

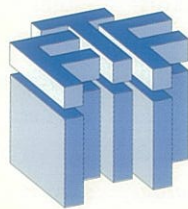
BERETNING & REGNSKAP 1 9 9 3



Folketrygdfondet

Beretning og regnskap 1993

<i>De institusjonelle investorer og næringslivet.....</i>	<i>2</i>
<i>Styre og administrasjon.....</i>	<i>4</i>
<i>Styrets beretning.....</i>	<i>5</i>
<i>Resultatregnskap.....</i>	<i>14</i>
<i>Balanse.....</i>	<i>15</i>
<i>Noter.....</i>	<i>16</i>
<i>Utviklingen i sparing og investering i norsk økonomi.....</i>	<i>20</i>
<i>Rente, kurs og avkastning - variasjoner over et tema.....</i>	<i>27</i>
<i>Reglement.....</i>	<i>31</i>
<i>English Summary.....</i>	<i>32</i>



Folketrygdfondet

De institusjonelle investorer og næringslivet

Ved administrerende direktør Tore Lindholt

1993 ble et gyldent år for aktørene i verdipapirmarkedet, og spesielt for investorene i aksjemarkedet, men et noe blekere år for norsk økonomi, selv om tegnene til ny vekst og fremgang er blitt tydeligere.

Norsk økonomi har vært gjennom en vanskelig periode, preget av svak vekst, fallende investeringer i fastlands-økonomien og økende arbeidsledighet. Rentenivået har i en lang periode favorisert finansinvesteringer fremfor investeringer i realkapital. En fallende inflasjonsrate, moderat lønnsvekst og økt produktivitet har imidlertid bidratt til at konkurranseevnen overfor utlandet er blitt vesentlig bedret. Fjorårets rentenedgang har videre medført at investeringer i realkapital fremstår som mer attraktivt enn før. Den internasjonale konjunktursituasjonen gir fortsatt ikke grunnlag for den store optimisme, men selv om en ikke skal ta en ny vekstperiode for gitt, bør en nå kunne håpe på at viljen i næringslivet til å satse og investere er blitt styrket i den senere tid.

Og det er et klart behov for økte investeringer i norsk næringsliv og ganske særlig innenfor fastlands-økonomien. Mens Norge tidligere har vært karakterisert ved et høyt investeringsnivå, har investeringene etter det såkalte "løssleppet" på midten av åttitallet ligget på et lavt nivå. Også den samlede spareraten har vært synkende som følge av en redusert offentlig sparing. Dette er belyst i en egen artikkel i denne årsberetningen av utreder Juul Bjerke. For å sikre et vekstkraftig næringsliv - og kunne redusere arbeidsledigheten - er det nødvendig med en betydelig økning av realinvesteringene og sparingen i norsk økonomi i årene fremover. Uten økte investeringer og ny vekst i næringslivet vil kursoppgangen i aksjemarkedet kunne vise seg å bli til kortvarig glede samfunnsøkonomisk sett.

Den videre utvikling av et vekstkraftig norsk næringsliv er en langsiktig oppgave - som krever målrettet innsats, systematisk arbeid og utholdenhet av næringslivets ledere og langsiktige, resultatbevisste, men også tålmodige eiere. I de fleste personlig eide foretak ivaretas bedriftslederoppgaven og eierfunksjonen av samme person. I aksjeselskaper

- og særlig i de børsnoterte selskaper - er det ikke samme nære forbindelse mellom bedriftenes ledelse og deres eiere - aksjonærene. Dette forhold er blitt aksentuert ved at de såkalte institusjonelle investorer har økt sterkt i betydning på aksjemarkedet over de siste tiårene. Gruppen av institusjonelle investorer, her definert som banker, forsikringsselskaper og andre finansinstitusjoner, pensjonskasser og -fond og aksjefond, eide ved siste årsskifte mellom 40 og 50 prosent av de aksjer som er notert på Oslo Børs.

De institusjonelle investorer har som sin oppgave å sikre en høyest mulig avkastning over tid på den kapital de har til forvaltning. Selv om de institusjonelle investorer i utgangspunktet er langsiktige investorer i aksjemarkedet som sådant, vil de ut fra sin økonomiske målsetting, ha en sterk oppfordring til å tenke og handle kortsiktig. Mange av de institusjonelle investorer befinner seg også i en konkurransesituasjon som gjør at det blir særlig viktig å kunne vise til høy avkastning på kort sikt. De vil derfor kunne ha en sterk interesse av at bedriftenes ledere er fokusert på mulighetene for kortsiktig kursstigning (f.eks. ved at ledelsen gjennom kortsiktige aksjeopsjoner selv får gevinst av en kursstigning). Spesielt gjelder dette for de investorer som opererer i forskjellige geografiske markeder og er innstilt på fortløpende å kunne flytte sine plasseringer fra høyt prisede til lavt prisede aksjemarkeder. For et lite marked som det norske aksjemarked, som dessuten har et stort innslag av utenlandske institusjonelle investorer som betrakter Oslo Børs som et marginalmarked, vil slik kortsiktighet bidra til å øke volatiliteten i markedet og dermed investeringsrisikoen for de investorer som utelukkende er engasjert i det norske marked.

Fokusering på kortsiktig avkastning innebærer at aksjeinvesteringene i de enkelte selskaper også vurderes i et kortsiktig perspektiv. "Profesjonell" kortsiktighet vil medføre distanse til det langsiktige eieransvar som er inkorporert i aksjonærfunksjonen. En snever oppfatning av investorerollen og et kortsiktig perspektiv både på avkastning og eierskap, kan dermed lett lede til at investorer anlegger for enkle betraktninger

på de forutsetninger som må være oppfylt for at bedrifter skal kunne utvikle seg positivt over tid. En for sterk fokusering på kortsiktig kursutvikling fra investorenes side, kan føre til at også ledelsen i bedriftene anlegger et for kortsiktig perspektiv på bedriftens utvikling og at bedriftsledelsene i for stor grad adopterer de kortsiktige institusjonelle investorers finanstoretiske "verdisystem" til fortrensel for det industrielle utviklingsperspektiv de bør ha.

I "boom"-perioder på aksjemarkedet kan det være lett å overse at de ikke kan vedvare over lang tid og at avkastningen på aksjeinvesteringer på lang sikt tross alt er begrenset av næringslivets langsiktige inntjeningssevne. Den vil være vesentlig lavere enn den økning i aksjekursene som en har fra konjunkturbunn til konjunkturtopp. Det siste kan illustreres ved at gjennomsnittlig årlig avkastning i aksjemarkedet fra rekordåret 1983 til 1993 har vært 12,4 prosent, mens avkastningen i hvert av de to årene var på henholdsvis 91 og 65 prosent.

Kapitalmarkedets samfunnsøkonomiske funksjon består i å sørge for at sparemidler blir kanalisert (som egen- eller fremmedkapital) til de mest lønnsomme (langsiktige) investeringer i realkapital i samfunnet. Aksjemarkedets mer begrensede og risikopregede funksjon består i å sørge for at bedrifter med lønnsomme utviklingsmuligheter har en tilstrekkelig egenkapital og handlefrihet til at både det kort- og langsiktige inntjeningspotensiale kan bli realisert.

For næringslivets utvikling over tid er det også viktig at bedriftene har eiere som kan representere et stabilt og langsiktig eierskap, som har tålmodighet til å stå bedriftene bi i forbigående vanskelige perioder og som ansporer til at bedriftene fokuserer på industriell vekst og utvikling selv om dette noen ganger kan gå på bekostning av inntjeningen og kursutviklingen på kort sikt.

Med den store betydning som de institusjonelle investorer etter hvert har fått på aksjonærsiden, blir det derfor et viktig spørsmål hvordan dette forhold påvirker eierfunksjonen i bedriftene. Enhver bedrift vil normalt være tjent med å ha en eller flere såkalt strategiske eiere, dvs. langsiktige eiere som er opp tatt av bedriftens forretningsidé og industrielle utviklingspotensiale og ikke bare av de finansielle avkastningsmuligheter. Det vil normalt også være en fordel at en bedrift har eiere som kan utøve et

aktivt eierskap, bl.a. ved deltakelse i styret, og at bedriften har en stabil eierstruktur som gir styret og den administrative ledelse den nødvendige arbeidsro til å forfølge langsiktige utviklingsstrategier. Like viktig er det også at bedriftene har eiere som stiller resultatkrav og som sier fra og foranlediger at kursen blir korrigert når lønnsomhetsutviklingen er utilfredsstillende og kurskorrigeringer er nødvendig.

Med sin fokusering på avkastning vil institusjonelle eiere i en bedrift utvilsomt kunne bidra i vel så stor grad som de strategiske eiere til at det stilles resultatkrav til styre og administrasjon. De regler som gjelder for innsidehandel representerer imidlertid en praktisk hindring for at institusjonelle investorer i noen særlig utstrekning kan utøve eierskap gjennom direkte deltakelse i bedriftsstyrer. Porteføljeforvaltere vil ofte også mangle den industrielle kompetanse og erfaring med strategisk styrearbeid og bedriftsledelse som det vil være ønskelig at styremedlemmer i en bedrift har. Disse forhold bør likevel ikke være til hinder for at institusjonelle investorer føler et ansvar for å utøve et konstruktivt eierskap ved å ta aktivt del i utvelgelsesprosessen til styret, ved deltakelse i bedriftsforsamlinger og ved å holde jevnlig kontakt med bedriftenes ledelse. Utviklingen i retning av et stadig større innslag av institusjonelle aksjonærer, tilsier tvertimot at denne gruppe også vil måtte innta en aktiv holdning til eierskapsutøvelse og dermed også til hvilket perspektiv og hvilke holdninger de skal anlegge for sin finansielle plasseringsaktivitet, sin samfunnsøkonomiske funksjon og sitt ansvar for å medvirke til utviklingen av et vekstkraftig og sunt næringsliv.

Folketrygdfondet er et statlig fond, og vil i relasjon til utøvelse av eierskap måtte opptre med den aktsomhet som dette forhold nødvendiggjør. Det er derfor ikke aktuelt for Fondet å la seg representere direkte i bedriftsstyrer. Fondet er imidlertid også blant de større aksjonærer i flere bedrifter og den største aksjonær i noen få bedrifter. Det innebærer at Fondet nødvendigvis vil måtte forholde seg til at det har en formell eierrolle, selv om denne i utgangspunktet er rent finansielt motivert. Folketrygdfondet føler ansvar for å bidra konstruktivt og saklig som aksjonær på den måte som best tjener den langsiktige utvikling i den enkelte bedrift. Det er også hva Folketrygdfondet er best tjent med som langsiktig investor.

Styre og administrasjon



Thorbjørn Raadim



Henrik J. Lisæth



Arne Synnes



Liv-Karin Knudsen Olset



Anna Kristine Jahr Røine

Styret i Folketrygdfondet

Medlemmer

Henrik J. Lisæth, Bergen, *leder*
 Thorbjørn Raadim, Strømmen, *nestleder*
 Tove H. Lehre, Lillehammer
 Inger Lise Nyberg, Trondheim
 Per Arne Olsen, Tønsberg
 Per Gunnar Olsen, Oslo
 Liv-Karin Knudsen Olset, Burfjord
 Anna Kristine Jahr Røine, Fetsund
 Arne Synnes, Høvik

Varamedlemmer

Eva Teigene, Ålesund
 Karin Irene Stangeland, Sandnes
 Svein Kiran, Oslo
 Torbjørn S. Nordgård, Vadsø
 Tormod Sæbø, Oslo
 Kjell Samuelsen, Borgenhaugen
 Marit Lefdal, Nordfjordeid
 Lars Velsand, Gran
 Marit Liland, Bryne



Per Arne Olsen



Per Gunnar Olsen



Inger Lise Nyberg



Tove H. Lehre

Administrasjon

Tore Lindholt, *administrerende direktør*

Juul Bjerke, *utreder*

Investeringsavdelingen

Torkild Varran, *direktør*
 Geirr Ellefsen, *porteføljeforvalter*
 Olaug Svarva, *porteføljeforvalter*
 Lars Tronsgaard, *porteføljeforvalter*
 Tom Jarneid, *finansanalytiker*
 Jan Krogh-Vennemo, *porteføljeforvalter*

Økonomi- og administrasjonsavdelingen

Rune Møien, *økonomisjef*
 Edel Cederkvist, *regnskapssekretær*
 Hege K. Malmbekk, *oppgjørsmedarbeider*
 Eva Sletten, *sekretær*
 Jeanette Behrens, *sekretær*

Styrets beretning

1993 ble, til tross for moderat økonomisk vekst, et år i fremgangens tegn for norsk økonomi. En sterk nedgang i rentenivået har bidratt til å skape et bedre grunnlag for investeringer i norsk fastlandsøkonomi og styrke den økonomiske situasjon for banknæringen, i tillegg til at rentenedgangen har medført en sterk kursoppgang i både obligasjons- og aksjemarkedet.

Kursoppgangen for aksjer og obligasjoner har medført en betydelig verdistigning for Folketrygdfondets portefølje slik at Fondet for 1993 kan vise til en rekordhøy avkastningsrate. Fondets driftsresultat for 1993 beløp seg til 14.885 mill. kroner, hvilket tilsvarer en avkastningsrate på 22,3 prosent beregnet i forhold til kapitalens størrelse pr. 1. januar 1993. De tilsvarende tall for 1992 var henholdsvis 6.101 mill. kroner og 10,1 prosent.

Avkastningen på Fondets plasseringer i renteinstrumenter var i 1993 19,8 prosent beregnet i forhold til gjennomsnittlig investert kapital, mens avkastningen på aksjer tilsvarende var 66,3 prosent.

Økning i urealiserte kursgevinster beløp seg for 1993 til 7.599 mill. kroner, hvilket utgjorde 51,0 prosent av de samlede inntekter. De urealiserte kursgevinster på obligasjonsporteføljen vil gradvis bli redusert etter hvert som obligasjonenes gjestående løpetid blir redusert. Den effektive avkastning på Fondets plasseringer vil derfor kommende år bli vesentlig lavere enn i 1993 som følge av fallet i det generelle rentenivå.

Folketrygdfondets totale kapital beløp seg pr. 31. desember 1993 til 81.616 mill. kroner. Herav utgjør urealiserte verdipapirgevinster 7.969 mill. kroner tilsvarende 9,8 prosent.

Utviklingstrekk i norsk og internasjonal økonomi

Norsk økonomi var også i 1993 preget av en forholdsvis moderat etterspørsels- og produksjonsvekst, men veksttakten var økende i 2. halvår. Det gir grunn til å forvente økt økonomisk vekst i 1994.

Veksten i bruttonasjonalproduktet ble i 1993 på 2,5 prosent for Norge totalt og på 2,2 prosent for fastlands-Norge, mot henholdsvis 3,3 og 2,0 prosent året før. Det største bidrag til veksten kom fra inves-

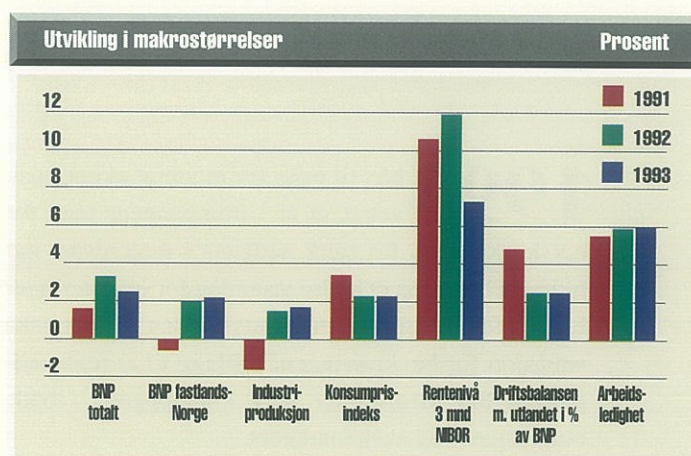
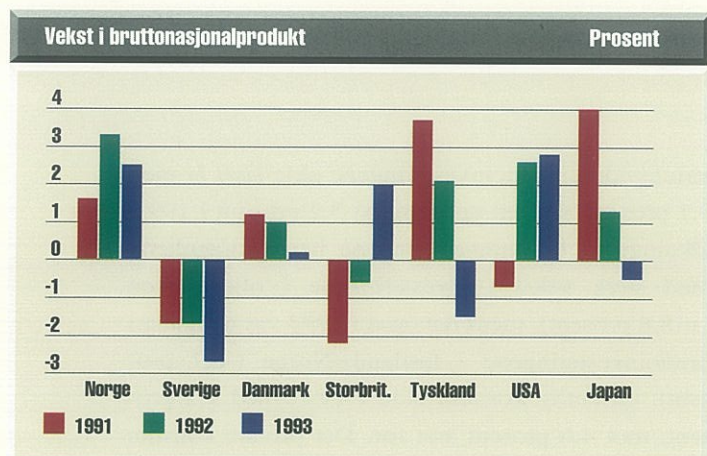
teringssiden. Bruttoinvesteringene økte siste år med 9,1 prosent, mot en nedgang på 3,2 prosent i 1992. Økningen i bruttoinvesteringene har sammenheng med sterk vekst i investeringene i oljesektoren (+18,8 prosent), mens det også i 1993 var nedgang i bruttoinvesteringene i fastlands-Norge (-0,7 prosent). Offentlig konsum økte i 1993 med 2,2 prosent, mot 4,6 prosent året før. Det private konsum økte forrige år med 1,7 prosent, som er omtrent det samme som året før. Husholdningenes etterspørsel viste imidlertid en markert økning i 2. halvår, hvilket må ses i sammenheng både med nedgangen i rentenivået og den finansielle konsolidering som har funnet sted for husholdningssektoren i de senere år.

Til tross for fortsatt høy vekst i eksporten av olje og naturgass, økte samlet eksport i 1993 med bare 1,9 prosent, mens importen av varer og tjenester økte med 3,6 prosent. Overskuddet på driftsbalansen ble på 17,8 mrd. kroner, det samme som i 1992.

Prisstigningen holdt seg også i 1993 på et lavt nivå. Økningen i konsumprisindeksen var på bare 2,3 prosent, det samme som året før. Pengemarkedsrenten ble i gjennomsnitt redusert fra 11,5 prosent i 1992 til 7,2 prosent i 1993. Moderat vekst i lønnskostnadene, kombinert med produktivitetsvekst, reduksjon i arbeidsgiveravgiften og en depresiering av kronekursen på gjennomsnittlig 3,2 prosent, bidro til at veksten i lønnskostnadene pr. produsert enhet regnet i felles valuta var nærmere 5 prosent lavere i Norge enn for de viktigste handelspartnere. Sysselsettingen holdt seg likevel omtrent uendret, slik at ledighetsraten også i 1993 viste en svak økning til 6,0 prosent.

Nedgangen i rentenivået sammen med betydelige effektiviseringstiltak og lavere tap på utlån bidro til at banksektoren i løpet av 1993 i vesentlig grad fikk styrket sin økonomiske stilling. De senere års bankkrise synes dermed langt på vei å være overvunnet.

Internasjonal økonomi var i stor grad preget av at OECD-området i 1993 var inne i et alvorlig konjunkturtilbakeslag. Konjunkturbildet varierer imidlertid fra land til land. Mens sør-øst-Asia var preget av sterk økonomisk vekst, var Japan inne i en dyp



lavkonjunktur. I USA tok veksttakten seg markert opp i løpet av 1993, mens EU-landene samlet opplevde den svakeste økonomiske vekst siden den andre verdenskrigen. Flere av EU-landene, herunder Tyskland, opplevde nedgang i bruttonasjonalproduktet siste år. Selv om konjunkturutsiktene for de vestlige industriland synes lysere for 1994, ventes den økonomiske veksten gjennomgående å bli moderat, og det ligger an til en fortsatt stigning i arbeidsledigheten, som for OECD-landene samlet kom opp i over 35 mill. personer i løpet av 1993.

I det europeiske valutamarked fortsatte urolighetene utover i 1993 inntil uroen kulminerte i månedsskiftet juli/august ved at det ble avtalt utvidede svingemarginer mellom de gjenværende valutaene i ERM-systemet. Etter at EU's fastkurs-samarbeid dermed i praksis brøt sammen, har fallende renter bidratt til å skape grunnlag for en bedring av konjunktursituasjonen i Europa.

Det norske kapitalmarked

Obligasjonsmarkedet

1993 må trygt kunne betegnes som et eksepsjonelt år for obligasjonsmarkedet. Utviklingen etter at Norges Bank den 10. desember 1992 vedtok å la kronen flyte, har vært preget av en relativt stabil valutakursutvikling kombinert med en sterk reduksjon i rentenivået. Norges Banks dagslånsrente ble i løpet av 1993 gradvis redusert fra 11,0 prosent ved årets begynnelse til 7,0 prosent ved siste årsskifte. Rentnivået for tremåneders statscertifikater falt i løpet av året med 5,0 prosentpoeng til 5,6 prosent.

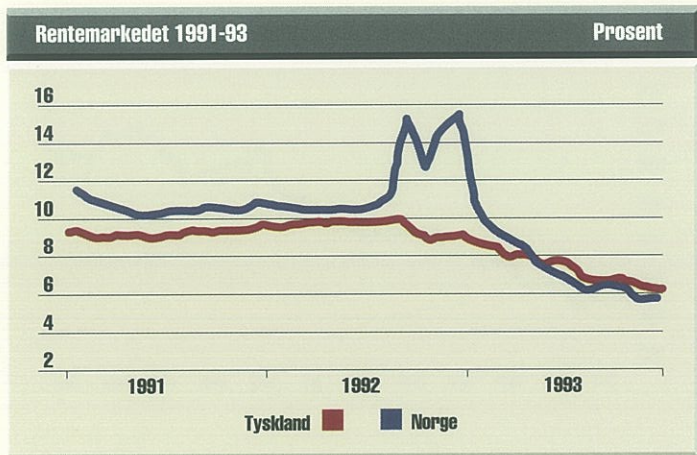
For lange statsobligasjoner har rentefallet vært noe lavere, fra 9,1 prosent til 5,6 prosent. Nedgangen i rentenivået har likevel vært større i Norge

enn i andre europeiske land. Mens renten på norske statsobligasjonslån med omlag 5 års gjenstående løpetid ved inngangen til 1993 lå ca. 2 prosentpoeng over tilsvarende tyske obligasjonslån, var rentenivået i Norge ved årsskiftet på linje med det tyske etter i perioder å ha vært lavere enn i Tyskland.

Renten for private og kommunale obligasjoner viste et enda kraftigere fall enn statsobligasjonsrenten som følge av at renteforskjellen i forhold til statslån ble betydelig redusert. Ved inngangen til året ble obligasjoner utstedt av finansforetak priset nærmere 2,0 prosentpoeng over tilsvarende statslån, mens denne forskjell ved årets slutt var redusert til ca. 0,5 prosentpoeng, hvilket innebar en nedgang i renten fra 11 prosent til 5,7 prosent i løpet av året. For industriobligasjoner ble renteforskjellen i forhold til statslån redusert fra over 2,5 prosentpoeng til 0,8-1,0 prosentpoeng, mens den for kommuneobligasjoner ble redusert fra 1,5 prosentpoeng til 0,4-0,5 prosentpoeng.

Det ble i 1993 emittert nye obligasjonslån for i alt 36,3 mrd. kroner fordelt med 10 mrd. kroner på stats- og statsgaranterte obligasjoner og 26,3 mrd. kroner på private og kommunale obligasjoner. Totalt emisjonsvolum beløp seg til 115,9 mrd. kroner, hvorav stats- og statsgaranterte lån utgjorde 51,2 mrd. kroner og private og kommunale lån 64,7 mrd. kroner.

Samlet utestående obligasjonsgjeld økte i 1993 med knapt 18 prosent til i alt 306,5 mrd. kroner ved siste årsskifte. Den største økning fant sted for sektoren bank/forsikring med hele 73,3 prosent til 33,2 mrd. kroner. Volummessig var det imidlertid staten som økte obligasjonsgjelden sterkest med 20,3 mrd. kroner eller 26,3 prosent til 97,5 mrd. kroner.



Statens andel av samlet utestående obligasjonsgjeld utgjorde med dette 32,5 prosent pr. 31. desember 1993 mot 30,5 prosent året før.

Økningen i statsobligasjonsgjelden har skjedd i de låneserier som danner basis for prisingen av private lån, hvilket har bidratt til en bedret likviditet både i disse lånene og i obligasjonsmarkedet som helhet. Omsetningen av statsobligasjoner har således økt betydelig fra 167,0 mrd. kroner i 1992 til 893,6 mrd. kroner i 1993.

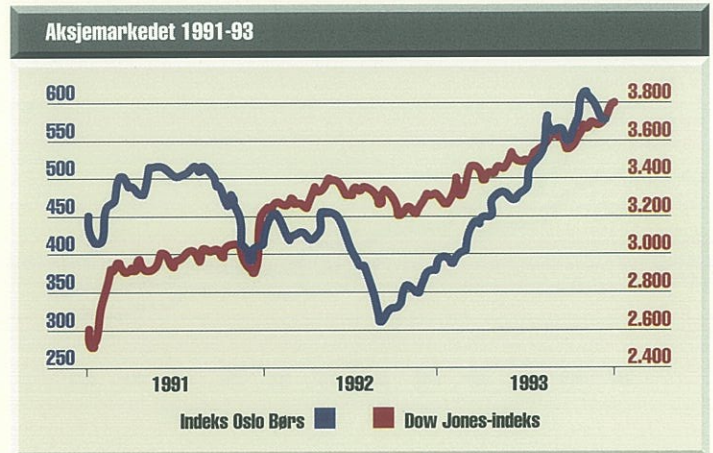
Den samlede omsetningen av obligasjoner beløp seg i 1993 til 1.583,7 mrd. kroner, hvilket innebærer mer enn en firedobling i forhold til året før. Statsobligasjonenes andel av den samlede omsetning utgjorde i 1993 56,4 prosent mot 33,3 prosent året før.

Aksjemarkedet

Også utviklingen i aksjemarkedet var i 1993 sterkt preget av den kraftige rentenedgangen. I tillegg bidro en bedre resultatutvikling for de børsnoterte selskaper og en stigende dollarkurs til at totalindeksen i løpet av året steg med hele 64,8 prosent og at kursoppgangen ved Oslo Børs siste år ble blant de høyeste internasjonalt.

Av delindeksene var det bankindeksen som steg mest med 135,2 prosent fulgt av skipsindeksen med 82,0 prosent, industriindeksen med 59,3 prosent og forsikringsindeksen med 37,0 prosent.

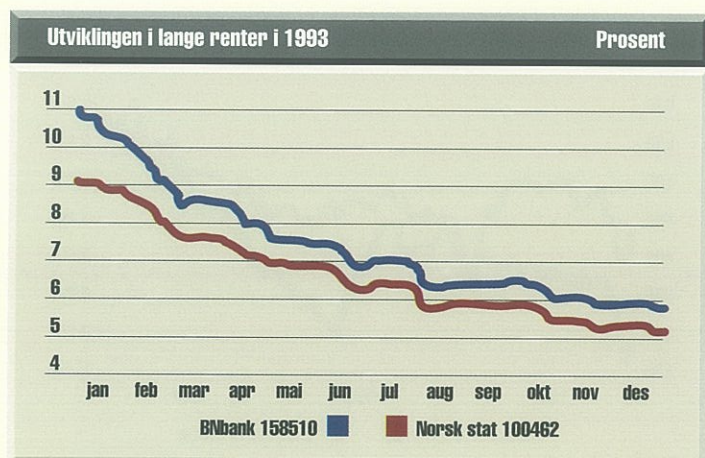
Markedsverdien av de børsnoterte norske selskapene på Oslo Børs (inklusive selskaper på SMB-listen) beløp seg pr. 31. desember 1993 til 205,8 mrd. kroner som er en økning på 82,4 mrd. kroner siden forrige årsskifte. I tillegg til kursstigningen skyldes økningen i markedsverdien også at antall



børsnoterte selskaper økte med 5 til 120 selskaper, heri innebefattet Kreditkassen og UNI Storebrand som begge ble tatt opp til ny notering på børsen i forbindelse med aksjeemisjoner. Antall selskaper på SMB-listen ble i 1993 utvidet fra 18 til 22 selskaper. Likviditeten i aksjene til selskaper på SMB-listen er foreløpig forholdsvis lav.

Den sterke kursoppgang på aksjer førte til at omsetningen i 1993 ble nesten fordoblet sammenlignet med foregående år og i alt beløp seg til 124,2 mrd. kroner, hvilket er ny omsetningsrekord og tilsvarer en gjennomsnittlig omsetning pr. dag på knapt en halv milliard kroner. Også emisjonsmessig ble 1993 et rekordår med et samlet emisjonsvolum på 12,5 mrd. kroner, hvorav to tredjedeler ble innhentet i forbindelse med børsnotering av nye selskaper eller gjenopptakelse av børsnotering for tidligere noterte selskaper. De største emisjonene var i Kreditkassen og UNI Storebrand som emitterte aksjer til en verdi av henholdsvis 2,0 og 2,8 mrd. kroner.

Aksjonærstrukturen var preget av relativt små endringer i løpet av 1993. Etter en nedgang i de senere år, viste privatpersoners andel av børsverdien igjen en økning og utgjorde ved årsslutt 11,4 prosent, mens utlendingers andel ble redusert svakt i løpet av året til 28,3 prosent. Statens eierandel i det norske aksjemarkedet viste også en marginal nedgang til tross for at Folketrygdfondets andel økte fra 2,1 til 3,6 prosent. Gruppen foretak økte i 1993 sin eierandel til 21,9 prosent ved siste årsskifte, mens gruppen forsikring og pensjonskasser reduserte sin andel til 11,0 prosent. Gruppen aksje- og obligasjonsfond hadde i 1993 en markert økning i sine aksjeplasseringer og hadde ved siste årsskifte en eierandel på 4,9 prosent.



Fondets plasseringsvirksomhet

Folketrygdfondets beholdning av verdipapirer, inklusive bankinnskudd, beløp seg pr. 31. desember 1993 til 70.975 mill. kroner etter bokført verdi (kostpris), hvilket er en økning på 7.311 mill. kroner siden forrige årsskifte. Markedsverdien av porteføljen beløp seg til 78.944 mill. kroner, som er 11,2 prosent høyere enn bokført verdi.

Fondets plasseringer etter bokført verdi fordelte seg pr. 31. desember 1993 (forrige års tall er angitt i parentes) med 64,0 prosent på stats- og statsgaranterte plasseringer (67,6), 35,5 prosent på private og kommunale plasseringer (31,7) og 0,5 prosent på foliokonto i Norges Bank (0,7). Av de samlede plasseringer svarte obligasjoner, kontolån og sertifikater for 89,0 prosent, bankinnskudd for 2,3 prosent og aksjer og konvertible obligasjoner for 8,7 prosent.

Obligasjoner og sertifikater

Fondets totale plasseringer i obligasjoner, sertifikater og kontolån til staten beløp seg pr. 31. desember 1993 til i alt 63.130 mill. kroner etter bokført verdi, hvilket er en økning på 6.214 mill. kroner siden forrige årsskifte. Økningen fordeler seg med 2.338 mill. kroner på stats- og statsbankobligasjoner (inklusive kontolån) og 3.876 mill. kroner på private og kommunale obligasjoner og sertifikater.

Etter de regler som ble fastsatt av Finansdepartementet i 1992 for plasseringer i statlige verdipapirer, kan Fondet fritt foreta plasseringer i stats- og statsgaranterte obligasjoner i første- og annenhåndsmarkedet innenfor en total ramme på 5 mrd. kroner. Øvrige plasseringer skal som hovedregel skje i form av kontolån til statskassen på betingelser som er knyttet til underliggende statslån. Som konsekvens

av dette er beholdningen av stats- og statsgaranterte obligasjoner i 1993 gjennom låneforfall blitt redusert med 13.377 mill. kroner til 19.660 mill. kroner ved siste årsskifte, mens plasseringene i kontolån er økt med 15.715 mill. kroner til 25.736 mill. kroner. Plasseringene i stats- og statsbankobligasjoner er dermed blitt redusert med 24,2 prosentpoeng til 27,7 prosent av Fondets samlede plasseringer pr. 31. desember 1993, mens kontolån til staten på den annen side er økt med 20,6 prosentpoeng til 36,3 prosent av totalporteføljen.

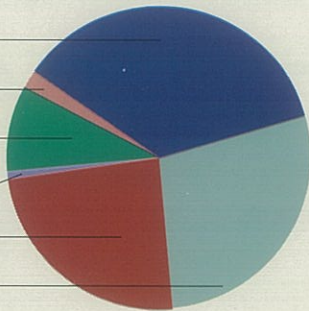
Fondets beholdning av private og kommunale obligasjoner og sertifikater beløp seg ved siste årsskifte til 17.734 mill. kroner, som er en økning på 3.876 mill. kroner fra forrige årsskifte. Som andel av Fondets samlede plasseringer er beholdningen av private og kommunale obligasjoner og sertifikater økt med 3,2 prosentpoeng til 25,0 prosent. Ved siste årsskifte utgjorde plasseringene i lån utstedt eller garantert av kommuner og fylkeskommuner i alt 3.868 mill. kroner, tilsvarende 5,5 prosent av totalporteføljen, hvilket er en økning på 558 mill. kroner og 0,3 prosentpoeng fra forrige årsskifte.

Markedsverdien av Fondets plasseringer i obligasjoner og kontolån beløp seg pr. 31. desember 1993 til 68.948 mill. kroner, som er 6.430 mill. kroner eller 10,3 prosent høyere enn bokført verdi og 9.251 mill. kroner eller 15,5 prosent høyere enn pålydende verdi. Etterhvert som obligasjonenes gjenstående løpetid blir redusert vil urealisert kursgevinst på obligasjonsbeholdningen også bli redusert, og differansen mellom pålydende verdi og bokført verdi (kostpris) vil bli ført som realisert kursgevinst/-tap i regnskapet på innfrielsestidspunktet for obligasjonene.

Fondet hadde ved forrige årsskifte obligasjoner i

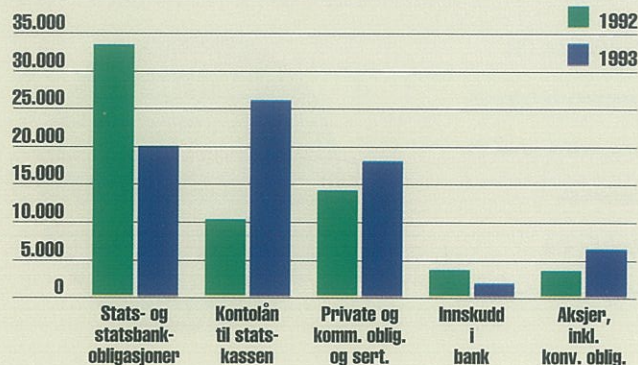
Fondets portefølje pr. 31. desember 1993. Bokført verdi

Kontolån til statskassen 36%
 Innskudd i bank 2%
 Aksjer, inkl. konv. obl. 9%
 Sertifikater (private) 1%
 Andre ihendehaverobligasjoner 24%
 Stats- og statsbankobligasjoner 28%



Plasseringer pr. 31. desember

Mill. kr.



Den norske Hypotekforening AS (DNH), som var under avvikling i samsvar med vedtatt gjeldsordning, for 210 mill. kroner etter pålydende verdi. Dessuten hadde Fondet sertifikater til pålydende verdi 310 mill. kroner utstedt av UNI Storebrand som ved forrige årsskifte hadde innstilt sine gjeldsbetalinger og var under offentlig administrasjon.

DNH ble i 1993 overtatt av Sparebanken NOR og Fondet fikk i denne forbindelse sluttoppgjør for sin fordring overfor DNH som medførte full dekning av obligasjonenes pålydende verdi og en viss rentegodtgjørelse. Som del av sluttoppgjøret tegnet Fondet seg for 40 mill. kroner (pålydende verdi) i et konvertibelt obligasjonslån utstedt av Sparebanken NOR. Det tap Fondet har lidt på DNH begrenser seg dermed til en lavere effektiv avkastning enn forutsatt da plasseringene ble foretatt.

Fondets fordring overfor UNI Storebrand ble fullt innfridd med tillegg av morarenter i juni 1993 som ledd i at selskapet ble rekapitalisert og satt i ordinær drift igjen.

Bankinnskudd

Folketrygdfondets innskudd i forretnings- og sparebanker utgjorde ved siste årsskifte 1.280 mill. kroner og 1,8 prosent av Fondets samlede plasseringer, hvilket innebærer en reduksjon på henholdsvis 1.701 mill. kroner og 2,9 prosentpoeng. Fondets bankinnskudd fordeler seg med 1.128 mill. kroner i kortsiktige plasseringer og 152 mill. kroner i 6-måneders termininnskudd. Nedgangen i bankinnskudd har dels sammenheng med at Fondet som omtalt i tidligere årsberetninger, i større grad vil benytte bankinnskudd som alternativ til andre kortsiktige plasseringsmuligheter og at interessen fra bankene for

termininnskudd er blitt mindre, både som følge av forventninger om fortsatt fall i rentenivået og en styrket likviditetssituasjon i bankvesenet.

Fondet hadde ved siste årsskifte 380 mill. kroner på foliokonto i Norges Bank mot 432 mill. kroner ved forrige årsskifte.

Aksjer m.v.

Folketrygdfondets portefølje av aksjer beløp seg pr. 31. desember 1993 til 5.906 mill. kroner etter bokført verdi, som representerer en økning på 2.641 mill. kroner siden forrige årsskifte. Fondets plasseringer i aksjer utgjør 8,3 prosent av de samlede plasseringer, som er en økning med 3,2 prosentpoeng fra året før. Aksjeplasseringene var ved siste årsskifte fordelt på 39 selskaper, jfr. note 8 til regnskapet. Fondet har i 1993 deltatt i aksjeemisjoner i 10 selskaper hvor Fondet tegnet aksjer for i alt 794 mill. kroner.

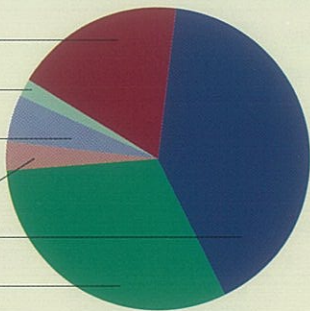
Markedsverdien av Fondets samlede plasseringer i aksjer var pr. 31. desember 1993 på 7.396 mill. kroner, hvilket representerte en urealisert kursgevinst på 1.490 mill. kroner tilsvarende 25,2 prosent i forhold til bokført verdi. Sammensetningen av aksjeporteføljen fremgår av note 8 til regnskapet.

Fondets aksjeplasseringer i Den norske Bank og UNI Storebrand, som belastet regnskapet for 1992 med betydelige urealiserte kurstap, er omtalt særskilt i egne avsnitt nedenfor.

Folketrygdfondet hadde pr. 31. desember 1993 investert for 273 mill. kroner i konvertible obligasjoner som er en økning på 210 mill. kroner siden forrige årsskifte. Investeringen er fordelt på 4 selskaper og tilsvarte 0,4 prosent av de samlede plasseringer, som er en økning på 0,3 prosentpoeng siden forrige årsskifte.

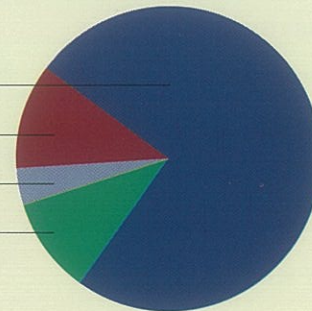
Obligasjonsporteføljens sammensetning pr. 31. desember 1993

Finansforetak 18%
 Kommuner og fylker 2%
 Kraftverk/el. formål 5%
 Industri 3%
 Kontolån 41%
 Stats- og statsbanker 31%



Aksjeporteføljens sammensetning pr. 31. desember 1993

Industri mv. 74%
 Forsikring 12%
 Bank 4%
 Shipping 10%



Markedsverdien for de konvertible obligasjoner var pr. 31. desember 1993 på 322 mill. kroner, hvilket tilsvarte en urealisert kursgevinst på 49 mill. kroner eller 17,9 prosent.

Fondets beholdning av aksjer og konvertible obligasjoner beløp seg pr. 31. desember 1993 til 8,4 prosent av Fondets kapital basert på bokført verdi. Fondet har etter reglementet adgang til å plassere inntil 15 prosent av Fondets kapital i aksjer m.v.

Den norske Bank

Som ledd i avtale mellom Den norske Bank (DnB) og de større aksjonærer (herunder Folketrygdfondet) i daværende Realkreditt Holding A/S om salg av aksjene i Realkreditt til DnB, tegnet Fondet seg i 1992 for aksjer i DnB for i alt 160 mill. kroner, fordelt på ordinære aksjer og preferanseaksjer.

Som følge av store tap på utlån i 1992 ble det nødvendig for DnB å søke om ytterligere kapitaltilførsel fra Statens Banksikringsfond. Det var en betingelse for denne kapitaltilførsel at den ordinære aksjekapital ble nedskrevet til null. På bakgrunn av at nedskrivning av den ordinære aksjekapital i DnB var forventet, men ennå ikke vedtatt, ble Fondets beholdning av ordinære aksjer i DnB i balansen pr. 31. desember 1992 gitt en symbolsk verdi på 1 øre pr. aksje. Da den forventede nedskrivningen av de ordinære aksjer ble ført som urealisert kurstap i resultatregnskapet for 1992, har det realiserede kurstap som er en konsekvens av vedtaket om nedskrivning på den ordinære generalforsamling i DnB våren 1993, ingen virkning for Fondets driftsresultat for 1993.

Den bedring av resultatutviklingen som har funnet sted i løpet av 1993, har medført en sterk økning

i kursen på preferanseaksjene i DnB. Gjennom realiserede og urealiserte kursgevinster på Fondets aksjer i DnB har Fondet mer enn gjenvunnet både det tap som er realisert på de ordinære DnB-aksjer og tidligere realiseret tap på Fondets aksjer i Realkreditt.

UNI Storebrand

Fondet hadde ved forrige årsskifte aksjer i UNI Storebrand til en bokført verdi av 173 mill. kroner. Som følge av at selskapet hadde innstilt sine betalinger og 25. august 1992 ble satt under offentlig administrasjon, ble aksjene i Fondets balanse pr. 31. desember 1992 verdsatt til 3 mill. kroner, tilsvarende kr. 1,- pr. aksje, og 170 mill. kroner ført som urealisert kurstap i resultatregnskapet for 1992.

UNI Storebrand ble tatt opp til børsnotering 21. juni 1993 og satt i ordinær drift 13. juli s.å. etter at selskapet var rekapitalisert ved emisjon av ny aksjekapital for 2.800 mill. kroner og emisjon av et 10-års obligasjonslån på 1.800 mill. kroner. Løsningen medførte at samtlige kreditorer fikk fullt oppgjør for sine krav med 11 prosent rente. Som ledd i rekapitaliseringen ble aksjenes pålydende verdi nedskrevet til 5 kroner, mens tegningskurs i aksjeemisjonen ble satt til 10 kroner.

Fondet medvirket forrige år aktivt for å oppnå en rekapitalisering av UNI Storebrand slik at selskapet igjen kunne bli satt i ordinær drift. Som ledd i dette deltok Fondet som en større garantist både for den aksjeemisjonen som ble gjennomført og det obligasjonslån som ble emittert. Fondet er også deltaker i et garantikonsortium for en nyemisjon av aksjer på 300 mill. kroner med garantiperiode frem til 30. juni 1994. Folketrygdfondet har fått dispensasjon frem

til 11. juni 1996 til å eie inntil 15 prosent av aksjekapitalen i UNI Storebrand. Etter §2.2 i Lov av 10. juni 1988 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner kan ingen uten dispensasjon eie mer enn 10 prosent av aksjekapitalen i en finansinstitusjon. Folketrygdfondet hadde pr. 31. desember 1993 en eierandel i UNI Storebrand på 12,0 prosent. Markedsverdien på Fondets aksjeplassering var på samme tidspunkt 25,1 prosent høyere enn bokført verdi, heri innbefattet kostpris på de aksjer som ble kjøpt før UNI Storebrand ble satt under offentlig administrasjon.

Resultatregnskap og balanse

I regnskapet er lagt til grunn en markedsvurdering ved verdsetting av Folketrygdfondets portefølje.

Driftsresultatet for 1993 beløp seg til 14.885 mill. kroner mot 6.101 mill. kroner foregående år.

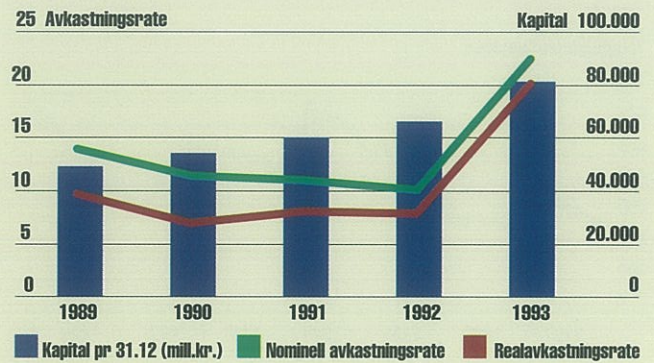
Samlede renteinntekter beløp seg til 6.541 mill. kroner. Mottatt aksjeutbytte og realiserte kursgevinster utgjorde henholdsvis 86 og 668 mill. kroner, mens andre inntekter (provisjoner) beløp seg til 2 mill. kroner.

Endring i urealiserte kursgevinster beløp seg i 1993 til 7.599 mill. kroner, hvilket tilsvarte 51,0 prosent av Fondets samlede inntekter. Økningen i urealiserte kursgevinster fordeler seg med 5.458 mill. kroner på obligasjoner, 63 mill. kroner på konvertible obligasjoner og 2.078 mill. kroner på aksjer. Pr. 31. desember 1993 utgjorde samlet urealisert kursgevinst på Fondets verdipapirportefølje i alt 7.969 mill. kroner mot 370 mill. kroner ved forrige årsskifte.

Fondets samlede administrasjons- og forvaltningskostnader beløp seg i 1993 til 11 mill. kroner, hvilket er det samme som året før.

Den nominelle avkastning på Fondets portefølje utgjorde i 1993 22,3 prosent beregnet på basis av Fondets kapital pr. 1. januar 1993, mot 10,1 prosent året før. Realavkastningen av Fondets kapital var i 1993 20,0 prosent mot 7,9 prosent foregående år. Avkastningen på Fondets plasseringer i rentepapirer (inklusive konvertible obligasjoner) var i 1993 19,8 prosent beregnet på basis av gjennomsnittlig investert kapital. Samlet avkastningsrate for plasseringene i aksjer i form av utbytte, realiserte kursgevinster og økning i urealiserte kursgevinster var tilsvarende på 66,3 prosent.

Utvikling i kapital og avkastning 1989 - 93



Fondets kapital beløp seg pr. 31. desember 1993 til i alt 81.616 mill. kroner.

Administrative forhold

Folketrygdfondets administrasjon er i 1993 blitt styrket ved tilsetning av ytterligere 2 medarbeidere slik at Fondet ved siste årsskifte hadde i alt 13 tilsatte. Arbeidet med organisasjonsutvikling og kompetanseoppbygging har vært gitt høy prioritet og vil bli videreført i tiden fremover. Det kan bli aktuelt med en ytterligere økning av bemanningen for å styrke kapasiteten på oppgjørssiden i økonomiavdelingen og på egenkapitalsiden i investeringsavdelingen.

De nye styringssystemer som ble tatt i bruk i 1992, fungerer tilfredsstillende og har bidratt til en bedre løpende styring av og kontroll med forvaltningsvirksomheten, i tillegg til at de har muliggjort en mer aktiv kapitalforvaltning fra Fondets side. Omleggingen til EDB-baserte styringssystemer har dessuten medført klare effektiviseringsgevinster for Fondet.

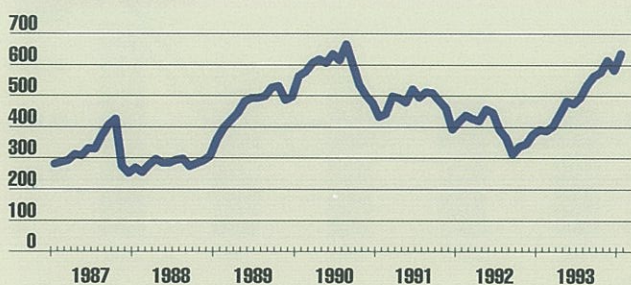
Den tidligere ordning med at Fondets bankinnskudd ble administrert av avdelinger i Norges Bank er under avvikling og vil bli helt avviklet i løpet av 1994.

Fremtidig virksomhet

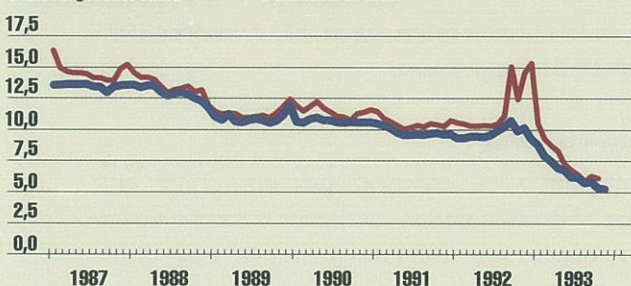
Fondets avkastning for 1993 er både absolutt og relativt den høyeste i Fondets historie. Omlag halvparten av avkastningen består i økte urealiserte kursgevinster på Fondets beholdning av obligasjoner og aksjer. For obligasjonsbeholdningens vedkommende innebærer den kursstigning man har fått som følge av nedgangen i rentenivået, en endret

Finansmarkedet og industriproduksjonen 1987 - 93

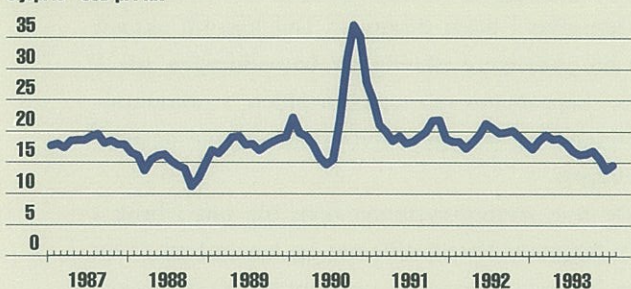
Totalindeksen Oslo Børs



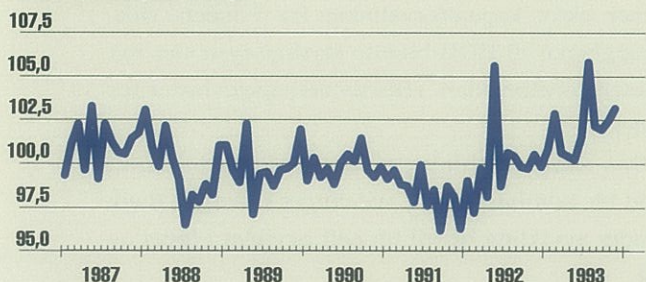
Statsobligasjonsrenten — 3-månedersrenten



Oljepris - USD pr. fat



Industriproduksjonen i Norge



Figuren viser utviklingen i aksjeindeks, rentenivå, oljepris og industriproduksjon i perioden 1987-93. Aksjeindeksen viser at volatiliteten på Oslo Børs har vært meget stor. Rentenivået har i den aktuelle perioden vært preget av en fallende tendens, med unntak for en kortvarig, men sterk, økning under valutauroen høsten 1992. Oljeprisen har i perioden hovedsaklig variert mellom 15 og 20 dollar. Et unntak var en kortvarig høyere oljepris etter Iraks invasjon i Kuwait august 1990. Begge de nevnte begivenheter hadde negativ virkning på aksjekursene. Industriproduksjonen viser i store trekk det samme sykliske forløp som aksjeindeksen, men svingningene i aksjekursene er klart mye større enn de realøkonomiske forhold skulle tilsi.

periodisering av avkastningen over tid og at avkastningsraten på obligasjoner vil bli betydelig lavere i de nærmeste år. Dette forhold er nærmere belyst i en egen artikkel i årsberetningen.

Den betydelige verdiøkning som har funnet sted på Fondets aksjebeholdning, og som likeledes må ses i sammenheng med rentenedgangen, har også bidratt positivt til den høye avkastningsrate for Fondet i 1993. Etter at aksjekursene var preget av sterk nedgang i de første 12-13 månedene etter at Fondet foretok de første plasseringer i aksjer i august 1991, har aksjemarkedet siden september 1992 vært preget av en vedvarende og sterk kursoppgang. Ved siste årsskifte lå således børsindeksen 17 prosent høyere enn på det tidspunkt Fondet foretok de første aksjeplasseringer, etter i mellomtiden å ha vært på under det halve på det laveste.

Den ekstraordinært sterke nedgang og oppgang i aksjekursene i perioden 1991-1993 har i stor grad sammenheng med krisen i det norske finansvesen, men det er samtidig typisk for aksjemarkedet at skiftende forventninger om den fremtidige utvikling gir grunnlag for betydelige svingninger i aksjekursene. Over lang tid vil imidlertid aksjeplasseringer gi en høyere avkastning enn plasseringer i obligasjoner og andre fastrenteinstrumenter. Den adgang som Fondet i 1991 fikk til å plassere i aksjer m.v. har dermed gitt muligheter for at Fondet på lengre sikt vil kunne oppnå en bedre avkastning enn om hele kapitalen plasseres i renteinstrumenter.

Det norske aksjemarked er imidlertid i internasjonal sammenheng meget lite og er dessuten blant de mest volatile. Den større grad av volatilitet (kurssvingninger) som preger Oslo Børs, har sammenheng med børsens begrensede størrelse, en høy og varierende utenlandsandel og et sterkt innslag av sykliske bransjer.

Med det formål både å styrke avkastningsmulighetene og redusere den markedsrisiko som i dag er knyttet til Fondets plasseringer, vedtok styret den 21. september 1993 å foreslå overfor Finansdepartementet å utvide Fondets adgang til å foreta plasseringer i aksjer og andre egenkapitalinstrumenter, herunder ansvarlige lån, fra 15 til 20 prosent. Samtidig ble foreslått at Fondet ble gitt adgang til å foreta plasseringer i utenlandske børsnoterte aksjer og obligasjoner innenfor en ramme av 10 prosent av Fondets totale kapital. Videre ble foreslått at Fondet

gis adgang til å foreta plasseringer i aksjer m.v. i ikke-børsnoterte norske selskaper innenfor en ramme av 2,5 prosent av total kapital, dog således at slike plasseringer ikke kan utgjøre mer enn en tredjedel av Fondets samlede plasseringer i aksjer og andre egenkapitalinstrumenter. Det sistnevnte forslag vil gi Fondet muligheter til å foreta plasseringer i et bredere utvalg av selskaper enn dagens børsliste represententer og til at Fondet i større grad vil kunne bidra til å styrke tilgangen av egenkapital til norsk næringsliv. Forslaget om å utvide Fondets plasseringsadgang er nå til vurdering i Finansdepartementet, før det eventuelt blir lagt frem for behandling i Stortinget.

Som langsiktig investor i aksjemarkedet er Folketrygdfondet opptatt av at de incentivordninger som måtte benyttes av bedriftene, er egnet til å fremme industriell utvikling og styrke de langsiktige inntjeningsmuligheter. Fra Fondets side har en derfor inntatt en kritisk holdning til utstedelse av aksjeopsjoner til bedrifters ledere i de tilfelle opsjonene er av relativt kortsiktig karakter og de betingelser som er knyttet til ordningene medfører en betydelig kjøpsrabatt og/eller liten reell tapsrisiko for opsjonsmottakerne. Slike kortsiktige opsjonsordninger kan lett føre til for sterk fokusering på kortsiktige kurspåvirkende faktorer fra bedriftsledelsens side og motvirke heller enn fremme langsiktig eierskap i bedriftene. I praksis kan forøvrig belønningen som opsjonsordningene gir, mer vise seg å reflektere den generelle utvikling i aksjemarkedet

enn resultatutviklingen i den enkelte bedrift. Det forhold at slike opsjonsordninger lett også oppfattes som uttrykk for en usunn ledelseskultur i næringslivet, er også et forhold som bør tillegges betydelig vekt av næringslivets ledere. Det er derfor viktig at incentivordningene i næringslivet utformes slik at de gir belønning for resultater som kan knyttes til mottakernes innsats og bidrar til å styrke bedriftenes utviklingsmuligheter på lang sikt.

Det er styrets innstilling at Folketrygdfondet skal være en aktiv langsiktig investor og en seriøs og profesjonell aktør i kapitalmarkedet. Utviklingen har medført at Fondet i 1993 har deltatt i flere større kapitaltransaksjoner og bidratt konstruktivt til at bedrifter både har fått styrket sin egenkapitalposisjon og bedret sin aksjonærstruktur. Det er ikke forutsatt at Folketrygdfondet skal påta seg styreansvar og dermed ansvar for strategiutviklingen og den løpende drift i de enkelte selskaper. Fondet føler imidlertid ansvar for å bidra konstruktivt som aksjonær gjennom deltakelse på generalforsamlinger og i bedriftsforsamlinger der dette er aktuelt og formålstjenlig. Det er Fondets vurdering at i den internasjonaliseringsprosess som pågår, vil det for den videre utvikling av norsk nærings- og arbeidsliv være av stor betydning at norske bedrifter har en sterk kapitalstilling og at norsk eierskap kan bevares slik at bedriftenes utviklingsstrategier i tiden fremover i størst mulig grad blir fastlagt ut fra norske økonomiske interesser.

Oslo, 9. mars 1994


Henrik J. Lisæth
(Leder)


Thorbjørn Raadim
(Nestleder)


Tove Lehre


Inger Lise Nyberg


Per Arne Olsen


Per Gunnar Olsen


Liv-Karin Knudsen Olset


Anna Kristine Jahr Røine


Arne Synnes

Resultatregnskap

Mill. kr	Note	1993	1992
INNTEKTER			
Renteinntekter	1	6 541	6 602
Utbytte		86	42
Realiserte verdipapirgevinster	2	668	37
Endring urealiserte verdipapirgevinster	3	7 599	-571
Andre inntekter	4	2	2
Sum inntekter		14 896	6 112
KOSTNADER			
Administrasjons- og forvaltningskostnader	5	11	11
Sum kostnader		11	11
Driftsresultat		14 885	6 101

Balanse

Mill. kr	Note	1993	1992
EIENDELER			
Bankinnskudd	6	1 660	3 413
Verdipapirer til kostpris	3,7,8		
Sertifikater		612	340
Kontolån til statskassen		25 736	10 021
Stat- og statsbankobligasjoner		19 660	33 037
Andre ihendehaverobligasjoner		17 122	13 518
Konvertible obligasjoner		273	63
Aksjer		5 906	3 265
Urealiserte verdipapirgevinster	3,7,8	7 969	370
Påløpne, ikke forfalte renter		2 977	2 722
Andre fordringer	9	6	7
Driftsmidler		2	3
Sum eiendeler		81 923	66 759
GJELD OG EGENKAPITAL			
Folketrygdfondets kapital pr. 1. januar		66 731	60 630
Driftsresultat		14 885	6 101
Folketrygdfondets kapital pr. 31. desember		81 616	66 731
Annen gjeld	10	307	28
Sum gjeld og egenkapital		81 923	66 759

Oslo, $\frac{31. desember 1993}{9. mars 1994}$

Henrik J. Lisæth
(Leder)

Thorbjørn Raadim
(Nestleder)

Tove Lehre

Inger Lise Nyberg

Per Arne Olsen

Per Gunnar Olsen

Liv-Karin Knudsen Olset

Anna Kristine Jahr Røine

Arne Synnes

Tore Lindholt
Adm. direktør

Folketrygdfondets regnskap for 1993 er revidert og godkjent av Riksrevisjonen.

Oslo, 1. mars 1994

Etter fullmakt

Erna Jørgensen Lea

Lisbeth Johansen

Noter

NOTE 1 - Renteinntekter

Renteinntekter fordeler seg som følger:

MILL. KR	1993	1992
Renter av stats- og statsbankobligasjoner	4 509	4 470
Renter av andre ihendehaverobligasjoner	1 693	1 432
Renter av sertifikater	40	303
Renter av bankinnskudd	298	394
Renter av pantelån og gjeldsbrev	1	3
Sum	6 541	6 602

NOTE 2 - Realiserte verdipapirgevinster/tap

Realiserte verdipapirgevinster/tap har følgende fordeling:

MILL. KR	1993	1992
Realiserte gevinster/tap obligasjoner	359	-24
Realiserte gevinster/tap sertifikater	1	24
Realiserte gevinster/tap aksjer	308	37
Sum	668	37

NOTE 3 - Urealiserte verdipapirgevinster

Samlede urealiserte verdipapirgevinster pr. 31. desember samt endring i året:

MILL. KR	1993	1992
Markedsverdi portefølje pr. 31. desember	77 278	60 614
Historisk kost portefølje pr. 31. desember	69 309	60 244
Urealiserte verdipapirgevinster	7 969	370
Endring urealiserte verdipapirgevinster	7 599	-571

Urealiserte verdipapirgevinster pr. 31. desember fordeler seg som følger:

MILL. KR	KOSTPRIS	MARKEDS- VERDI	UREAL. GEV./TAP	ENDR UREAL. GEV./TAP
Sertifikater	612	612	0	0
Obligasjoner	62 518	68 948	6 430	5 458
Konvertible obligasjoner	273	322	49	63
Aksjer	5 906	7 396	1 490	2 078
Sum	69 309	77 278	7 969	7 599

NOTE 4 - Andre inntekter

Andre inntekter representerer garantiprovisjon ved aksje- og obligasjonsemisjoner.

NOTE 5 - Administrasjons- og forvaltningsutgifter

Administrasjons- og forvaltningsutgifter består av følgende poster:

MILL KR	1993	1992
Honorarer, lønn o.l.	5,5	3,0
Andre faste driftskostnader	4,2	5,0
Verdiforvaltning NB/årsavgift VPS	1,2	2,0
Andre honorarer	0,6	1,0
Sum	11,5	11,0

NOTE 6 - Bankinnskudd

Bankinnskudd består av folioinnskudd hos Norges Bank, termininnskudd av 6 og 12 måneders varighet i forretnings- og sparebanker og kortsiktige pengeplasseringer i bank. Beløpet fordeler seg som følger:

MILL KR	1993	1992
Foliokonto	380	432
Forretningsbanker	31	1 082
Sparebanker	121	1 899
Kortsiktige pengeplasseringer	1 128	0
Sum	1 660	3 413

NOTE 7

Fordeling av urealiserte verdipapirgevinster på Folketrygdfondets obligasjonsportefølje pr. 31. desember 1993:

MILL. KR	PÅ- LYDENDE	KOSTPRIS	MARKEDS- VERDI	UREALISERT GEVINST/TAP
Kontolån	24 800	25 736	27 733	1 997
Stat	18 072	19 397	22 759	3 362
Statsbanker	261	263	272	9
Industri	1 767	1 821	2 028	207
Kraftverk/el. formål	2 742	2 825	2 945	120
Kommuner og fylker	1 427	1 455	1 510	55
Finansforetak	10 628	11 021	11 701	680
Sum	59 697	62 518	68 948	6 430

NOTE 8

Folketrygdfondets beholdning av børsnoterte aksjer pr. 31. desember 1993:

SELSKAP	AKSJEKAPITAL PR. KLASSE (1000 KR)	PÅLYDENDE PR. AKSJE (KR)	ANTALL AKSJER 31.12.93	%-VIS ANDEL AV TOTAL AKSJEKAPITAL I SELSKAPET	MARKEDS- VERDI (1000 KR)
DnB	2 090 465	10,00	5 089 303	2,00	86 009
CBK Frie A	1 295 779	7,00	8 910 212	1,61	122 515
Bolig- og Næringsbanken	487 710	50,00	846 026	8,67	130 288

Note 8 (forts.)

SELSKAP	AKSJEKAPITAL PR. KLASSE (1000 KR)	PÅLYDENDE PR. AKSJE (KR)	ANTALL AKSJER 31.12.93	%-VIS ANDEL AV TOTAL AKSJEKAPITAL I SELSKAPET	MARKEDS- VERDI (1000 KR)
Vital	484 967	25,00	1 910 111	7,17	127 977
UNI Storebrand	1 034 696	5,00	27 761 748	12,04	527 473
UNI Storebrand Frie	221 925	5,00	113 730		2 331
UNI Storebrand Pref. A	411 698	5,00	14 416 958		168 678
Aker	535 125	20,00	3 419 000	12,46	306 001
Aker Frie	260 887	20,00	2 635 400		247 728
Alcatel STK	84 000	10,00	35 000	0,42	8 348
Braathen SAFE	32 202	5,00	132 000	2,05	25 080
Dyno Industrier	496 513	20,00	920 971	3,71	113 279
Elkem	577 067	20,00	1 725 000	5,89	148 350
Elkem Frie	288 533	20,00	825 000		74 250
Hafslund Nycomed	197 099	5,00	3 282 106	5,65	402 058
Hafslund Nycomed B	195 361	5,00	1 352 214		172 407
Hafslund Nycomed Frie	96 577	5,00	888 300		113 918
Helikopterservice	248 691	11,50	1 290 900	5,97	132 317
Kverneland	55 647	10,00	325 600	4,39	17 257
Kværner	283 358	12,50	1 874 916	4,33	632 784
Nora Eiendom	13 055	2,00	847 000	12,98	143 990
Norsk Forsvarsteknologi	417 000	20,00	40 800	0,20	5 243
Norsk Hydro	4 107 897	20,00	4 248 900	2,07	913 514
Norske Skog	318 702	20,00	500 000	2,98	87 750
Norske Skog Frie	157 893	20,00	289 600		51 114
Olav Thon	118 979	10,00	415 726	3,49	48 016
Orkla	686 770	25,00	2 528 743	6,51	708 048
Orkla B	231 455	25,00	310 987		87 076
Orkla Frie	300 435	25,00	334 245		97 265
Pronova	59 559	10,00	360 154	6,04	58 705
Rieber & Søn	132 749	10,00	848 493	7,10	222 729
Rieber & Søn B	26 550	10,00	282 994		73 295
Saga	1 002 982	15,00	3 540 553	4,06	253 150
Saga B	481 898	15,00	261 000		19 314
Saga Frie	442 756	15,00	1 411 500		105 157
Simrad	48 120	10,00	637 518	12,21	76 502
Simrad B	18 900	10,00	180 957		21 534
C. Tybring-Gjedde	26 094	10,00	92 692	3,49	15 526
Unitor	214 696	12,50	436 000	2,51	55 372
Veidekke	56 228	10,00	380 000	6,76	64 600

Note 8 (forts.)

SELSKAP	AKSJEKAPITAL PR. KLASSE (1000 KR)	PÅLYDENDE PR. AKSJE (KR)	ANTALL AKSJER 31.12.93	%-VIS ANDEL AV TOTAL AKSJEKAPITAL I SELSKAPET	MARKEDS- VERDI (1000 KR)
Awilco Shipping	134 400	12,50	281 371	4,33	15 335
Awilco Shipping B	134 400	12,50	649 593		35 403
Bergesen	99 564	2,50	1 097 800	2,33	159 730
Bergesen B	42 492	2,50	225 800		32 741
Bonheur	57 450	5,00	50 400	0,44	6 250
Color Line	96 544	2,00	1 633 552	3,38	40 839
Leif Høegh	60 000	2,00	1 224 800	4,08	129 829
Smedvig	62 517	6,00	336 900	3,23	48 851
Storli	74 369	10,00	238 700	4,84	42 131
Storli B	34 874	10,00	289 500		49 939
Transocean Drill	109 648	5,00	526 000	2,40	23 933
W. Wilhelmsen	49 666	5,00	284 800	3,79	40 442
W. Wilhelmsen B	19 708	5,00	241 600		33 824
Adelsten	7 005	20,00	16 920	4,44	21 150
Adelsten B	10 273	20,00	21 440		26 800
Oslo Havnelager	17 871	1,00	1 087 900	6,09	4 406
Skrivervik Data	25 000	10,00	212 500	8,50	17 425
Sum markedsverdi					7 395 976
Urealiserte kursgevinster aksjer					1 489 535
Bokført kostpris					5 906 441

NOTE 9 - Andre fordringer

Andre fordringer består av:	MILL KR
Diverse fordringer	1
Pantelån Rikstrygdeverket	5
Sum	6

NOTE 10 - Annen gjeld

Annen gjeld består av:	MILL KR
Div. gjeld (Skattetrekk, Statens Pensjonskasse etc.)	1
Uoppgjorte verdipapirhandler	306
Sum	307

Utviklingen i sparing og investering i norsk økonomi

av utreder, cand. oecon Juul Bjerke

Gjennom hele etterkrigstiden har norsk økonomi vært kjent for høye spare- og investeringsrater i internasjonal sammenheng. Dette var tilfelle i den typiske gjenreisningsperioden fram til midten av 1950-årene, i den etterfølgende sterke vekstperioden og senere mens oljevirkosomheten ble bygd ut i norsk økonomi. Det vanlige var at spareraten utgjorde mellom 15 og 20 prosent av netto nasjonalproduktet. Nettoinvesteringsraten lå gjennomgående 2-3 prosentenheter høyere og reflekterte driftsunderskottet vi hadde overfor utlandet. Spørsmålet om sparing og tilgang på kapital spilte ikke den gang samme rolle i den økonomiske debatt som i dag. Det var snarere det vedvarende investeringspresset og spørsmålet om vi fikk nok igjen for de høye investeringene som ble diskutert.

I de senere år har det skjedd en sterk - noen vil si dramatisk - nedgang i sparing og investeringer i norsk økonomi. Samtidig er det store endringer i sparingens og investeringenes sammensetning. Det kan ha en viss interesse å se nærmere på hva som ligger bak disse endringene og på enkelte problemstillinger og konsekvenser i den sammenheng.

1. Samlet sparing

Av **tabell 1** ser vi at spareraten totalt har holdt seg forholdsvis konstant fra begynnelsen av 1950-årene og fram til perioden 1980-85. Gjennomsnittstallene dekker over en del år-til-år variasjoner, men noen markert trend er vanskelig å finne i tallene. En kortere periode ved slutten av 1970-tallet skiller seg ut med lav sparing, men spareraten normaliseres igjen i perioden 1980-85. I gjennomsnitt utgjorde spareraten i disse år 17,4 prosent - om lag det samme som i 1950-årene.

Etter det siste toppåret i 1985 har det skjedd en sterk nedgang i spareraten. Tallene har i flere år ligget på nivået 10 prosent og i 1992 gir foreløpige tall



en samlet sparerate så lav som 7 prosent. Det siste er godt og vel en halvering i forhold til det vanlige nivået i etterkrigstiden.

Gjennom mesteparten av etterkrigstiden har som nevnt investeringsraten ligget høyere enn spareraten som følge av et driftsunderskudd overfor utlandet. I de senere år har imidlertid forholdet vært omvendt. Sammenliknet med det som har vært vanlig i etterkrigstiden har derfor nedgangen i investeringsraten vært enda sterkere enn nedgangen i spareraten.

2. Offentlig sparing

Den offentlige sparingen totalt sett består av sparingen i offentlig forvaltning, sparing i offentlige foretak og sparing i offentlige finansinstitusjoner.

I Norge har den offentlige sparing gjennom hele etterkrigstiden utgjort en meget stor del av den samlede sparing. Av tabell 1 fremgår at den offentlige spareraten også var stigende over tid og i 1985 utgjorde den nesten 16 prosent av nettonasjonalproduktet. Den stigende offentlige spareraten må ses i sammenheng med at offentlig disponibel inntekt som andel av nettonasjonalproduktet, økte fra om lag 20 prosent i begynnelsen av 1950-årene til vel en tredjedel i slutten av 1980-årene.

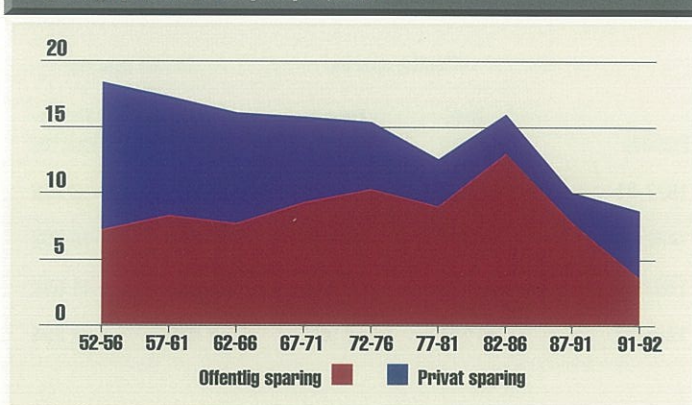
Etter 1985 har den offentlige spareraten falt dramatisk og vedvarende, slik at den i 1992 bare utgjorde vel 1 prosent av nettonasjonalproduktet etter foreløpige tall. Den dominerende delen innenfor den offentlige sparing har vanligvis vært den offentlige forvaltnings sparing. Med statens engasjement i oljeutvinningen har imidlertid foretaksandelen av offentlig sparing økt. Samtidig har svingningene i oljeprisene påvirket den offentlige foretakssparing og dermed den samlede offentlige sparing mer enn før.

Likevel er det i utpreget grad nedgangen i den offentlige forvaltnings sparing som har ført til at svikten i den samlede offentlige sparing har blitt så

Tabell 1: Sparing i prosent av nasjonalproduktet

Periode	Offentlig sparing	Privat sparing	Total sparing	Driftsunderskott
1952-56	7,1	11,2	18,3	-2,6
1957-61	8,2	9,0	17,2	-2,5
1962-66	7,6	8,4	16,0	-2,7
1967-71	9,2	6,5	15,7	-1,6
1972-76	10,2	5,1	15,3	-6,4
1977-81	8,9	3,6	12,5	-3,8
1982-86	12,9	3,0	15,9	2,0
1987-91	7,7	2,3	10,0	-0,1
1991-92	3,5	5,1	8,6	4,3

Sparing i prosent av nasjonalproduktet



dramatisk i de senere år. Mens den offentlige forvaltnings sparing i 1985 var 60 milliarder kroner sank sparingen år for år deretter og ble negativ med 2,6 milliarder kroner i 1992 etter foreløpige tall. Den sterke nedgangen i offentlig sparing etter 1985 må ses i sammenheng med svekkelsen av statsbudsjettene. Først virket sviktende oljeinntekter inn, deretter økte underskuddet som følge av svakere vekst i skatteinntekter og økte utgifter bl.a. på grunn av økende arbeidsløshet.

3. Privat sparing

Mens den offentlige sparing som andel av nasjonalproduktet økte gjennom store deler av etterkrigstiden, viste privat sparing den motsatte langtidstendens. Fra et relativt høyt nivå på over 11 prosent av nettonasjonalproduktet i årene 1952-56 falt den private sparereaten til et lavmål (2,3 prosent) i perioden 1987-91. I de to siste år har den private sparereaten igjen steget noe.

Den private sparing er en sammensatt størrelse som består av husholdningenes sparing, sparingen i ikke-finansielle foretak og sparing i private finansforetak. Sammenliknbare og relativt sikre data som kan beskrive utviklingen i de enkelte komponenter av sparingen foreligger ikke særlig langt tilbake. Først fra 1977 er slike data for de ulike institusjonelle sektorer knyttet sammen i nasjonalregnskapet. Det foreligger imidlertid en del spredte data for 1950- og 1960-årene, men med til dels noe ulike definisjoner og betydelig beregningsmessig usikkerhet.

I tillegg til en langsiktig synkende tendens for

den private sparereaten, viser såvel husholdningens sparingen som den private foretakssparingen betydelige kortsiktige variasjoner i perioden etter 1977. For foretakene henger dette sammen med konjunkturelle svingninger i driftsresultatene. Eksempler på dette finner en i årene 1977 og 1978 og etter oljeprisfallet i 1985, da foretakssparingen var særlig lav. For husholdningenes sparing er det mest markante trekk den dramatiske nedgang i årene 1985-88, da sparingen var negativ i fire år på rad. Denne utvikling som hadde sammenheng med kredittliberalisering og høy konsumterspørsel ble etterfulgt av en periode med sterk gjeldsnedbetaling fra husholdningene. I årene 1989-92 skjedde det igjen en gradvis oppgang i husholdningenes sparereate til det mer normale nivået som hadde etablert seg før nedgangen.

I tallene for perioden etter 1977 er det vanskelig å spore den klare langtidstendens til synkende privat sparereate som vi påviste innledningsvis. Dette har sammenheng med at det meste av nedgangen skjedde tidligere. Også de endringer som bidrar til å forklare nedgangen kom i betydelig grad før 1977.

Det er særlig tre forhold som ligger bak nedgangen i privat sparereate som andel av nasjonalproduktet. Det ene forhold gjelder forskyvningen i inntektsfordeling mellom offentlig og privat sektor. Mens offentlig disponibel inntekt som andel av nettonasjonalproduktet var på rundt 20 prosent i årene 1952-56 var tilsvarende andel i slutten av 1980-årene om lag en tredjedel. Dette forklarer for en stor del stigningen i offentlig sparereate og nedgangen i privat sparereate fram til slutten av 1970-årene - begge målt som andel av nettonasjonalproduktet.

Tabell 2: Offentlig og privat finans- og realsparing *) Mill.kroner

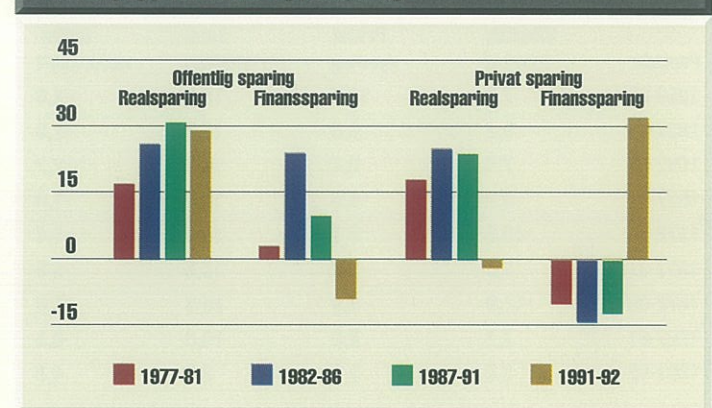
Periode	Offentlig sparing		Privat sparing	
	Real-sparing	Finans-sparing	Real-sparing	Finans-sparing
1977-81	16 850	3 025	18 271	-9 786
1982-86	25 658	24 213	24 872	-13 952
1987-91	30 909	9 535	24 257	-11 562
1991-92	29 292	-8 927	-1 980	32 264

*) Realsparing er her definert som nettoinvestering i fast kapital og omfatter ikke lagerendring. Lagerendring blir dermed inkludert i tallene for finanssparing.

Innenfor den private sektor har det dessuten skjedd en relativ forskyvning i fordelingen av disponibel inntekt i favør av husholdningene. Siden foretakene har den høyeste sparerate (definisjonsmessig hele sin disponible inntekt) betyr dette også en nedgang i privat sparing som andel av nasjonalproduktet. Effekten av denne forskyvning er imidlertid ikke særlig stor tallmessig.

Den tredje og viktigste faktor synes imidlertid å være en langsiktig nedgang i husholdningenes sparerate som andel av deres disponible inntekt. Før nedgangen i privat sparing i slutten av 1980-årene var husholdningenes sparerate som andel av disponibel inntekt i underkant av 5 prosent. Det var også nivået etter normaliseringen igjen i 1992. Tallene kan således umiddelbart tyde på at vi m.h.t. husholdningssparing nå er tilbake til det "vanlige" nivået. Det er riktig om vi ser utviklingen i et kort-siktig perspektiv, men holder ikke stikk under en

Offentlig og privat finans- og realsparing



mer langsiktig synsvinkel. Sammenliknet med de grove og relativt usikre tall vi har for husholdningenes sparerate i 1950- og 1960-årene har det skjedd en sterk nedgang. Uten å trekke tallene for langt, kan mye tyde på at husholdningenes sparerate er blitt nesten halvert siden den gang. De foreliggende tall tyder på at hele denne nedgangen fant sted i løpet av 1970-årene. Husholdningssparingen omfatter her foruten sparing for lønnsstakere og trygdede også sparing hos selvstendige næringsdrivende.

Hva som er årsakene til den sterke og varige nedgangen i husholdningenes sparerate er ikke lett å fastslå. Rente- og skatteforhold - i betydningen lav realrente etter skatt - kan ha spilt inn. Det samme kan forskyvninger i inntektssammensetningen innenfor husholdningssektoren. Bl.a. har selvstendige næringsdrivende, som normalt har en høy sparerate, fått sin inntektsandel redusert. Et tredje forhold kan være knyttet til et redusert behov for personlig opp-

Tabell 3: Real- og finanssparing i ulike sektorer *)

Milliarder kroner

Periode	Offentlig forvaltning ¹⁾		Offentlige foretak		Offentlige finansinstitusjoner		Private foretak		Private finansinstitusjoner		Husholdninger	
	Real	Finans	Real	Finans	Real	Finans	Real	Finans	Real	Finans	Real	Finans
77-81	8,6	7,4	8,2	-6,6	0,1	2,2	8,3	-8,3	0,7	1,1	9,2	-2,6
82-86	9,8	29,3	15,4	-8,0	0,5	3,0	10,7	-4,9	1,6	2,6	12,6	-11,7
87-91	16,7	12,0	14,1	-4,3	0,1	1,9	13,3	-9,0	2,5	7,8	8,5	-10,4
91-92	18,2	-11,4	11,1	0,2	-	2,3	-0,6	4,6	1,3	10,9	-2,6	16,8

1) Folketrygdfondet er med i sektoren offentlig forvaltning og bidrar med en sparing (finanssparing) på henholdsvis 6,2 milliarder kr. og 6,7 milliarder kr. i 1991 og 1992.

*) Se fotnote til tabell 2.

Tabell 4: Sparing, nettoinvestering og driftsoverskott overfor utlandet i prosent av nettonasjonalproduktet

Periode	Sparing	Nettoinvestering ¹⁾	Driftsoverskott
1977-81	12,5	17,2	-3,8
1982-86	15,9	13,1	2,0
1987-91	10,0	10,8	-0,1
1991-92	8,6	4,6	4,3

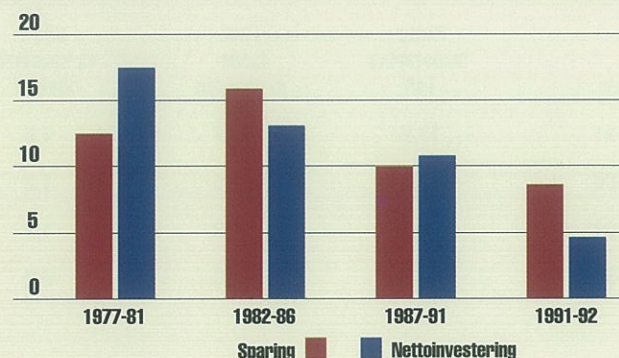
1) Gjelder nettoinvestering i fast kapital og omfatter ikke lagerendring.

sparing etter at folketrygdsystemet ble innført. Det kan være nyttig å ha slike forhold for øye både når en vurderer utviklingen i sparingen framover og eventuelle tiltak for å øke den samlede sparing.

4. Realsparing og finanssparing

En sektors sparing utgjøres dels av sektorens nettoinvesteringer (realsparing) og dels av sektorens nettofordringsøkning (finanssparing) overfor andre nasjonale sektorer og utlandet. I **tabell 2** er den offentlige og den private sparingen i de senere år fordelt på realsparing og finanssparing. Som vi ser har den offentlige sparing normalt dekket nettoinvesteringene både i offentlig forvaltning og foretak og dessuten gitt et positivt bidrag til fordringsøkning overfor privat sektor og/eller utlandet. Et unntak representerer den lave offentlige sparing i de to siste år som slår ut med en negativ finanssparing selv om den samlede finanssparing for Norge er positiv. I den private sektor har sparingen normalt ikke vært stor nok til å dekke nettoinvesteringene og følgelig har sektoren hatt en negativ finanssparing (nettopplåning). Igjen utgjør de to siste årene, med en negativ realsparing i privat sektor, et markant unntak. Resultatet er det noe uvanlige - at privat sektor har en betydelig positiv finansinvestering overfor offentlig sektor/utlandet.

I **tabell 3** er gitt tall for realsparing og finanssparing for en mer detaljert oppdeling av offentlig og privat sektor. Det karakteristiske for tallene er at de tre sektorer som foretar mesteparten av realinvesteringene, offentlige foretak, private foretak og husholdninger normalt har betydelige negative

Sparing og nettoinvestering i prosent av nettonasjonalproduktet


finansinvesteringer (netto låneopptak). Finansinstitusjonene (private og offentlige) sammen med offentlig forvaltning dekker derimot sine egne realinvesteringer og har i tillegg en betydelig finanssparing overfor de andre sektorene og/eller utlandet. Unntaket fra dette mønster er årene 1991 og 1992 da også foretakene og husholdningene har positiv finanssparing, mens offentlig forvaltning viser en helt uvanlig negativ finanssparing. Det er her de uvanlige lave nettoinvesteringene, den lave offentlige sparing og et betydelig driftsoverskott overfor utlandet som slår gjennom i tallene.

5. Sparing, investeringer og kapitaltilvekst

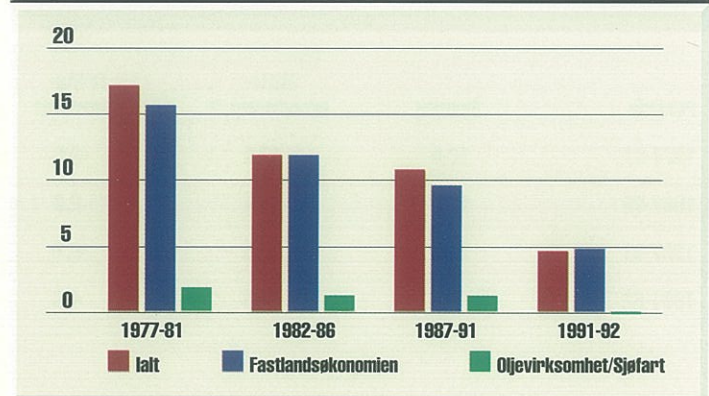
Tall tilbake til 1950-årene, som ikke er helt sammenliknbare med dagens nasjonalregnskapstall, viser at nettoinvesteringene over en lang periode utgjorde mellom 16 og 20 prosent av nettonasjonalproduktet. I internasjonal sammenheng var dette en meget høy investeringsrate. Tall som dekker perioden fra slutten av 1970-årene viser at det gradvis fant sted en nedgang i investeringsraten i norsk økonomi. Nedgangen var imidlertid ikke dramatisk og så sent som under investeringsboomen på midten av 1980-tallet lå investeringsraten i overkant av 15 prosent. Senere har det imidlertid skjedd et dramatisk fall i investeringsraten.

Av **tabell 4** ser vi at nedgangen i nettoinvesteringsraten har vært vesentlig sterkere enn nedgangen i sparingsraten. Dette henger sammen med at et betydelig driftsunderskott overfor utlandet i femårsperioden 1977-81 er blitt snudd til et betydelig driftsoverskott i de to siste år. En stor del av vår samlede sparing

Tabell 5: Nettoinvesteringsrater i prosent av nettonasjonalproduktet

Periode	Nettoinvestering i alt	Fastlandsøkonomien	Oljevirkosmhet /Sjøfart
1977-81	17,2	15,7	1,5
1982-86	13,1	11,9	1,2
1987-91	10,8	9,6	1,2
1991-92	4,6	4,8	-0,2

Nettoinvesteringsrater i prosent av nettonasjonalproduktet



består nå i nettofordringsøking overfor utlandet og ikke realinvesteringer i Norge. Det omvendte var tilfelle i slutten av 1970-årene og begynnelsen av 1980-årene, da vi hadde et betydelig driftsunderskott i utenriksøkonomien som i tillegg til egen sparing finansierte realinvesteringer i Norge.

Den dramatiske svikten i nettoinvesteringene i de senere år illustreres også på andre måter. Et uttrykk for dette er at den gjennomsnittlige kapitalkoeffisienten (forholdstallet mellom realkapital og netto nasjonalprodukt) synker. Mens dette forholdstallet lå nær 4,2 i perioden 1977-81 var det redusert til 3,9 i 1991. Investeringsnivået i de senere år tyder på at kapitalkoeffisienten fortsetter å synke. Særlig vil det være aktuelt i år med en forholdsvis normal vekst i nettonasjonalproduktet. Fallet i investeringsraten har naturligvis konsekvenser direkte for realkapitalveksten. I femårsperioden 1977-81 gav nettoinvesteringsraten på 17,2 prosent (med en kapitalkoeffesient på 4,2) grunnlag for en årlig realkapitalvekst på 4,1 prosent. Den lave nettoinvesteringsraten i 1991-92 gir med en kapitalkoeffisient på 3,9 bare rom for en realkapitalvekst på omlag 1,2 prosent pr år. Realkapitalveksten er altså falt til under en tredjedel av nivået ved inngangen til 1980-årene.

Med en normal vekst i norsk økonomi på 2,5 - 3 prosent pr. år vil det kreves godt og vel en fordobling av investeringsraten om den gjennomsnittlige kapitalkoeffisienten skal kunne opprettholdes på dagens nivå. I klartekst betyr dette at nettoinvesteringene i norsk økonomi må økes med vel 30 milliarder kroner pr. år i forhold til nivået i 1991-92.

6. Endringer i investeringsenes sammensetning

Hele den kraftige nedgangen i investeringsraten i de siste 15 år kan føres tilbake til investeringene i fastlandsøkonomien (tabell 5). Investeringene i oljevirkosmhet og sjøfart har, bortsett fra ganske store årsvariasjoner, ikke endret seg særlig meget som andel av nettonasjonalproduktet i denne periode. I den foregående periode (1971-77) hadde det imidlertid funnet sted en sterk opptrapping av investeringene i oljevirkosmhet, og det skjedde uten at fastlandsinvesteringene ble dempet. I mange av årene etter 1977 har bruttoinvesteringene i oljevirkosmhet ligget meget høyt, men et sterkt økende kapitalslit i oljesektoren har dempet utslagene for nettoinvesteringens del.

I tabell 5 er investeringsratene beregnet i forhold til nettonasjonalproduktet for økonomien totalt. Regnet i forhold til nettoproduktet i fastlandsøkonomien blir ratene naturlig nok liggende noe høyere, men den sterke nedgangen til omlag en tredjedel i løpet av 15 år gjør seg gjeldende også målt på denne måte.

En nærmere oversikt over endringene innenfor fastlandsøkonomien er gitt i tabell 6. Sterkest har nedgangen i investeringsraten gått ut over investeringene i næringsvirkosmhet, mens investeringene i offentlig forvaltning har holdt seg langt bedre oppe. Særlig har investeringsraten for industri m.v. blitt drastisk redusert. Det samme gjelder også for boliginvesteringene og investeringene i primærnæringene. Derimot har tjenestenæringenes investeringer holdt seg bedre oppe, selv om det også her er tale om en halvering av investeringsrate sammenliknet med perioden 1977-81.

Tabell 6 : Nettoinvesteringsrater for ulike deler av fastlandsøkonomien ¹⁾

Periode	Fastlands- økonomien i alt	Offentlig forvaltning	Fastlands- næringslivet	Primær- næringer	Boliger	Industri m.v.	Tjeneste- næringer
1977-81	17,6	4,7	12,9	1,2	5,0	4,3	2,5
1982-86	14,2	3,1	11,2	0,4	4,7	2,6	3,5
1987-91	10,6	3,6	7,0	-0,1	3,2	1,7	2,2
1991-92	5,6	3,6	2,0	-0,4	0,8	0,3	1,3

1) I prosent av NVP i fastlandsøkonomien.

Alle investeringsrater i tabell 6 er regnet i forhold til nettonasjonalproduktet for fastlandsøkonomien totalt. Regnes ratene i forhold til de respektive sektorens eget nettoprodukt blir ratene høyere, men det generelle bilde av sterk nedgang gjelder fortsatt. Eksempelvis blir nedgangen for industri m.v. som omfatter bergverksdrift, el-forsyning og bygge- og anleggsvirksomhet fra 14,1 prosent i perioden 1977-81 til bare 1,4 prosent i årene 1991-92. For den rene industrien er tilsvarende nedgang fra 10,3 prosent til 2,7 prosent.

I tabell 7 er gitt tilsvarende nettoinvesteringsrater for industrien fordelt på skjermede og konkurranseutsatte bransjer. Ratene er beregnet i forhold til de respektive grupperes nettoprodukter. Som før gjenfinner vi for alle grupper den sterke nedgangen fra 1977-81 til 1991-92. Det er ellers tydelig at variasjonene er klart størst for utekonkurrerende industri. Hjemmekonkurrerende industri under ett

utmerker seg derimot med noe lavere rater enn for resten av industrien, men med større stabilitet.

Innenfor industrien er bildet av nedgang i investeringsraten nokså entydig for de aller fleste industrigrupper. Særlig tydelig er dette innenfor skjermet og utekonkurrerende industri. Bare innenfor hjemmekonkurrerende industri finner en noen industrigrupper der investeringsraten har holdt seg forholdsvis godt oppe. Kjemisk-teknisk industri, gummi- og plastvarer og mineralske produkter er eksempler på slike industrigrupper. Den nokså ensartede nedgangen i investeringsraten for de aller fleste industrigrupper gjør det sannsynlig at det ligger felles årsaker bak nedgangen. Det er nærliggende å tenke seg lav kapasitetsutnyttning og lav lønnsomhet av investeringer i bedriftene som slike årsaker.

7. Sparing, investering og konjunktursituasjon

Det sterkt reduserte nivå for sparing og investering i

Tabell 7: Nettoinvesteringsrater for industrien ¹⁾

Periode	Bergverk, industri, el-forsyning og anleggsvirksomhet	Industri i alt	Skjermet industri	Hjemme- konkurrerende industri	Ute- konkurrerende industri
1977-81	14,1	10,3	12,7	6,9	20,8
1982-86	9,2	6,5	7,6	5,2	10,0
1987-91	6,2	7,1	6,1	4,1	16,6
1991-92	1,4	2,7	3,9	2,0	2,6

1) I prosent av nettoproduktet for vedkommende sektor.

de senere år henger for en stor del sammen med den aktuelle konjunktursituasjonen. Svak vekst både i innenlandsk og utenlandsk etterspørsel har ført til økt arbeidsløshet, begrenset inntektsvekst og dermed lav offentlig og privat sparing. Samtidig har betydelig ledig produksjonskapasitet og et høyt rentenivå ført til sterkt reduserte realinvesteringer. Med et oppsving i etterspørsel og produksjon er det sannsynlig at såvel sysselsetning som sparing og investeringer vil øke. Det kan imidlertid være tvilsomt om en vil komme tilbake til det nivået for sparing og investeringer som en hadde i midten av 1980-årene.

I avsnitt 5 ble det som en illustrasjon påpekt at det ville kreves en øking i nettoinvesteringene på anslagsvis 30 milliarder kroner for under normal vekst å unngå en videre reduksjon i den gjennomsnittlige kapitalkoeffisienten i norsk økonomi. Dette er en meget sterk øking som kan være vanskelig å realisere uten en klart bedret lønnsomhet og høyere kapasitetsutnyttning i næringslivet. Ut fra dagens situasjon ville en slik øking i investeringene gi en betydelig øking i produksjon, sysselsetning og inntektskaping. Med stor unyttet produksjonskapasitet og betydelig arbeidsledighet burde det imidlertid over noen tid være mulig å realisere en slik øking uten at alvorlige pressproblemer oppstår.

Virkningstabeller fra den makroøkonomiske modellen MODIS IV som Statistisk Sentralbyrå utarbeider tyder på at en slik investeringsøking ville bety en ekstra produksjonsvekst på noe i overkant av 3 prosent og en øking i sysselsetningen med om lag 4 prosent. Den samlede sparing - og særlig den offentlige sparing - ville etter slike overslag øke betydelig. Det er imidlertid karakteristisk at økingen i sparingen ville bli vesentlig mindre (bare omlag halvparten) av økingen i nettoinvesteringen. Resten av investeringsøkingen ville bli dekket inn av et redusert driftsoverskott dvs. en redusert finanssparing overfor utlandet.

Dette illustrerer noe av problemet med den nåværende lave spareraten i norsk økonomi. Med rimelig høye nettoinvesteringer vil overskottet i utenriksøkonomien bli kraftig redusert i forhold til dagens høye nivå. Mange vil oppfatte dette som betenkelig siden en stor del av det nåværende driftsoverskott er knyttet til høy utvinningstakt av

begrensede oljereserver i Nordsjøen. Tilsvarende ville en betydelig reduksjon av oljeinntektene, f.eks. via reduserte priser, lett kunne resultere i et betydelig underskott i utenriksøkonomien om investeringene kom opp på et rimelig nivå. Vil en opprettholde betydelige driftsoverskott i forhold til utlandet er det bare gjennom økt sparing - privat eller offentlig - en kan realisere rimelig høye investeringer og en tilfredsstillende realkapitalvekst i økonomien.

8. Investeringer i utlandet og investeringer fra utlandet

I de senere år har det vært en sterk øking i norske bedrifters investeringer i utlandet. Beholdningstall fra Norges Bank viser at det ble foretatt norske investeringer i utlandet på 11,4 milliarder kr pr. år i perioden 1989-91. Dette er noe mer enn næringslivets nettoinvesteringer i norsk fastlandsøkonomi i samme periode når investeringene i primærnæringer og boligsektoren holdes utenfor.

Investeringene fra utlandet i norsk økonomi var totalt sett omtrent like store som de norske investeringer den motsatte vei. En relativt større del av investeringene utenfra var knyttet til oljesektoren. Holdes oljevirkningsomheten utenfor var de norske investeringer ute klart større enn de utenlandske investeringer i Norge. Særlig markert var dette for industriinvesteringene. De norske investeringer i industri ute var omtrent tre ganger så store som investeringene i industri utenfra. Overvekten av norske industriinvesteringer ute tilsvarte omlag 60 prosent av de samlede industriinvesteringer i Norge i disse tre årene.

Det kan være mange og gode grunner til at norske bedrifter foretar investeringer i utlandet. Bl.a. kan dette indirekte bidra til å sikre eller utvikle produksjon og eksport fra utsatte deler av norsk næringsliv. Men her går virkningene begge veier. Store utenlandsinvesteringer bremser bedriftenes investeringer i Norge og fører dermed til lavere produksjon og sysselsetning på kort sikt. Dette påvirker igjen inntektsnivå samt privat og offentlig sparing. På lengre sikt kan resultatet bli en redusert kapitalintensitet i norsk næringsliv og en lavere produksjon pr. sysselsatt enn det som ellers ville vært mulig.

Rente, kurs og avkastning -variasjoner over et tema

Folketrygdfondet hadde i 1993 en avkastningsrate på 22,3 prosent beregnet på basis av Fondets kapital pr. 01.01.93. Avkastningsraten ble mer enn fordoblet for 1993 sammenlignet med avkastningsraten for Fondet i de tre foregående år. Den vesentlig høyere avkastningsraten for 1993 har i stor grad sammenheng med den kursoppgang på obligasjoner som fant sted over året som følge av nedgang i rentenivået. Økningen i urealiserte kursgevinster utgjorde således hele 51 prosent av Fondets totale inntekter forrige år, hvorav kursøkning på obligasjoner svarte for nesten tre fjerdedeler.

Kursgevinst på obligasjoner er ikke inntekt som representerer en varig meravkastning på obligasjonsinvesteringer, men innebærer i stedet en endret periodisering av totalavkastningen. For nærmere belysning av dette forhold er sammenhengen mellom rente, kurs og avkastningsrate nedenfor forsøkt illustrert gjennom noen skjematiske eksempler. Videre er vist utviklingen i avkastningsraten for Folketrygdfondet i perioden 1987-93 basert på to ulike regnskapsprinsipper, henholdsvis kostprisprinsippet (som Fondet benyttet tidligere) og markedsverdiprinsippet (som nå benyttes).

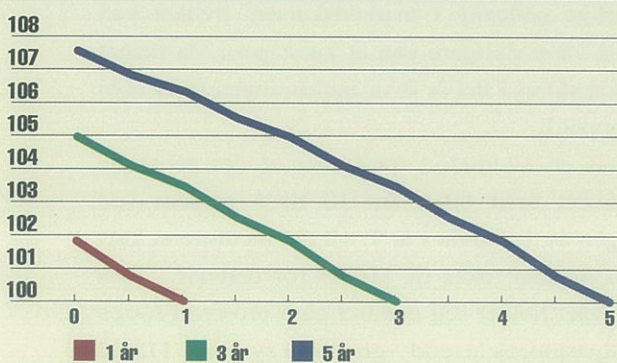
Først skal bemerkes at en ihendehaverobligasjon er et fritt omsettelig lånedokument der utstederen (låntaker) forplikter seg til å betale obligasjonseieren en rente (pålydende rente) og innfri obligasjonen ved utløpet av obligasjonens løpetid etter pålydende verdi. (For mange obligasjonslån tilbake-

betales lånet avdragsvis i løpetiden, men dette ser vi for enkelthets skyld bort fra her.)

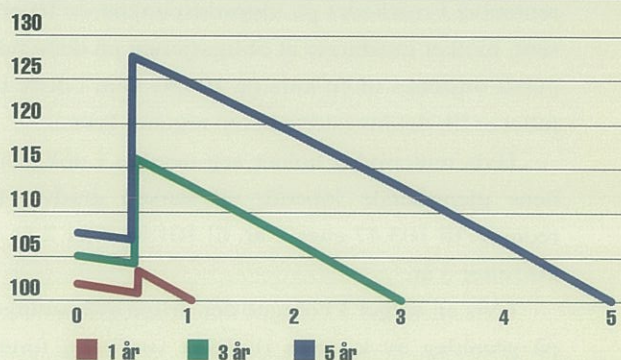
Hvis det generelle rentenivå i markedet er forskjellig fra en obligasjons pålydende rente, vil obligasjonen bli omsatt til en kurs som gjør at den faktiske avkastning (den effektive rente) blir lik markedsrenten. Hvis markedsrenten er lavere (høyere) enn pålydende rente, vil obligasjonen bli omsatt til en kurs som er høyere (lavere) enn pari kurs (100). Hvis rentenivået i markedet endres, vil følgelig også markedskursen endres slik at den effektive renten på obligasjonen i gjenstående del av løpetiden blir lik markedsrenten. Jo lengre den gjenstående løpetid er, jo større prosentvis endring vil en få i markedskursen for obligasjonen ved en endring i rentenivået.

Som følge av at obligasjoner blir innfridd til pari kurs, vil omsetningskursen for en obligasjon som er kjøpt til en høyere eller lavere kurs, i den gjenstående løpetid - hvis rentenivået i markedet ikke endrer seg etter kjøpstidspunktet - gradvis bevege seg mot pari kurs. Dette er illustrert i nedenstående figur 1a-b, hvor en har tatt utgangspunkt i 3 obligasjoner med lik kreditrisiko som alle har en pålydende rente på 12 prosent, men henholdsvis 1, 3 og 5 års gjenstående løpetid. Hvis markedsrenten på tidspunkt 0 er 10 prosent, vil omsetningskursen for de 3 obligasjoner være 101,82, 104,97 og 107,58 for henholdsvis 1-, 3- og 5-års-obligasjonen. Hvis rentenivået forblir uendret, vil kursutviklingen for obli-

Figur 1a: Kursutvikling for ulike obligasjoner ved uendret rentenivå



Figur 1b: Kursutvikling for ulike obligasjoner ved fall i rentenivå



Eksempel I. Kostprisprinsippet				
År	1	2	3	Totalt
Rente	12	12	12	36
Kurstap	-	-	-4,97	-4,97
Avkastning i alt (kr.)	12	12	7,03	31,03
Avkastningsrate (%)	11,43	11,43	6,70	-

Eksempel II.A: Markedsverdiprinsippet. Uendret rentenivå.				
År	1	2	3	Totalt
Rente	12	12	12	36
Kurstap	-1,50	-1,65	-1,82	-4,97
Avkastning i alt (kr.)	10,50	10,35	10,18	31,03
Avkastningsrate (%)	10,0	10,0	10,0	-

gasjonene bli som vist i **figur 1a**. Hvis en derimot tenker seg at rentenivået f.eks. faller fra 10 til 5 prosent ved halvårsskiftet i år 1, vil omsetningskursen på obligasjonene øke samtidig med rentefallet og kursutviklingen i den gjenstående løpetid bli som vist i **figur 1b**.

For en investor som har kjøpt en obligasjon og beholder den til innfrielsestidspunktet, vil den samlede avkastning være lik summen av de mottatte rentebeløp pluss/minus kursgevinst/kurstap hvis obligasjonen er kjøpt til en kurs forskjellig fra pari. (Det antas at de mottatte rentebeløp ikke blir reinvestert og en ser derfor bort fra rentes rente.) Den samlede avkastning av obligasjonsinvesteringen over hele investeringsperioden er altså upåvirket av de rente- og kursendringer som måtte ha funnet sted i tiden mellom kjøpstidspunktet og innfrielsestidspunktet. Den beregnede avkastning for det enkelte år i investeringsperioden vil imidlertid kunne variere meget avhengig av hvilket regnskapsprinsipp som benyttes og hvilke endringer i rentenivået som måtte ha funnet sted. Dette kan illustreres ved nedenstående eksempler. Det er her tatt utgangspunkt i en obligasjon som har pålydende verdi 100 kroner, en pålydende rente på 12 prosent p.a. og en gjenstående løpetid på 3 år, hvoretter obligasjonen innfris til pari kurs. Videre antas at det generelle rentenivå i markedet på kjøpstidspunktet er 10 prosent, hvilket innebærer at obligasjonen på dette tidspunkt omsettes til en kurs på 104,97 som i dette tilfellet er lik det investerte beløp regnet i kroner.

Hvis rentenivået holder seg uendret i obligasjonens gjenstående løpetid, vil kursen gradvis bli redusert til 103,47 etter 1 år, til 101,82 etter 2 år og 100 etter 3 år.

Hvis en velger å beregne den årlige avkastningen på grunnlag av kostpris (bokført verdi) og foretar avskrivning av overkurs ved innløsning, vil årlig

avkastning over treårsperioden bli som vist i **eksempel I**.

Avkastningsraten vil i dette tilfelle være høyere de to første år enn i det tredje år, hvor kurstapet blir kostnadsført ved innløsningen av obligasjonen. Etter kostpris-prinsippet vil dessuten den beregnede årlige avkastning av obligasjonsinvesteringen være upåvirket av hvilke endringer som måtte finne sted i rentenivået fra kjøpstidspunktet til innfrielsestidspunktet.

Hvis en i stedet velger å legge markedsverdi-prinsippet til grunn ved beregning av årlig avkastning, vil endringen i markedsverdi det enkelte år (som i dette eksempel er lik kursendringen) bli ført som gevinst/tap i regnskapet i det samme år.

Avkastningen i det enkelte år av investeringsperioden vil derfor i dette tilfelle bli som vist i **eksempel II.A**. Som tabellen viser, innebærer markedsverdiprinsippet en periodisering av avkastningen som ved uforandret rentenivå gir en konstant årlig avkastningsrate over obligasjonens gjenstående levetid som er lik rentenivået på investeringstidspunktet. Selv om den årlige avkastning både i kroner og prosent blir forskjellig i eksempel I og II.A, vil den totale avkastning over 3-års-perioden bli den samme målt i kroner. I eksempel II.A er imidlertid kurstapet som en får ved at obligasjonen er kjøpt til overkurs, fordelt over 3-årsperioden i samsvar med den årlige nedgang i markedskursen, hvilket kan synes å være riktigere enn at kurstapet i sin helhet regnskapsføres i det år hvor innløsningen skjer som i eksempel I.

Hvis en alternativt forutsetter at det generelle rentenivået brått faller fra 10 til 5 prosent ved utgangen av 1. halvår i år 1, vil det medføre at kursen momentant øker til 116,03 for deretter - hvis rentenivået holder seg uendret på 5 prosent i resten av obligasjonens levetid - gradvis å synke til 113,02 etter 1 år, til 106,67 etter 2 år og til 100 på innløs-

Eksempel II.B: Markedsverdi prinsippet. Rentenedgang

År	1	2	3	Totalt
Rente	12	12	12	36
Kursgevinst/tap	8,04	-6,35	-6,66	-4,97
Avkastning i alt (kr.)	20,04	5,65	5,34	31,03
Avkastningsrate (%)	19,09	5,0	5,0	-

ningstidspunktet etter 3 år. Basert på markedsverdi prinsippet blir avkastningsutviklingen i dette tilfelle som vist i **eksempel II.B**.

Nedgangen i rentenivået i år 1 medfører i dette tilfelle en vesentlig økning av avkastningen dette år som følge av kursøkningen på obligasjonen, mens avkastningen i de etterfølgende år tilsvarende det lave rentenivå som er etablert. En kan si at endringer i rentenivået - ved bruk av markedsverdi prinsippet - endrer periodiseringen av avkastningen over obligasjonens løpetid. Den totale avkastning av obligasjonsinvesteringen - og den årlige kontantstrøm - vil imidlertid være upåvirket av endringen i rentenivået og den årlige periodisering av avkastningen over obligasjonens løpetid.

Hvis rentenivået i perioden igjen skulle øke, vil det medføre et kursfall for obligasjonen som vil gi redusert avkastning i de(t) år renteøkningen finner sted. Hvis en f.eks. antar at rentenivået etter å ha falt fra 10 til 5 prosent ved halvårsskiftet i år 1, like brått økes igjen til 10 prosent et år senere og deretter holder seg uendret ut obligasjonens løpetid, vil den midlertidige nedgang i rentenivået, føre til at obligasjonskursen øker til 113,02 etter 1 år, faller til

Eksempel II.C: Markedsverdi prinsippet. Varierende rentenivå

År	1	2	3	Totalt
Rente	12	12	12	36
Kursgevinst/tap	8,04	-11,19	-1,82	-4,97
Avkastning i alt (kr.)	20,04	0,81	10,18	31,03
Avkastningsrate (%)	19,09	0,77	10,0	-

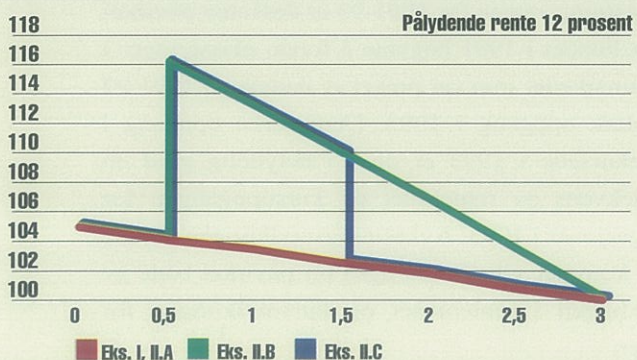
101,82 etter 2 år og til 100 etter 3 år. En vil da få en avkastningsutvikling over perioden som vist i **eksempel II.C**.

Den midlertidige nedgang i rentenivået har i dette tilfelle medført betydelige svingninger i beregnet avkastning fra år til år sammenlignet med eksempel II.A, hvor renten var uendret. Avkastningsraten i eksempel II.C er, sammenlignet med eksempel II.A, på grunn av kursendringene nær fordoblet i år 1 da rentenivået ble halvert, nær null det år rentenivået ble fordoblet og lik markedsrenten i år 3 hvor rentenivået er uendret. Totalavkastningen over hele perioden er fortsatt upåvirket av rentendringene.

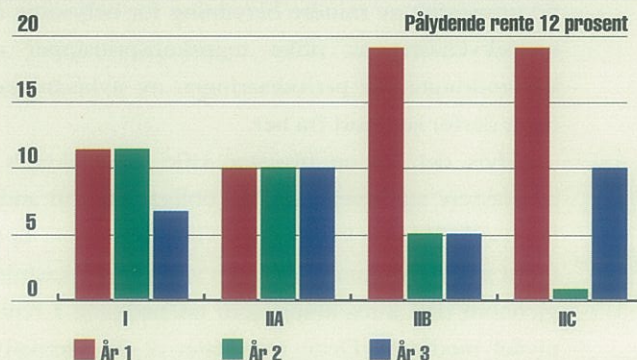
Forskjellen i kursutvikling og avkastningsrate i ovenstående eksempler er vist i **figur 2a-b**.

I ovennevnte eksempler har en illustrert avkastningsutviklingen for en enkelt obligasjonstype under ulike forutsetninger med hensyn til regnskapsprinsipp og renteutvikling. Eksempel I samsvarer med det regnskapsprinsipp som Folketrygdfondet benyttet frem til 31.12.90, da Fondet gikk over til å benytte markedsverdi prinsippet. Eksempel II.B gir en skjematisk illustrasjon i aksentuert form

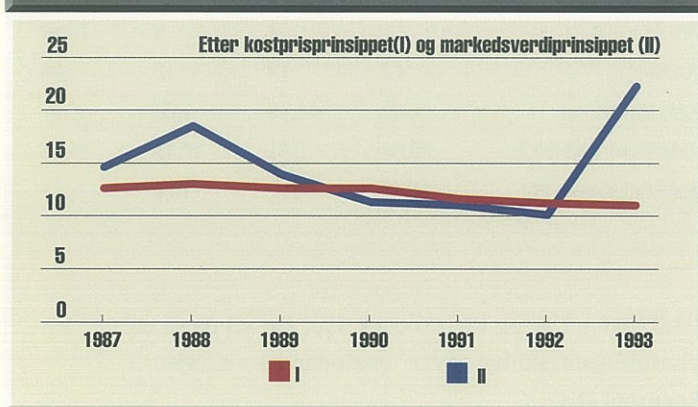
Figur 2a: Kursutvikling for en 3-års obligasjon ved ulik renteutvikling



Figur 2b: Avkastningsrater for en 3-årsobligasjon ved ulik renteutvikling



Figur 3: Avkastningsrater for Folketrygdfondet for perioden 1987-93



av virkningen for avkastningsutviklingen av det rentefall som har funnet sted i løpet av 1993. Litt forenklet kan en si at 1993 ble et godt år for de som investerer i obligasjoner, fordi obligasjonsverdiene er blitt tilpasset i verdi til den lavere avkastning man vil få på obligasjonsinvesteringer i de påfølgende år som følge av fallet i rentenivået. Sagt på en annen måte: Fremtidig avkastning på tidligere foretatte investeringer er regnskapsmessig gjennom periodiseringen blitt flyttet frem i tid til det år rentenedgangen fant sted, slik at avkastningen i obligasjonenes gjenstående løpetid (forutsatt at det ikke skjer nye renteendringer) blir i samsvar med det lavere rentenivå som er etablert.

Hvis en i ovenstående eksempler hadde forutsatt at det årlige rentebeløp hadde blitt reinvestert, ville den totale avkastning blitt forskjellig over investeringsperioden. Den høyeste totalavkastning ville en fått i eksemplene I og II.A, hvor avkastningen (ved etterskuddsvis rente) ville blitt reinvestert til 10 prosent rente og den laveste avkastning i eksempel II.B, hvor avkastningen ville blitt reinvestert til 5 prosent rente. Denne rentes renteeffekt er imidlertid prinsipielt av mindre betydning for belysning av konsekvensene av ulike regnskapsprinsipper og kursendringer for periodiseringen av avkastningen og er derfor sett bort fra her.

Hvis det for en investor ville være aktuelt å omplassere sin investering fra obligasjoner til andre finansobjekter (f.eks. aksjer), ville det kunne åpne for at investorer kunne høste en varig meravkastning gjennom den kursøkning som en nedgang i rentenivået medfører. Dette forutsetter at de alternative

investeringsmuligheter ville gi en høyere effektiv avkastning enn man ville få ved å opprettholde sin obligasjonsplassering etter at rentenivået er blitt redusert. Markedsmekanismen vil imidlertid normalt medføre at prisene på alternative investeringsobjekter også blir endret, slik at avkastningsraten på disse blir redusert når rentenivået går ned. For en stor investor vil mulighetene til omplasseringer i praksis være begrenset, slik at avkastningsutviklingen over tid ved endringer i rentenivået i hovedsak vil bli som illustrert i ovenstående eksempler.

En obligasjonsportefølje vil normalt bestå av obligasjoner med varierende løpetid og ulik pålydende rente. Den gjennomsnittlige løpetid på porteføljen (durasjonen) vil videre være gjenstand for endringer over tid i henhold til investorenes skiftende forventninger om renteutviklingen og yieldkurvens form (som uttrykker rentenivåets variasjon med obligasjonenes løpetid). Variasjoner i det generelle rentenivået vil derfor gi større eller mindre endringer i avkastningen for en portefølje bestående av mange ulike obligasjoner, avhengig av renteendringenes størrelse, rentestrukturen og gjennomsnittlig durasjon på porteføljen. Jo større renteendring og jo lengre durasjon, jo større vil de momentane kursendringene være og desto større vil de årlige variasjonene i avkastningsraten bli.

I figur 3 er til illustrasjon vist den årlige avkastningsrate for Folketrygdfondet i perioden 1987-1993 ut fra henholdsvis kostprisprinsippet og markedsverdi-prinsippet. Etter kostprisprinsippet har utviklingen vært preget av en svakt synkende avkastningsrate, mens avkastningsraten etter markedsverdi-prinsippet viser større variasjoner som følge av at det i de enkelte år er tatt hensyn til kursvirkningene av endringer i rentenivået fra år til år. Avkastningsratene for 1991-93 er dessuten påvirket av at Fondet i 1991 begynte å foreta plasseringer i aksjemarkedet som var preget av nedgang i 1991-92 og sterk oppgang i 1993. Den sterke oppgang i aksjekursene i 1993 er også i betydelig grad en konsekvens av rentefallet og kursoppgangen for obligasjoner i 1993. Avkastningsutviklingen i årene som kommer vil således også bli påvirket både av utviklingen i rentenivået og kursutviklingen for aksjer.

Reglement

*Reglement om administrasjon av Folketrygdfondet og om forvaltning av midlene, revisjon m.v.
Fastsatt av Stortinget 15. februar 1990 i medhold av § 16-7 i lov om folketrygd av 17. juni 1966, med
endringer av 20. juni 1991 og 19. juni 1992.*

§ 1

De midler som blir overført til folketrygdfondet i medhold av § 16-6 i lov om folketrygd, skal forvaltes av et styre. Styret forvalter også rentene av disse midlene.

Fondsforvaltningen skal ta sikte på at folketrygdfondet gjennom formuesoppbygging skal bli til størst mulig nytte for folketrygden.

§ 2

Styret skal bestå av ni medlemmer, som med personlige varamedlemmer oppnevnes av Kongen for fire år om gangen, inntil regnskapet er avsluttet for det fjerde år som er gått etter at oppnevningen ble foretatt. Ved første gangs oppnevning skal fire av medlemmene oppnevnes for to år.

Dersom medlemmer eller varamedlemmer entlediges eller dør i løpet av den tid de er oppnevnt for, skal nytt medlem eller varamedlem oppnevnes for den gjenstående tid.

Kongen utpeker lederen for styret. Styret velger nestlederen blant sine medlemmer.

Styret skal ha sete i Oslo.

§ 3

Styremøte holdes når lederen eller et av styrets øvrige medlemmer krever det. Lederen sørger for innkalling til møtene med minst 8 dagers varsel.

Styret er beslutningsdyktig når minst halvparten av medlemmene eller deres varamedlemmer er til stede – herunder lederen eller nestlederen.

Styremedlemmene og varamedlemmene skal ha godtgjøring som fastsettes av vedkommende departement. Under reise tilkommer de skyss- og kostgodtgjøring som bestemt for offentlige tjenestemenn.

§ 4

Fondets administrasjon har ansvar for å forberede og forelegge de saker som skal behandles av styret, og skal også forestå den administrative håndtering av plasseringsvirksomheten, dersom styret ikke har bestemt noe annet.

Utgifter til forvaltning av folketrygdfondet dekkes av fondets midler.

Kongen tilsetter direktør for fondets administrasjon etter innstilling fra fondets styre.

De øvrige tjenestemenn tilsettes av styret. Deres lønns- og arbeidsvilkår fastsettes av styret med godkjenning av vedkommende departement.

Styret har ansvaret for å fastsette nærmere instruks for direktøren.

§ 5

Styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensynta-ken til trygghets og sikkerhet og den nødvendige likviditet.

Fondets midler kan plasseres i norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater, som kontolån til statskassen og som innskudd i forretnings- og sparebanker. Innenfor en ramme på 15 pst. av forvaltningskapitalen kan fondets midler plasseres i børsnoterte aksjer i norske selskaper og, etter godkjenning fra Finansdepartementet, aksjer i norske selskaper ellers hvor aksjene er gjenstand for regelmessig og organisert omsetning, børsnoterte grunnfundsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper, og børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper.

Fondet kan videre, innenfor den samlede rammen på 15 pst. av fondskapitalen, gå inn med egenkapitalinnskudd i form av ikke børsnoterte papirer, i tilfelle hvor fondet står i fare for å lide betydelige tap på plasseringer i obligasjoner. Dette må i så fall være ledd i en koordinert aksjon, hvor en dominerende gruppe av kreditorer deltar, og hvor siktemålet for fondet alene er å trygge fondets egne interesser.

Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 15 pst. av total aksjekapital eller grunnfundsbeviskapital i ett enkelt selskap.

Styret kan ta opp kortsiktige lån dersom dette finnes hensiktsmessig.

§ 6

Styret skal sørge for at det ved utgangen av hvert kalenderår blir utarbeidet årsberetning og for at det blir satt opp regnskap og balanse i samsvar med grunnsetningene om ordentlig regnskapsføring og med forsiktig og god forretningsskikk. Årsregnskapet skal være underskrevet og ferdig til revisjon senest innen utgangen av februar måned.

§ 7

Revisjonen av regnskapene skal utføres av Riksrevisjonen.

Styret skal snarest mulig og senest innen utgangen av april måned sende årsberetning og regnskap til vedkommende departement som sender melding til Stortinget.

§ 8

Alle som deltar i fondsforvaltningen i medhold av disse regler, har taushetsplikt om det de får vite i sin virksomhet, jfr. § 18-4 i lov om folketrygd.

§ 9

Kongen kan gi nærmere regler om fondsforvaltningen og treffe nærmere bestemmelser til utfylling og gjennomføring av reglene.

English Summary

1993 was characterised by a sharp decline in interest rate levels, resulting in an appreciable rise in share and bond prices. The share and bond portfolio of Folketrygdfondet (the National Insurance Scheme Fund) thus showed a strong increase in value, and the Fund can report a record high rate of return for 1993. The Fund's operating profits for 1993 totalled NOK 14,885 million, which corresponds to a rate of return of 22.3 per cent relative to total capital as at 1 January 1993. Corresponding figures for 1992 were NOK 6,101 million and 10.1 per cent respectively.

Total interest income came to NOK 6,541 million in 1993. Dividends received and realised gains on securities were NOK 86 million and NOK 668 million respectively, while other income (commissions) totalled NOK 2 million. There was a rise in unrealised gains on securities of NOK 7,599 million, corresponding to 51.0 per cent of the Fund's total income. Of this increase, NOK 5,458 million refers to bonds, NOK 63 million to convertible bonds and NOK 2,078 million to shares. As at 31 December 1993, total unrealised gains in the Fund's securities portfolio were NOK 7,969 million as against NOK 370 million at the end of 1992.

The return on the Fund's investments in interest-bearing securities (including convertible bonds) was 19.8 per cent in 1993, calculated on the basis of average invested capital. The overall rate of return on share investments in the form of dividends, realised gains and an increase in unrealised gains was 66.3 per cent.

The Fund's total administration and management expenses were NOK 11 million in 1993, which is on a level with the previous year.

As at 31 December 1993, the Fund had total capital of NOK 81,616 million.

As at 31 December 1993, the Fund's securities portfolio, including bank deposits, totalled NOK 70,975 million according to book value (acquisition cost), which represents an increase of NOK 7,311 million compared with the year-earlier figure. The aggregate market value of the portfolio was NOK 78,944 million, which is 11.2 per cent above book value. A breakdown of the Fund's investments according to book value shows that 64.0 per cent represents government and government-guaranteed

securities and 35.5 per cent corporate and municipal securities, while 0.5 per cent is placed in current accounts with Norges Bank (the central bank). Bonds and commercial paper represented 89.0 per cent of total investments, while bank deposits represented 2.3 per cent and shares and convertible bonds 8.7 per cent.

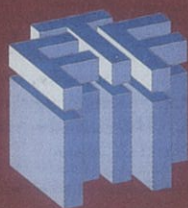
The Fund's total investments in bonds, commercial paper and sight deposits with the Treasury were NOK 63,130 million as at 31 December 1993 according to book value, which represents an increase of NOK 6,214 million compared with a year earlier. NOK 2,338 million of the increase represents government and state bank bonds (including sight deposits), while NOK 3,876 million represents corporate and municipal bonds and commercial paper.

As at 31 December 1993, the Fund's holding of government and government-guaranteed bonds totalled NOK 19,660 million, while investments in sight deposits with the Treasury represented NOK 25,736 million.

The Fund's holding of corporate and municipal bonds and commercial paper totalled NOK 17,734 million at the end of 1993. The market value of the Fund's investments in bonds and sight deposits with the central bank was NOK 68,948 million as at 31 December 1993, which is 10.3 per cent above book value and 15.5 per cent above nominal value.

Bank deposits totalled NOK 1,660 million at the end of 1993, which is NOK 1,753 million below the year-earlier figure. The Fund's share portfolio had a total book value of NOK 5,906 million as at 31 December 1993, which represents an increase of NOK 2,641 million compared with the end of 1992. Shares from 39 companies were represented in the portfolio at year-end 1993. The market value of the Fund's aggregate shareholdings was NOK 7,396 million as at 31 December 1993. Compared with book value, there were thus unrealised profits of NOK 1,490 million in the portfolio, corresponding to 25.2 per cent.

Investments in convertible bonds totalled NOK 273 million at the end of December 1993, an increase of NOK 210 million on the year-earlier figure. The market value of convertible bonds was NOK 322 million as at 31 December 1993, and unrealised gains thus totalled NOK 49 million or 17.9 per cent.



Folketrygdfondet

Haakon VIIIs gate 2
Postboks 1845 Vika, 0123 Oslo
Telefon: 22 83 57 70 • Telefax: 22 83 08 24