren og andre har godt innsyn i de resultatene Norges Bank oppnår. Norges Banks resultatansvar gjelder hele forvaltningen, også den delen som er satt bort til eksterne forvaltere. Det er bare på dette klare forretningsmessige grunnlaget Norges Bank kunne påta seg oppdraget.

Regel- og avtaleverket overlater til Norges Bank selv å velge hvordan banken skal utnytte sine frihetsgrader til å oppnå høyest mulig avkastning. Denne friheten utnytter Norges Bank til å drive kostnadseffektiv forvaltning med sikte på meravkastning i forhold til referanseporteføljen. I vurderingen av Norges Banks forvaltning vil eieren blant annet kunne

følge avkastningsforskjellene mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen, hvilken risiko banken har tatt og hvor store kostnader som er påløpt.

En viktig del av Norges Banks strategi i forvaltningen er å diversifisere den aktive risikoen som tas mot referanseporteføljen. Norges Bank har valgt å bruke eksterne forvaltere i stor grad nettopp for å skape bredde i forvaltningen og for å utnytte spesialistkompetanse det ikke er mulig å etablere internt. Samtidig har vi bygget opp egen kompetanse i både aksje- og renteforvaltningen med sikte på løpende styring av porteføljene og for å oppnå meravkastning på spesielt utvalgte områder. Resultatansvaret for både den eksterne og interne forvaltningen er delegert til Norges Bank. Med delegeringen følger også frihet for banken til selv å velge hvordan forvaltningen skal innrettes. I årsrapportene gis dekomponering av resultatene i både ekstern og intern forvaltning.

Norges Bank gir råd til eieren i tilknytning til spørsmål av strategisk karakter.

Framtidig avkastning og risiko

Hvor stor avkastning er det realistisk å vente på fondets midler? I de offentlige framskrivningene har det vært lagt til grunn en realavkastning på 4 prosent. Den framtidige avkastningen på de midlene som allerede er tilført fondet og de som vil bli tilført i årene framover, vil ha stor betydning for den norske stats finansielle handlefrihet på lang sikt. Figuren viser en enkel framskrivning av størrelsen på petroleumsfondet i prosent av BNP som en funksjon av fondets realavkastning. Med en realavkastning på 5 prosent vil størrelsen av fondet som andel av BNP stige i svært lang tid fremover, mens det med en realavkastning på 3 prosent vil bygges ned fra 2020.

Et realavkastningskrav på 4 % er lavere enn de krav private investorer i utgangspunktet ville stille til investeringer i næringslivet. En rekke bedriftsledere vil hevde at de vil oppnå en betydelig høyere realavkastning enn dette på investert total kapital. Men vurderer vi avkastningen på aksjer og obligasjoner samlet, oppnår bedriftene i gjennomsnitt ikke de mål som svært ofte blir forespeilet investorene. En realavkastning på total kapitalen på 4 % er neppe langt unna hva næringslivet samlet har skapt sett over en lengre tidsperiode.

Den framtidige realavkastningen vil avhenge av avkastningen på obligasjoner og risikopremien på aksjer. Aksjer har historisk og over lange investeringshorisoner gitt vesentlig bedre avkastning enn obligasjoner. Det har vært argumentert for at aksjemarkedene for langsiktige investorer er vesentlig mindre risikable enn det en skulle vente ut fra de daglige, månedlige og årlige svingningene.

Det er flere grunner til at en bør ta høyde for at risikopremien i framtiden blir lavere enn den historiske premien:

- Årsakene til den sterke oppgangen i aksjemarkedene på 1990-tallet har lenge vært debattert. Verdien av aksjemarkedet er lik den neddiskonterte verdien av framtidige utbytter, og fordi det er stor usikkerhet knyttet til framtidige utbytter og avkastningskrav, er det vanskelig å vurdere om dagens prisnivå er riktig eller galt. De teknologiske framskrittene gjennom hele 1900-tallet var betydelige. Utviklingen i aksjekursene må vurderes i et slikt historisk perspektiv. Den sterke prisoppgangen på

aksjer på 1990-tallet kan også være en engangsøkning som følge av et gradvis redusert avkastningskrav. Kanskje reflekterer den også en viss flokkmentalitet blant investorene.

- Dersom den framtidige realavkastningen på aksjer skal bli som realavkastningen de siste 20 årene, vil kapitaleiernes andel av verdiskapningen øke betydelig med mindre den framtidige økonomiske veksten blir vesentlig høyere enn gjennomsnittsveksten i forrige århundre. Det vil nok oppstå sterke motkrefter i markedene for å hindre en slik forskyvning i den institusjonelle inntektsfordelingen.
- Det amerikanske aksjemarkedet har vært gjennom en lang periode uten så alvorlige kriser som markedene i Japan, Frankrike, Tyskland, Italia og Russland. I den økonomiske litteraturen betegnes dette problemet som overlevelsesskjevhet. Det finnes en kontinuerlig og komplett tidsserie med avkastningsrater for det amerikanske markedet fordi landet har unngått de helt store krisene.
- Den høye risikopremien, særlig i USA, er vanskelig å forklare ut fra finansielle likevektsmodeller for prising av risikable aktiva. For at modellene skal være konsistente med historiske data, må risikoaversjonen til investorene være usannsynlig høy. Det er dette fenomenet som går under navnet 'risikopremiegåten'.

Alt i alt synes det sannsynlig at risikopremien på aksjer vil være lavere i framtiden enn det historien forteller oss. Men selv om meravkastningen ikke skulle vise seg så stor i framtiden, er det grunn til å tro at det fortsatt vil være en langsiktig meravkastning på aksjer sammenlignet med obligasjoner.

Den effektive nominelle renten i USA i dag på lange statsobligasjoner er knapt 6 prosent. Denne renten gjenspeiler markedets forventninger til realrenten og inflasjonen på lang sikt, og kan danne utgangspunktet for de forventningene en har til avkastningen i obligasjonsmarkedet.

Jeg vil presentere resultatene for enkelte beregninger som er gjort for Petroleumsfondet. Det er lagt til grunn at de årlige overføringene til fondet vil bli som anslått i Nasjonalbudsjettet. For årene fra 2006 til 2010 er anslaget basert på tekniske framskrivninger.

Den årlige nominelle avkastningen i aksjemarkedet er satt til om lag 9 prosent per år. Dette er en teknisk forutsetning som innebærer en risikopremie i aksjemarkedet på om lag 3 prosentenheter. Avkastningen i obligasjonsmarkedet er satt til i underkant av 6 prosent, som er lik dagens effektive rente på lange obligasjoner i USA. Den globale inflasjonsraten er satt til 2,5 prosent. Til grunn for beregningene ligger gjeldende investeringsstrategi; 40 prosent aksjer og 60 prosent obligasjoner.

Usikkerhetsanslagene er beregnet med basis i historiske erfaringer.⁵

Beregningene viser at forventet realverdi av fondet er om lag 1800 mrd kroner i 2010. Dette tilsvarer en årlig realavkastning på om lag 5 prosent.

Risikoen er imidlertid stor, og den øker med investeringshorisonten fordi det er flere ting som kan gå galt på lang sikt enn på kort sikt.

Usikkerheten om verdien på realformuen om 5 og 10 år kan illustreres ved å beregne sannsynlighetene for ikke å oppnå 4 prosent årlig realavkastning i gjennomsnitt. Disse er forholdsvis høye. Etter 5 år er sannsynligheten for at fondet ikke oppnår en akkumulert realavkastning på 4 prosent nesten 40 prosent, mens den har falt til i overkant av 30 prosent etter 10 år. Dette eksempelet viser at vi må være forsiktig med å forskuttere høy avkastning på fondets midler.

Forvaltningen av Petroleumsfondet vurderes også ut fra kortsiktige resultat. Figuren viser forventet årlig nominell avkastning og usikkerhetsintervall rundt denne forventningen. Selv om forventet årlig avkastning er positiv, er det svært stor sannsynlighet for at banken i ett enkelt år vil oppnå negativ avkastning. Sannsynligheten for negativ avkastning i ett enkelt år er stor. I om lag ett av fem år kan en forvente negativ avkastning med gjeldende investeringsstrategi.

Nå har jeg snakket lenge, og vil ikke bruke mer tid på å oppsummere.

Jeg takker for at dere har hørt på.

¹Se blant annet: Jeffrey D Sachs, Andrew M Warner; Natural resource abundance and economic growth, Leading issues in economic development, Oxford University press, 2000 og NBER Working paper no. 5398 (1995).

²Jf Anne Krueger; The political economy of the Rent-seeking society, American Economic Review, vol 64, juni 1974 for en tidlig drøfting. Jf også P Lane og A Tornell; Power concentration and growth, Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper No 1720, mai 1995.

³ Dette er ikke utelukkende et fenomen som kan knyttes til utviklingsøkonomier. Da oljeinntektene steg i Alaska, viste statlige folkevalgte og byråkrater en tendens til å ville redusere overvåking av ulike forslag til utviklingsprosjekter for i stedet å kunne lobbe for egne prosjekter. Det statlige utviklingsprogrammet fragmenterte til slutt i flere lokale program, som ikke var gjenstand for enhetlig vurdering og kontroll. Jf side 10 note 5 i 'Oil windfalls - blessing or curse?', Alan Gelb and associates, A World Bank Research Publication, 1988.

⁴Jf A.J. Auerbach og L.J. Kotlikoff (1987); Dynamic Fiscal Policy, Cambridge University Press, Cambridge og E. Steigum Jr. (1993): Accounting for long-run effects of fiscal policy by means of computable overlapping generations models, i: S. Honkapohja and M. Ingberg (eds.), Macroeconomic Modelling and Policy Implications, Elsevier Science Publishers, Amsterdam

⁵ For å visualisere usikkerheten antas det for enkelthets skyld at avkastningen på aksjer og obligasjoner er normalfordelt.