

Finanstalen, Arendalsuka 11. august 2026

Nicolai Tangen, Leder for Norges Bank Investment Management

Hvor mange av dere har lagret hermetikk og drikkevann i kjelleren i tilfelle det blir krise?

Ja, nettopp. Det jeg er mer opptatt av er den beredskapen vi må ha oppe i hodet – den mentale beredskapen.

Det å ha tenkt over at noe vi ikke ønsker, faktisk kan skje. For da blir vi kanskje ikke tatt like mye på senga?

2026 er Totalforsvarsåret. Da er det meningen vi skal tenke beredskap. Vi skal tenke gjennom «hva hvis.....?».

2026 er også året hvor vi markerer at det er 30 år siden de første pengene ble satt inn i Oljefondet. Den 30. mai 1996 ble det satt inn 1 milliard 981 millioner 128 tusen 502 kroner og 16 øre.

Siden da har Oljefondet vært hele Norges sparegris.

Ikke bare for oss som sitter her, men for alle sammen. Også de som kommer etter oss. Vi skal spare endel av rikdommen vår til dem.

Hvert år tar vi ut litt. 25 prosent av statsbudsjettet i Norge kommer fra sparegrisen. 25 prosent, hver fjerde krone.

Det er hver fjerde sykehjemsplass, politistilling, skole, veistreking, ja kanskje til og med en batterifabrikk eller en skipstunnel.

For å sette det litt mer i perspektiv: 25 prosent av statsbudsjettet tilsvarer omtrent det vi bruker på alle norske sykehus, hele Forsvaret, samferdsel, og høyere utdanning og forskning – til sammen.

Kanskje hadde det blitt brukt mer om det ikke hadde vært for handlingsregelen. Den sier at det bare skal brukes inntil 3 prosent av fondet årlig. Ikke mer.

Hvorfor 3 prosent? Jo, fordi det er den antatte realavkastningen til fondet, og på den måten bruker vi bare av de pengene vi tjener i markedet, ikke av selve formuen.

Genialt hva?!

Det er som om du har en sparekonto og bare bruker den årlige avkastningen. Skulle det oppstå en krise og du trenger å bruke litt mer, så kan du det, så lenge du etter ikke alt for lenge går tilbake til å bruke mindre enn 3 prosent. Da holder den kontoen i prinsippet for evig.

Fondet er altså så stort at selv om vi bruker mindre enn 3 prosent, så utgjør det 25 prosent av statsbudsjettet.

Jeg skal ikke ha noen mening om det er for mye, eller for lite. Min jobb er bare å tjene så mye penger som mulig til dette fondet, men betydningen det har for norsk økonomi kan ikke overdrives.

For å få avkastning må du investere i noe, gjerne aksjer. Da tar du en viss risiko med pengene dine. Du må være forberedt på at verdien kan gå opp og ned.

Kanskje spesielt på at det kan gå ned, for det er det som gjør mest vondt.

La oss si 40 prosent ned. Da blir det 40 prosent mindre penger å bruke

Det jeg ønsker å minne dere på her i dag er at det er veldig greit på ha tenkt over at det der faktisk kan skje (pek på skjermen)

Derfor skal jeg prøve å bidra litt til vår felles mentale beredskap ved å stille spørsmålet: Kan Oljefondet bli borte?

Svaret på det spørsmålet er «ja», og det verste er at i den verden vi nå lever i så er det faktisk ganske sannsynlig.

Det finnes ikke noe land i historien som over tid har klart å holde på en stor finansiell formue. Formuer går alltid tapt til slutt. Så hvordan skjer dette?

La oss starte på hjemmebane. I 1886 var Arendal faktisk Norges rikeste by, bygget på seilskutefart. Så gikk byens bank konkurs, og med den forsvant både formuer og arbeidsplasser for hele regionen.

Arendal var til og med viktigere enn Kristiansand.

Men en verdensmakt. Det var dere ikke. Ikke på linje med Spania eller Storbritannia, i alle fall.

Spania på 1500- og 1600-tallet ble styrtrike etter å ha kolonisert Amerika.

Verdiene de tok med hjem førte til kraftig prisstigning. De ble late og lot franskmenn og italienere gjøre jobben.

Det rant også penger i stride strømmer ut av statskassen for å finansiere kriger og betale utenlandske kreditorer. Kort sagt sølte de bort rikdommen.

For å sitere boken «The Wealth and Poverty of Nations» Spania ble fattige fordi de hadde for mye penger».

Det er jo et paradoks. Landet som ble for rikt.

På 1800-tallet og frem til første verdenskrig var Storbritannia klodens ledende finansmakt. De var den største kreditoren i verden og britiske investorer eide enorme formuer i utlandet.

Da første verdenskrig startet i 1914, markerte det vendepunktet for dette verdensherredømme.

For å finansiere krigen måtte britene selge store deler av sine finansielle eiendeler og isteden låne penger, særlig fra USA. Det som var igjen av formuen da krigen var over, ble borte bare noen tiår senere da verden igjen brøt ut i krig.

På begynnelsen av 1900-tallet var Argentina et av verdens rikeste land målt per innbygger. De hadde store inntekter fra landbrukseksport, men rikdommen skulle ikke vare. Politisk ustabilitet, proteksjonisme, inflasjon og gjentatte gjeldskriser har stort sett vært gjennomgangsmelodien.

I dag er landet nummer 76 på listen over verdens rikeste land (Målt per innbygger. Ifølge det internasjonale pengefondet).

Dette er historiske eksempler, men la oss ta et litt nærmere vår egen tid.

Nederland fant store gassforekomster i Nordsjøen i 1959. Inntektene ble brukt til å finansiere løpende offentlige utgifter og en sjenerøs velferdsstat. Etter hvert stod landet igjen med mindre gassinntekter, men fortsatt høye forpliktelser. Senere kjent som «hollandsk syke».

Det å finne en stor naturresurs, kan ende med å bli en forbannelse snarere enn en velsignelse. Det var akkurat denne erfaringen norske politikere og byråkrater ville unngå da vi fant vår egen olje.

Ja, for det er i grunnen dem vi kan takke for den rikdommen vi har i dag. Kloge og fremsynte beslutninger har vært helt avgjørende for Norges oljerikdom, og for at Oljefondet er en suksess. Og jeg må legge til at mange beslutninger også har vært modige.

Ingen kunne ane hvor stor rikdom som skulle tilfalle oss. Norges geologiske undersøkelse skrev faktisk til Utenriksdepartementet i 1958: *«Man kan se bort fra muligheten for at det skulle finnes kull, olje eller svovel på kontinentalsokkelen langs den norske kyst.»*

Bare ti år senere startet oljeeventyret. Og dette la grunnlaget for eventyret i de internasjonale finansmarkedene.

Det er vanskelig å være skråsikker på hva fremtiden bringer.

Men historien om norsk oljeproduksjon og Oljefondet har vist at det har blitt tatt mange modige beslutninger underveis, ofte under stor usikkerhet.

Det er noe vi kommer til å trenge også i fremtiden.

Berlinmurens fall i november 1989 brukes ofte som et symbol på overgangen fra en periode i historien med kald krig og til en USA-ledet verdensorden. Nå var det en ny og optimistisk tid, også i finansmarkedene.

Vi fikk økt globalisering med vekst i internasjonal handel og økonomisk integrasjon. Denne utviklingen gikk i et voldsomt tempo, så raskt at det ble kalt hyperglobalisering.

En viktig årsak var at Kina og India ble med i Verdens handelsorganisasjon. Varer og tjenester kunne flyte over landegrenser uten toll og handelshindringer. Bildeler kunne designes i ett land, produseres i et annet og settes sammen i et tredje.

Teknologiske revolusjoner bidro til effektivisering og produktivitetsvekst. Informasjon kunne forlytte seg over hele verden i løpet av sekunder, uavhengig av om du var i Seattle, Sydney eller Strengereid.

Mobiltelefoner og internett var allemannseie og ble til industrier i seg selv. Fra den første mursteinen av en mobiltelefon vi gikk rundt og bar på, til smarttelefonen du sitter og holder i hånden din.

Ja, mye skjedde på kort tid.

Dere husker kanskje scenen der Gordon Gekko slipper ut etter åtte år i fengsel?

De største og mest verdifulle selskapene vi har i dag, ble født i denne perioden. Det var fri flyt av mennesker, teknologi og kapital.

For internasjonale finansmarkeder var dette en fantastisk tid. Det var, som vi sier i Kristiansand, skikkelig «bullish».

Legg til deregulering av markedene, lavere skatter, lav inflasjon og lave renter, og vi kan summere opp de siste 30 år som unormalt gode for en finansiell investor.

La meg stoppe litt ved ordet «unormalt».

Det er i den perioden jeg nå snakker om at Oljefondet har vokst frem. Investert litt i alt, over hele verden. Vi har i stor grad fulgt finansmarkedene, og de markedene har gått som ei kule.

Det har gitt en vekst fra de første skarve 2 milliarder kronene i 1996, til en verdi på mer enn 22.000 milliarder kroner i dag. 22.000 milliarder.

Forresten, hvor mange nuller er det i 22.000 milliarder?

Det er tolv nuller, dere.

Det er en verdi det egentlig ikke går an å fatte. Bare på de siste fire årene har fondet mer enn doblet seg i verdi. Det går an å bli fartsblind av mindre.

Mens mye av det som kjennetegnet de siste 30 årene nå utfordres, merkes det oppsiktsvekkende lite i markedene. De fortsetter oppover, tross kriger, trusler, tollmurer og handelshindringer.

Da er det fristende å tenke at oppturen bare vil fortsette. At en sammenhengende opptur er det som er normalt.

Det er det ikke. La meg bare slå det fast med en gang: de siste 30 årene har ikke vært normale.

Hvorfor sier jeg det? Jo, se på denne grafen.

Den viser utviklingen for globale aksjer de siste 15 årene.

7 prosent per år. Den oransje streken dere ser er den forventede utviklingen i aksjemarkedet som vi estimerte i 2010.

11 prosent per år. Den svarte streken er den faktiske utviklingen i amerikanske dollar. Den har altså vært mye høyere enn det vi forventet.

14 prosent per år. Som om det ikke var nok, så har en lav kronekurs bidratt til vår fordel. Det er den blå streken. Til sammen har dette gitt en langt høyere avkastning enn det vi forventet. Når du ganger dette opp med femten år, istedenfor forventede 3 000 milliarder kroner har det altså blitt nær 9 000 milliarder kroner i avkastning fra aksjemarkedet.

Hva kan vi tilskrive denne fantastiske avkastningen i aksjer for et fond som oss? I stor grad flaks. Vi har truffet en bølge i internasjonale markeder som vi har kunnet ri på. Det var det ingen som visste i 1996, eller senere for den del.

Kommer det til å fortsette?

Det er veldig vanskelig å spå om fremtiden, men kanskje er det noe å lære av det vi har sett før?

Jeg har allerede vært inne på at staters formuer sjelden overlever over tid. Det gjorde heller ikke Norges første forsøk på å etablere et statlig fond. Og det er kanskje ikke alle som vet at vi har forsøkt før.

Statens reservefond ble opprettet i 1904 «til avvergelse av farer for riket, eller når landsulykke har rammet riket». Det var intet mindre enn grunnlovsfestet.

Som i dag var pengene plassert i utlandet, i det som ble omtalt som «førsteklasses» verdipapirer. Britiske, franske og tyske statsobligasjoner ble regnet som sikre investeringer. Ja faktisk det sikreste man kunne tenke seg. På linje med hvordan vi ser på amerikanske statsobligasjoner i dag.

Så kom første verdenskrig og for å gjøre en lang historie kort ble dette fondet avvirket i 1925. Da hadde det falt sterkt i verdi, men formelt opprettholdt ved såkalt «urealistisk bokføring».

Kan det samme skje med Oljefondet?

At noe har skjedd før behøver jo ikke å bety at det skjer igjen, men la meg allikevel gjøre et tankeeksperiment med utgangspunkt i historien.

Den største finanskrisen vi kjenner er den store depresjonen tidlig på 1930-tallet.

Den som starter med krakket på Wall Street i 1929. Det var en global økonomisk krise som fikk langvarig betydning, med både politiske og økonomiske konsekvenser.

Dette er jo lenge siden og verden i dag er naturligvis helt annerledes enn for 100 år siden.... Eller er den det?

For litt siden spilte jeg inn en podcast med Christine Lagarde i den europeiske sentralbanken. Hun påpekte at verden i dag minner bekymringsverdig mye om starten av 1920-tallet som ledet inn i den store depresjonen.

Den gang så verden nye og omveltende teknologier som forbrenningsmotoren og samlebåndet, kombinert med en stadig mer fragmentert verden.

Det var ikke sånn at dette måtte ende i krise og krig, men verdens ledere gjorde mange dårlige og farlige valg den gangen. Lagarde sier at vi fort kan se noe av det samme i dag med utviklingen av kunstig intelligens, sammen med beslutningstakere som ikke lenger klarer å finne gode løsninger.

Så la meg være konkret på hva likhetene faktisk er.

På 1920-tallet var verdenshandelen i ferd med å bli fragmentert. Land bygde tollmurer og beskyttet sine egne industrier. Høres det kjent ut?

På 1920-tallet ble datidens nye teknologiselskaper svært høyt priset, før de stupte i verdi. I dag prises mange AI-selskaper som om de kommer til å tjene enormt i fremtiden.

Samtidig som aksjemarkedet faller kan vi også få store valutabevegelser som forsterker nedgangen i fondet.

Hvordan kunne det utspille seg herfra? Om AI-boblen sprekker samtidig som en handelskrig mellom USA og Kina trappes opp, kan vi få det som kalles en balansekrise – der bedrifter og husholdninger kutter kraftig i gjeld og forbruk på samme tid. Det var nettopp den typen spiral som førte til depresjonen i 1929.

Den store forskjellen fra den gangen er at sentralbankene i dag har et verktøysett de ikke hadde i 1929. Nødlån. Garantier for bankinnskudd. Samarbeid mellom sentralbanker. Det gjør at en ny, full depresjon er et mindre sannsynlig utfall.

Men det er ikke noe vi kan avskrive. For gjelden og prisingen i markedene i dag har faktisk fellestrekk med den gangen.

Hvordan hadde det gått med Oljefondet hvis en tilsvarende finansiell krise hadde inntruffet i dag? Litt forenklet naturligvis, men vi kan anta at minst 80 prosent av aksjeverdiene våre i ville forsvunnet. Minst.

La oss regne på det. Fondet vårt består av rundt 70 prosent aksjer. Forsvinner 80 prosent av den verdien, snakker vi om et tap på over 12 000 milliarder kroner. Fondet ville da vært verdt under 10 000 milliarder kroner – mer enn halvert.

Med et fond på den størrelsen ville handlingsregelen bare gi rom for å bruke rundt 290 milliarder kroner i året. Ikke 579 som det i revidert nasjonalbudsjett legges opp til å bruke i dag. En nedgang på 289 milliarder kroner. Hvert år.

Da kan du ta bort hele forsvarsbudsjettet og driften av alle sykehusene i Norge.

I tittelen til dette innlegget så spør jeg om Oljefondet kan forsvinne, at det kan gå tomt for penger?

Ja selvfølgelig kan det det. En atomkrig eller biologisk terrorisme vil gjøre et finansielt fond ganske verdiløst for oss. Da handler det om helt andre ting.

Men vi trenger ikke å gå så drastisk til verks. Vi kan like gjerne se på scenarioer som er mer sannsynlige enn de aller største katastrofene.

Vi har sett store fall i finansmarkedene før, og Oljefondet har bevist at det tåler midlertidige fall. Men hva hvis nedgangen og krisen er langvarig? Hvordan håndterer vi det? I depresjonsscenarioet kan det ta et tiår for markedet å komme tilbake. Et tapt tiår vil være den ultimate testen for fondsmodellen.

I en langvarig krise kan vi se for oss at det ikke bare er overføringene fra fondet som faller – skatteinntektene kan også falle, samtidig som utgiftene til ledighet og trygd øker. Hvor lenge har vi et fond for kommende generasjoner hvis markedene faller og vi bruker mer penger enn vi bør – over fem år, ti år, eller enda lenger?

Det viktigste med et langsiktig investeringsfond er å ikke ta dårlige beslutninger når det er nedgang og uro i markedene. Men det er nettopp da det gjerne skjer, ofte i lett panikk.

Oljefondet er født og har vokst seg stort i en periode i historien som har vært eksepsjonelt gunstig for oss.

Det er fort gjort å glemme at et oljefond på 10 000 milliarder faktisk var en rekordhøy sum så sent som i 2019. Min forgjenger Yngve Slyngstad gikk av samme uke som fondet passerte 10 000 milliarder – og tenkte da at han ga seg på topp. Jeg var også nervøs for å søke på jobben som leder for oljefondet, fordi jeg tenkte at derfra kunne det jo bare gå ned. Istedenfor har fondet doblet seg og skrekkscenariet jeg presenterer i dag er jo et fond tilbake på 2019-størrelse.

Vi har på kort tid vent oss til et ekstremt stort fond.

Det har blitt tatt mange gode beslutninger, men vi må også innrømme at vi har hatt mye flaks. Veksten i fondet har vært helt fantastisk.

Min jobb her i dag har vært å minne alle dere på at vi ikke kan belage oss på at fremtiden blir like lys. Det er noe vi alle bør ha tenkt gjennom.

Det minner meg om mannen som hadde laget trapper hele livet. Da han skulle gå av med pensjon holdt ordføreren tale. Andersen, det er jo helt utrolig hvor mange trapper du har laget. Hvis du kobler dem sammen, så går de jo nesten opp til himmelen. Da sa Andersen: Ja, men nå er det jo mest kjellertrapper jeg har laget da.

Det er ikke spesielt populært å være den som påpeker at det kan gå ned, når det tilsynelatende er på vei til himmels.

Men det er kanskje akkurat da det er som viktigst.

Takk for meg.