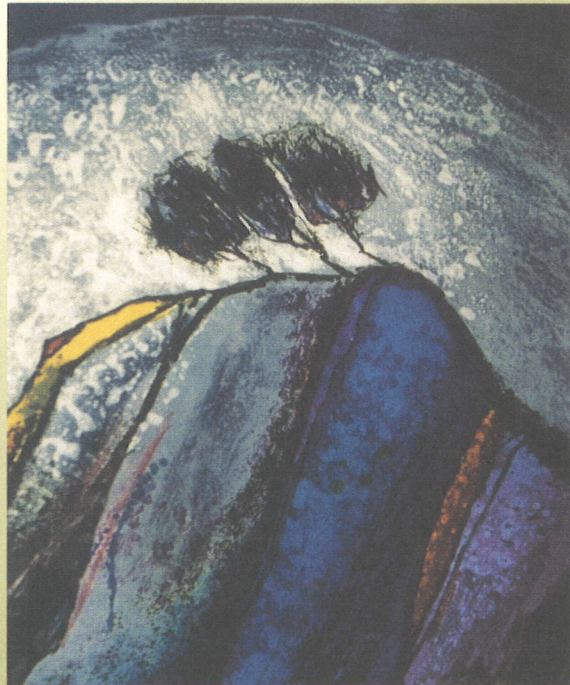
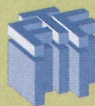


FOLKETRYGDFONDET



ÅRSBERETNING 1999





	Side
Formål og virksomhet	2
Nøkkeltall	3
Innledning: Nye tider - ny økonomi?	4
Styret	6
Styrets beretning	7
Resultatregnskap	14
Balanse	15
Noter til regnskapet	16
Investeringsvirksomheten i 1999	22
Temaartikkel: "New Economy" - eller fortsatte konjunktursvingninger?	30
Forvaltningsordning	40
Administrasjon	41
Reglement for Folketrygdfondet	42
<i>English Summary</i>	
Purpose and operations	44
Extracts of Directors' Report for 1999	45
Key figures 1999	48

**Opprettelse:**

Folketrygdfondet ble opprettet i 1967 i medhold av loven om folketrygd av 17. juni 1966. Reglementet for forvaltningen av fondet er fastsatt av Stortinget.

**Formål:**

Fondsforvaltningen har som siktemål at Folketrygdfondet gjennom formuesoppbygging skal bli til størst mulig nytte for folketrygden.

**Styre:**

Folketrygdfondet ledes av et styre på 9 medlemmer med personlige varamedlemmer, som oppnevnes av Kongen for 4 år om gangen. Styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet.

**Virksomhetsområde:**

Fondets midler kan plasseres

- i norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater
- som kontolån til statskassen
- som innskudd i forretnings- og sparebanker
- i aksjer i selskaper notert på norsk børs
- i børsnoterte grunnfondsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper og
- i børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper.

Folketrygdfondet kan eie aksjer og andre egenkapitalpapirer for inntil 20 prosent av fondets kapital. Fondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondsbeviskapital i ett enkelt selskap.

**Revisjon:**

Folketrygdfondets regnskap revideres av Riksrevisjonen.

Realisert resultat	<b>7 115</b>	mill. kroner
Verdikorrigert resultat	<b>9 314</b>	mill. kroner
Realisert avkastning	<b>6,6</b>	prosent
Verdikorrigert avkastning	<b>8,4</b>	prosent
Verdikorrigert avkastning - renteplasseringer	<b>4,4</b>	prosent
Verdikorrigert avkastning - aksjeplasseringer m.v.	<b>35,4</b>	prosent
Egenkapitalplasseringer, bokført verdi	<b>13 618</b>	mill. kroner
Egenkapitalplasseringer, markedsverdi	<b>19 904</b>	mill. kroner
Totale plasseringer, bokført verdi	<b>112 151</b>	mill. kroner
Totale plasseringer, markedsverdi	<b>117 444</b>	mill. kroner
FTFs kapital pr. 31.12.1999, bokført verdi	<b>115 265</b>	mill. kroner
FTFs kapital pr. 31.12.1999, markedsverdi	<b>120 558</b>	mill. kroner

Før årsskiftet spådde en del at overgangen til år 2000 ville bli mer enn de mange IT-systemer kunne håndtere. Men sammenbruddene kom ikke, Y2K-problemene uteble. I stedet ble årsskiftet paradoksalt nok preget av en eksplosiv kursvekst for IT-aksjer. I løpet av månedene før og etter tusenårsskiftet - fra midten av oktober til utgangen av februar - økte IT-indeksen på Oslo Børs med nesten 120 prosent og den amerikanske Nasdaq-indeksen med ca. 75 prosent. Det vitner om en bemerkelsesverdig optimisme.

Flere av de selskapene som har nytt godt av den største kursstigningen tjener ennå ikke penger, men går med underskudd. Det skulle kanskje tilsi en viss nøkternhet i verdivurderingene, kanskje endog gi grunnlag for noe tvil om den store kursstigningens berettigelse. Men det er nye tider nå, sies det. Man har en ny økonomi, det gjelder nye økonomiske mekanismer og spilleregler nå, hevdes det. Så kan man innvende at slikt har man hørt før. Også forut for børskrakket i 1929 talte man om ny økonomi.

Historien viser at det er et typisk trekk at det i de mest opphetede faser i aksjemarkedene gjerne blir talt om nye tider, nye forhold, nye regler, ja, om paradigmeskifter til og med. Når ting har roet seg igjen - og noen har vunnet og andre tapt - oppdager man at strukturendringer, sågar omveltninger, kan ha funnet sted og at ny teknologi har vunnet innpass, men også at forestillinger om en "ny økonomi" for det meste var konjunkturpregede myter og moter, og at mye av det "gamle" realøkonomiske tankegods fortsatt har gyldighet.

De som forventet seg store Y2K-problemer, kan derfor fortsatt ha noe å se frem til. For ikke alt som nå glimrer på børsen, kan forventes å bli tilsvarende mye gull i investorenes pengekister.

Kursoppgangen i månedene før og etter årsskiftet var ikke bare sterk. Den skilte meget mellom det gamle og det nye i næringslivet, mellom tradisjonelle selskaper som fortsatt tjener gode penger og nye selskaper som ennå har til gode å gjøre det, men til gjengjeld har desto større vyer og ambisjoner for fremtiden.

Fjorårets kursstigning kom dessuten på toppen av en lang oppgangsperiode som siden 1993 har resultert i en gjennomsnittlig årlig avkastning målt ved totalindeksen på Oslo Børs på vel 20 prosent. Har denne konjunkturoppgangen da vært så spesiell at tidligere erfaringer kommer til kort, eller vil ubalanser på ny tre stadig tydeligere frem, oppgangen kulminere og børsbobler breste?

I det forgangne tiårs første år var risikoviljen og likviditetstilgangen i aksjemarkedet liten. Et bankvesen i krise måtte ty til staten for egenkapital. Ved tiårets utgang er likviditetstilgangen stor. Den blir kursdrivende og selvforsterkende. I stedet for at aksjer kjøpes fordi de er billige, kjøpes de i økende grad i forventning om at de vil bli enda dyrere. For prisingen av aksjer i selskaper som ennå ikke tjener penger, gjelder heller ikke vanlige P/E-kriterier. Kursen på slike aksjer kan derfor lettere drives til stadig høyere nivåer enn på aksjer hvis kurs kan sammenholdes med virkelighetsforankrede inntjeningsestimater.

Den sentimentbaserte likviditetstilgang transformeres av de institusjonelle investorer i stor grad til indeksforankret eierskap. Selskapenes attraktivitet hos investorene påvirkes av om de er innenfor eller utenfor en indeks. For selskaper utenfor indeksene blir det vanskeligere å få plass i porteføljen til de institusjonelle investorene. De som definerer indeksene, påvirker derved også eierskapsutviklingen og stimulerer kursveksten i indeksselskapene. Likviditetstilgang og indekssveking kan lett få større betydning for kursutvikling og eierstruktur enn fundamentale, selskapsesifikke forhold. Det trygge blir å følge indeksen - det gir garanti for gevinst i oppgangstider og vern mot kritikk i nedgangstider. Men det gir intet vern mot nedgangstidene i seg selv. Tvert imot kan de negative kursutslagene bli desto større når sentimentet endrer seg, likviditetstilgangen svekkes og indeksetterspørselen reduseres.

Men er det en ny økonomi og vedvarende oppgangstider, behøver en vel ikke å bekymre seg for slikt? Har man så en ny økonomi? Temaartikkelen i denne årsberetningen tar sikte på å belyse dette. I artikkelen analyseres konjunkturoppgangen på 90-tallet i USA og Norge og sammenlignes med tidligere oppgangsperioder. Det fremgår at den siste oppgangsperioden ikke har vart hverken så mye lenger eller vært så mye annerledes enn tidligere konjunkturoppganger som en del synes å tro. De senere års lave inflasjonstakt, til tross for mange års økonomisk vekst, er imidlertid et nytt utviklingstrekk, - men likevel intet uforklarlig fenomen. Artikkelen inneholder ingen spådom for fremtiden. Den avviser ikke at det kan være grunnlag for håp om fortsatt høy vekst, lav inflasjon og gode tider i aksjemarkedet. Den avhjelper heller ikke bekymringene til de som måtte frykte at oppgangen er i ferd med å kulminere og at bobler vil briste. Tiden vil vise.

For Folketrygdfondet ble avkastningen på aksjeplasseringene i 1999 den nest høyeste siden fondet foretok sine første aksjeinvesteringer i 1991. Men fondet gjorde det dårligere enn indeksen. Fondets portefølje avviker nemlig en del fra indeksen, og flere selskaper i porteføljen som i tidligere år har hatt en god kursutvikling, gjorde det dårligere enn indeksen og trakk avkastningsresultatet ned siste år. I 1998 - som var et dårlig år i aksjemarkedet - gjorde fondet det bedre enn indeksen. Totalt sett hadde fondet en verdikorrigert avkastning på sin kapital i 1999 på 8,4 prosent, mot 0,1 prosent året før. Så det går opp og ned. Det får en leve med, og glede seg over de gode år.



## STYRET

**Styremedlemmer**

Björg Ven, Oslo, leder  
Per Gunnar Olsen, Oslo, nestleder  
Tove Lehre, Lillehammer \*

**Personlige varamedlemmer**

Inger-Johanne Lund, Oslo  
Kjell Samuelsen, Borgenhaugen  
Svein Kiran, Oslo \*

Oddvar Skaiaa, Grimstad  
Harald Ellefsen, Trondheim  
Anne Breiby, Ålesund \*



Johanna Myklebust, Blaksæter  
Anne Berit Andersen, Søgne  
Kjell E. Helland, Ranheim \*

Per Arne Olsen, Tolvsrød \*  
Anna Kristine Jahr Røine, Fetsund \* 1)  
Stein Blindheim, Molde



Terje Søviknes, Lysekloster \*  
Ola Prestegarden, Tretten \*  
Linda Orvedal, Flåm

\* Oppnevnt for perioden 01.07.1996 - 15.05.2000. De øvrige er oppnevnt for perioden 15.05.1998 - 15.05.2002.  
1) Anna Kristine Jahr Røine ble utnevnt til statssekretær ved Statsministerens kontor 18.10.1999 og møter ikke i styret.  
I hennes sted møter varamedlem Ola Prestegarden.

**1999** ble preget av svak vekst i norsk økonomi. Etter en gjennomsnittlig årlig vekstrate på 3,5 prosent i de foregående seks år, økte bruttonasjonalproduktet siste år med bare 0,8 prosent. Etter at oljeprisen falt betydelig i 1998, fikk man i fjor en enda sterkere økning i oljeprisen, fra ca. 10 til 25 dollar pr. fat. Det bidro til en sterk forbedring av utenriksøkonomien og til at situasjonen i rente- og valutamarkedene i 1999 roet seg etter det foregående års store turbulens. Selv om veksten ble lavere, er aktivitetsnivået i norsk økonomi meget høyt. Prisstigningen ligger imidlertid fortsatt på et relativt lavt nivå og var siste år på 2,3 prosent. Arbeidsledigheten har endret seg relativt lite siden konjunkturtoppen i norsk økonomi ble nådd i 1998 og var i 1999 på 3,2 prosent.

Internasjonalt var utviklingen i 1999 preget av en fortsatt meget sterk vekst i amerikansk økonomi. Veksten i de europeiske land var siste år vesentlig svakere enn i USA, men veksttakten synes å være klart økende. Den økonomiske utviklingen i Japan og i de sørøst-asiatiske land var også preget av ny vekst etter det sterke tilbakeslag disse landene opplevde i 1998. Ved siste årsskifte var det således utsikter til god økonomisk vekst som preget internasjonal økonomi.

Etter at valutauroen i 1998 førte til en sterk økning i det korte norske rentenivå, falt rentenivået igjen i 1999 i forbindelse med at Norges Bank reduserte signalrenten med i alt 2,5 prosentpoeng. Fra et nivå på 8,3 prosent ved forrige årsskifte,

ble 3-månedersrenten redusert til 5,9 prosent ved siste årsskifte. Også renten på 10-års statsobligasjoner viste en fallende tendens de første måneder i 1999, men siden begynnelsen av mai har det lange rentenivå vist en stigende tendens i takt med utviklingen i det amerikanske rentenivå. For året under ett økte det lange rentenivå med ca. 0,8 prosentpoeng til 6,2 prosent.

Totalindeksen for Oslo Børs økte i 1999 med hele 45,5 prosent som er den høyeste kursøkning siden 1993. Den sterke kursveksten må delvis ses på bakgrunn av den store kursnedgangen som fant sted året før, men må også ses i lys av den sterke økningen i oljeprisen og tendensen til økt vekst i internasjonal økonomi.

Folketrygdfondet (FTF) oppnådde i 1999 et realisert resultat på 7 115 millioner kroner, som var 224 millioner kroner mer enn året før. Resultatøkningen har i første rekke sammenheng med en økning i realiserte kursgevinster. Den realiserte avkastningsrate for siste år var 6,6 prosent, mot 6,8 prosent året før.

Som følge av den sterke kursøkningen i aksjemarkedet, økte de urealiserte kursgevinster i FTFs portefølje av verdipapirer med 2 199 millioner kroner. Det verdikorrigerede resultatet for 1999 beløp seg derved til 9 314 millioner kroner, tilsvarende en avkastningsrate på 8,4 prosent, mot henholdsvis 145 millioner kroner og 0,1 prosent for 1998.

Folketrygdfondets kapital (beregnet ut fra markedsværdien av verdipapir-

porteføljen) beløp seg pr. 31. desember 1999 til i alt 120 558 millioner kroner, hvorav de urealiserte kursgevinster utgjorde 5 293 millioner kroner, tilsvarende 4,4 prosent.

### **FTFs investeringsvirksomhet**

FTFs investeringsvirksomhet er basert på at fondet skal oppnå en så høy avkastning som mulig på kapitalen under hensyntaken til risiko og likviditet. De enkelte verdipapirplasseringer skjer i henhold til fastlagte investeringsstrategier, retningslinjer og fullmaktsrammer fastsatt av styret. Det er utarbeidet instruksjoner og rutiner for den interne kontroll.

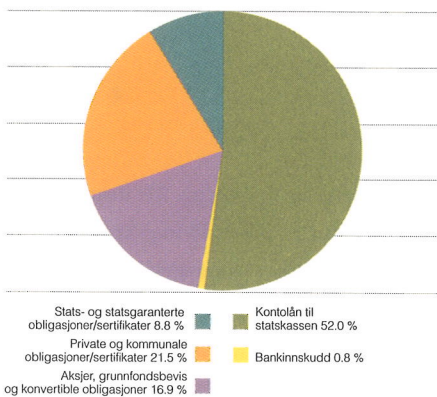
Det er styrets vurdering at kreditt- og renterisikoen knyttet til FTFs plasseringer i renteinstrumenter er meget lav og at renterisikoen ligger på et forsvarlig nivå.

Den selskapsesifikke risikoen knyttet til fondets investeringer i aksjer og andre egenkapitalinstrumenter, søkes begrenset gjennom diversifisering på bransjer og selskaper. Som følge av at FTF bare kan investere i det norske aksjemarkedet, vil imidlertid svingningene i markedsværdien av aksjeporteføljen følge svingningene i dette markedet.

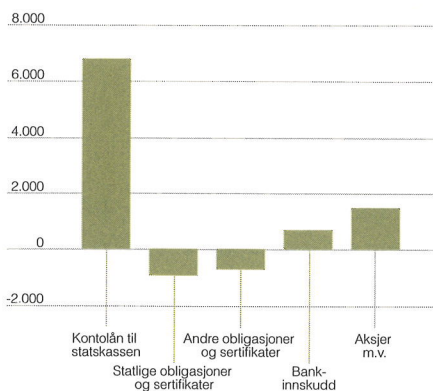
Finansdepartementet fastsetter for hvert år en maksimalramme for fondets netto økning av beholdningen av private og kommunale verdipapirer (obligasjoner, sertifikater, bankinnskudd, aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner). For 1999 ble denne rammen fastsatt til 1,5 milliarder kroner. Etter de regler som er fastsatt av Finansdeparte-

**Porteføljens sammensetning pr. 31.12. 1999**

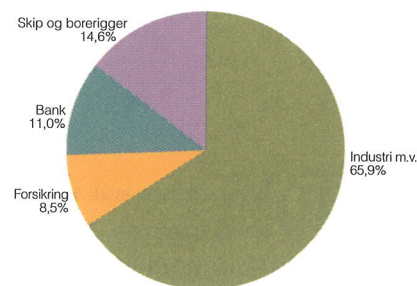
Markedsverdi. Prosentvis fordeling

**Endringer i porteføljens sammensetning i 1999**

Bokført verdi. Millioner kroner

**FTFs aksjer og grunnfondsbevis pr. 31.12. 1999**

Markedsverdi. Prosentvis sammensetning



mentet for plasseringer i statlige verdipapirer, kan fondet fritt foreta plasseringer i stats- og statsgaranterte obligasjoner i første- og annenhåndsmarkedet innenfor en beholdningsramme på 5 milliarder kroner. (Denne del av porteføljen vil bli referert til som fondets markedsportefølje i statspapirer.) Øvrige plasseringer skal som hovedregel skje i form av kontolån til statskassen på betingelser som korresponderer med de markedsbetingelser som til enhver tid gjelder for utestående statslån. Det tilligger fondet å avgjøre hvilke statlige obligasjons- og sertifikatlån som skal legges til grunn for fastsettelsen av betingelsene for de enkelte kontolånsplasseringer.

Folketrygdfondets beholdning av verdipapirer, inkludert bankinnskudd, beløp seg pr. 31. desember 1999 til i alt 112 151 millioner kroner etter bokført verdi (kostpris), hvilket er en økning på 7 261 millioner kroner siden forrige årsskifte. Økningen fordelte seg med 5 840 millioner kroner på stats- og statsgaranterte verdipapirer og 1 421 millioner kroner på private og kommunale papirer. Markedsverdien på porteføljen beløp seg til 117 444 millioner kroner, som er 4,7 prosent høyere enn bokført verdi.

Av den samlede verdipapirporteføljen, regnet etter bokført verdi, utgjorde plasseringer i rentepapirer ved siste årsskifte 87,9 prosent og beholdningen av stats- og statsgaranterte verdipapirer 64,1 prosent. Basert på markedsverdien av porteføljen var de tilsvarende tall henholdsvis 83,1 prosent og 60,8 prosent. Utviklingen i porteføljen i løpet av 1999 er nærmere belyst på annet sted i beretningen. I det følgende vil enkelte hovedtall bli omtalt.

**Renteinstrumenter**

FTFs totale beholdning av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg pr. 31. desember 1999 til 97 611 millioner kroner etter bokført verdi, hvilket er en økning på 5 100 millioner kroner siden forrige årsskifte. Markedsverdien av beholdningen av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg til 96 618 millioner kroner, som er 993 millioner kroner eller 1,0 prosent lavere enn bokført verdi. Den negative urealiserte kursgevinst har sammenheng med den økning som har funnet sted i rentenivået for lange obligasjoner.

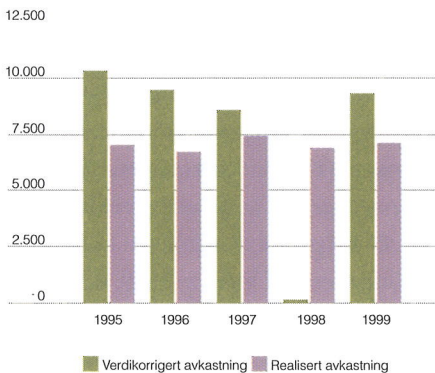
De samlede plasseringer i kontolån samt stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater ble i 1999 økt med 5 840 millioner kroner og beløp seg ved årsskiftet

til 71 906 millioner kroner (bokført verdi). Beholdningen av kontolån til statskassen økte med 6 800 millioner kroner til 61 887 millioner kroner, hvilket utgjorde 62,8 prosent av fondets totale plasseringer i renteinstrumenter (mot 59,4 prosent ved forrige årsskifte). Fondets markedsportefølje av statspapirer utgjorde ved siste årsskifte 4 819 millioner kroner, som var 878 millioner kroner mer enn ved forrige årsskifte.

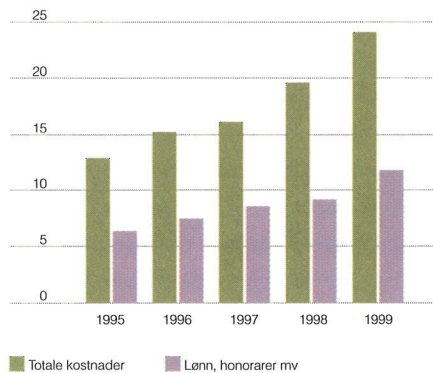
Som følge av at FTFs ramme for økningen av beholdningen av ikke-statlige verdipapirer for 1999 kun var på 1 500 millioner kroner, samtidig som styret ut fra avkastnings- og markedsmessige vurderinger fant det riktig å bruke det meste av årets ramme til økte investeringer i aksjemarkedet, ble det nødvendig å redusere de samlede investeringer i ikke-statlige rentepapirer. Beholdningen av private og kommunale obligasjoner og sertifikater ble derfor siste år redusert med 740 millioner kroner og beløp seg ved årsskiftet til 25 705 millioner kroner (bokført verdi), hvilket tilsvarte 23,0 prosent av de samlede plasseringer (mot 25,2 prosent ved forrige årsskifte). Av dette utgjorde obligasjoner og sertifikater utstedt av finansforetak 73,1 prosent (71,6 prosent).

**FTFs avkastning 1995-99**

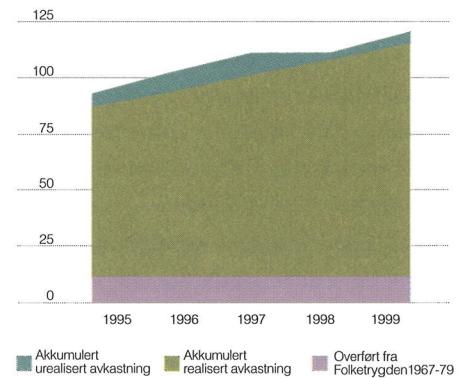
Millioner kroner

**FTFs administrasjonskostnader 1995-99**

Millioner kroner

**Utviklingen i FTFs kapital 1995-99**

Milliarder kroner



Innskudd i banker beløp seg ved siste årsskifte til 922 millioner kroner, mot 234 millioner ved forrige årsskifte.

**Aksjer mv.**

Folketrygdfondets portefølje av egenkapitalplasseringer beløp seg pr. 31. desember 1999 til 13 618 millioner kroner (bokført verdi) fordelt med 13 243 millioner kroner på aksjer, 360 millioner kroner på grunnfondsbevis og 15 millioner kroner på konvertible obligasjoner. Den bokførte verdi av beholdningen av egenkapitalplasseringer ble siste år økt med 1 473 millioner kroner. Fondet hadde ved siste årsskifte foretatt investeringer i totalt 52 selskaper, mot 50 selskaper ved forrige årsskifte.

FTFs plasseringsadgang ble ved stortingsvedtak den 30. november 1998 utvidet til også å omfatte utenlandske selskaper notert på Oslo Børs. Fondets aksjeportefølje inkluderte ved siste årsskifte fire utenlandske selskaper.

Markedsverdien av plasseringene i aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner beløp seg ved siste årsskifte til 19 904 millioner kroner. De urealiserte kursgevinster utgjorde i alt 6 286 millioner kroner, som tilsvarte

46,2 prosent av bokført verdi.

Fondets markedsandel utgjorde ved siste årsskifte 3,2 prosent av børsverdien av selskaper notert på Oslo Børs.

Fondets plasseringer i aksjer mv. utgjorde 11,8 prosent av FTFs kapital beregnet etter bokført verdi av verdipapirporteføljen og 16,5 prosent etter markedsverdi. Folketrygdfondet har etter det reglement som er fastsatt av Stortinget, adgang til å plassere inntil 20 prosent av fondets bokførte kapital i aksjer mv.

**Resultatregnskap og balanse**

I driftsregnskapet benyttes to resultatbegreper: Realisert resultat og verdikorrigert resultat. Realisert resultat viser realiserte inntekter fratrukket administrasjons- og forvaltningskostnader. Verdikorrigert resultat viser realisert resultat med tillegg av endring i urealiserte kursgevinster og representerer økningen i Folketrygdfondets kapital basert på markedsverdien av verdipapirporteføljen.

Realisert resultat for 1999 beløp seg til 7 115 millioner kroner, hvilket tilsvarte en avkastningsrate på 6,6 prosent mot henholdsvis 6 891 millioner kroner og 6,8 prosent i 1998.

Samlede renteinntekter beløp seg

siste år til 6 607 millioner kroner (6 550 millioner kroner) og mottatt aksjeutbytte til 329 millioner kroner (352 millioner kroner). Realiserte kursgevinster beløp seg til 202 millioner kroner (8 millioner kroner), som fordelte seg med -252 millioner kroner på kontolån, obligasjoner og sertifikater og 454 millioner kroner på aksjer mv. Det realiserte kurs-tapet på obligasjoner har dels sammenheng med kurstap som er realisert i forbindelse med innfrielse av obligasjoner og dels kurstap som er realisert ved omplasseringer av porteføljen. Den realiserte kursgevinsten på aksjer mv. omfatter salgsgvinster som er realisert i forbindelse med de løpende endringer i sammensetningen av porteføljen samt gevinster i forbindelse med aksept av overtakelsestilbud.

FTF har fra 1999 etter reglements- endring hatt adgang til å foreta repo-handler (utlån av verdipapirer i aksjer og obligasjoner). Denne type transaksjoner har hittil hatt et relativt begrenset omfang. Inntekter av repo-handler i obligasjoner er inkludert i renteinntektene. Inntekter av utlån av aksjer er ført under andre inntekter, som for 1999 beløp seg til 1 million kroner.

Fondets administrasjonskostnader (inkl. avgift til Verdipapirsentralen) beløp seg for 1999 til 24,1 millioner kroner, som er en økning på 4,5 millioner kroner sammenlignet med året før. Kostnadsøkningen har i første rekke sammenheng med økning i bemanningen og økte avskrivninger og vedlikeholdskostnader knyttet til fondets elektroniske informasjons- og styringssystemer. Lønnskostnader, styrehonorarer og sosiale kostnader utgjorde 49,0 prosent av de samlede administrasjonskostnader, mot 46,9 prosent året før.

Verdikorrigert resultat beløp seg for 1999 til 9 314 millioner kroner (mot 145 millioner kroner året før). Endring i urealiserte kursgevinster beløp seg siste år til 2 199 millioner kroner (-6 746 millioner kroner), som fordelte seg med -2 118 millioner kroner på kontolån, obligasjoner og sertifikater og 4 317 millioner kroner på aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner.

Den verdikorrigerte avkastningsraten utgjorde siste år 8,4 prosent (0,1 prosent). Den verdikorrigerte avkastningsrate på plasseringer i rentepapirer var siste år 4,4 prosent (det samme som året før). Den tilsvarende avkastningsrate på plasseringer i aksjer mv. i form av utbytte, realiserte kursgevinster og økning i urealiserte kursgevinster var 35,4 prosent (-23,4 prosent).

Med tillegg av årets resultat beløp Folketrygdfondets kapital seg pr. 31. desember 1999 til i alt 120 558 millioner kroner, hvorav urealiserte kursgevinster utgjorde 5 293 millioner kroner tilsvarende 4,4 prosent. De urealiserte kursgevinster fordelte seg med -993 millioner kroner på porteføljen av kontolån, obligasjoner og sertifikater og 6 286 millioner kroner på porteføljen av aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner.

### Avkastningsutviklingen

På bakgrunn av de gjeldende rammebetingelser består hovedparten av FTFs investeringer av plasseringer i renteinstrumenter. Den store andelen rentepapirer innebærer at utviklingen i det norske rentenivået øver en betydelig innvirkning på den totale avkastningsraten for fondets kapital. Over de siste 5-10 år har rentenivået generelt sett vært synkende, men med visse variasjoner fra år til år. Til tross for at den bokførte verdi av FTFs plasseringer i renteinstrumenter har økt med ca. 30 milliarder kroner over de siste 5 år, har de nominelle renteinntekter økt relativt lite. Dette har delvis sin forklaring i den nedgang som har funnet sted i rentenivået. Det har imidlertid også sammenheng med at vel 80 prosent av økningen i renteplasseringene i siste 5-årsperiode henfører seg til plasseringer i statlige verdipapirer, hvilket ytterligere har bidratt til å redusere den løpende avkastning på renteporteføljen. For perioden 1995-99 har den verdikorrigerte avkastning på FTFs renteportefølje i gjennomsnitt vært på 6,9 prosent pr. år, mens den gjennomsnittlige verdikorrigerte avkastning på totalkapitalen var på 7,9 prosent pr. år.

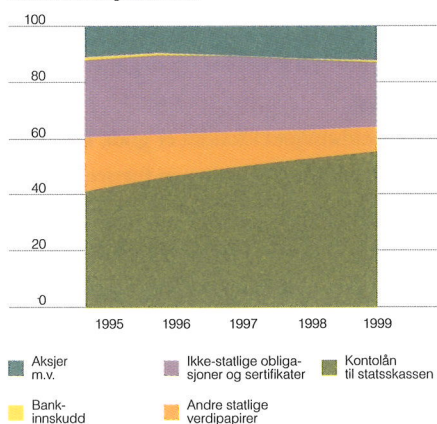
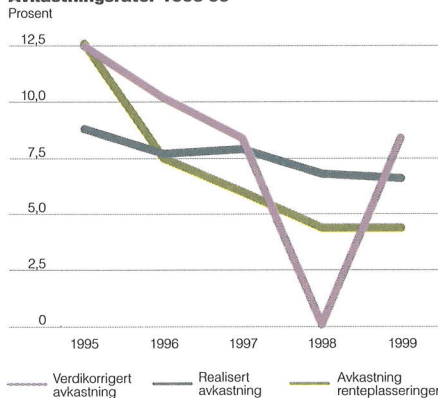
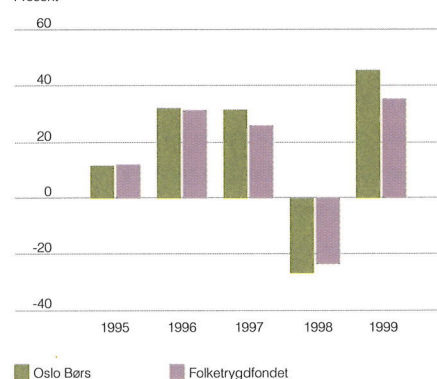
Det forhold at den verdikorrigerte avkastningen på renteporteføljen i 1999 ble på bare 4,4 prosent, må ses i lys av at økningen i det lange rentenivå i fjor innebar en nedgang i kursverdien på beholdningen av kontolån og obligasjoner med lange løpetider som i beløp tilsvarte ca. en tredjedel av årets renteinntekter. De endringer som skjer i rentenivået fra årsskifte til årsskifte, kan gi store utslag i verdien for de lange obligasjoner, men påvirker ikke størrelsen av

de nominelle renteinntekter eller innløsningskursen på obligasjonene. For å begrense renterisikoen i porteføljen, søkes den gjennomsnittlige løpetiden (durasjonen) i renteporteføljen tilpasset forventningene om fremtidig renteutvikling. På bakgrunn av økningen i nivået for lange renter i løpet av 1999, valgte FTF å gjennomføre en viss økning av durasjonen til ca. 3 år ved siste årsskifte.

Hensett til markedsutviklingen og fondets rammebetingelser er det styrets vurdering at avkastningsutviklingen må anses som tilfredsstillende, men det er samtidig også styrets syn at FTF burde vært underlagt rammebetingelser som kunne muliggjort en høyere avkastning.

Det norske aksjemarked var i 1999 preget av en uvanlig sterk kursstigning. Dette må delvis ses på bakgrunn av den sterke kursnedgangen som fant sted året før. Mens totalindeksen i 1999 økte med hele 45,5 prosent, har økningen i indeksen i gjennomsnitt for de siste to år kun vært på 6,6 prosent.

Avkastningen på FTFs portefølje av egenkapitalpapirer ble siste år på 35,4 prosent, hvilket var det nest beste årsresultat siden fondet fikk adgang til å investere i aksjemarkedet i 1991. FTFs avkastningsrate var likevel 10,1 prosentpoeng lavere enn økningen i børsindeksen og 6,9 prosentpoeng lavere enn økningen i OBX-indeksen (indeksen for de mest omsatte aksjer). Det må ses i lys av at kursutviklingen i aksjemarkedet i 1999 både for Oslo Børs og utenlandske børser hadde et noe spesielt preg ved at den bransjemessige utviklingen var meget varierende. Selv om totalindeksen viste en sterk økning, kan det ikke sies at man hadde en bred kursoppgang. Enkelte sektorer - særlig teknologibransjer,

**Utviklingen i porteføljens sammensetning 1995-99**  
Prosentvis fordeling. Bokført verdi**Avkastningsrater 1995-99****Avkastningen på FTFs egenkapitalplasseringer sammenholdt med totalindeksen for Oslo Børs**  
Prosent

herunder IT-selskaper - var preget av en usedvanlig sterk kursøkning. For flere av de mer tradisjonelle industriselskaper var kursutviklingen siste år til dels betydelig svakere enn gjennomsnittet for børsnoterte selskaper. For FTFs vedkommende kan mer enn halvparten av mindreakstningen henføres til at enkelte av de selskaper hvor fondet ut fra langsiktige overveielser har foretatt større investeringer, i fjor hadde en klart lavere kursutvikling enn totalindeksen. Sett i et lengre tidsperspektiv har disse selskaper likevel gitt en god avkastning sammenholdt med børsindeksen.

Ut fra hensynet til langsiktighet og risiko har FTF funnet det riktig med en bransjesammensetning for aksjeporteføljen som avviker noe fra bransjesammensetningen i børsindeksen. Det innebærer at i de år hvor kursutviklingen varierer meget for de ulike bransjeindikatorer, vil avkastningen på fondets portefølje som regel også avvike i positiv eller negativ retning i forhold til utviklingen i totalindeksen. FTF er eksempelvis overvektet innenfor finansbransjen, bl.a. som følge av at fondets egenkapitalportefølje også omfatter grunnfondsbevis som ikke inngår i børsindeksen. En del av mindre-

avkastningen i 1999 skyldes at utviklingen for finansindeksen var svakere enn for totalindeksen, mens det motsatte var tilfelle året før. FTF er videre forsiktig med å investere i selskaper som ennå ikke kan vise til positiv inntjening og/eller hvis virksomhet fremstår som risikomessig uoversiktlig eller for høy. Ut fra slike vurderinger har FTF valgt å være undervektet i en del av de selskaper som siste år opplevde en sterk kursstigning.

FTFs ønske om å fremstå som en langsiktig aksjonær med en moderat risiko-profil, innebærer at fondets avkastningsrate vil tendere til å ligge lavere enn børsindeksen i år preget av sterk kursøkning i aksjemarkedet, men høyere enn indeksen i år med sterk kursnedgang (slik tilfellet var for 1998). I et lengre tidsperspektiv er det likevel et siktemål å oppnå en avkastning på nivå med børsindeksen. Over de siste syv år - siden den forrige store nedgangsperiode i aksjemarkedet - har den årlige avkastningsrate på Oslo Børs i gjennomsnitt vært på ca. 20 prosent. I samme periode har FTF hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på sine egenkapitalplasseringer på vel 19 prosent, mens den gjennomsnittlige årlige avkastning på fondets renteplasseringer var på

knapt 8 prosent (verdikorrigert). Selv om FTF i 1999 opplevde en mindreakstning i aksjemarkedet, anser styret at den investeringsfilosofi som er lagt til grunn er riktig for FTF ut fra fondets rolle som langsiktig investor i det norske aksjemarkedet. Det vises i den forbindelse til at FTF over tid, til tross for mindreakstningen siste år, har oppnådd avkastningsresultater omtrent på linje med utviklingen i børsindeksen.

### Eierskapsutøvelse

I styrets årsberetning for 1998 ble retningslinjene for FTFs eierskapsutøvelse omtalt. I henhold til disse retningslinjer er FTF ikke forutsatt å utøve eierskap utover det som er naturlig for fondet som finansiell investor og profesjonell porteføljeforvalter. FTF har imidlertid ansvar for å ivareta sine økonomiske interesser i de enkelte selskaper. For en langsiktig aksjonær vil dette ikke kunne skje bare gjennom de løpende kjøps- og salgsbeslutninger.

I forrige beretning ble også omtalt at FTF hadde funnet grunn til å reise spørsmål overfor to børsnoterte selskaper hvor fondet var aksjonær, om forhold knyttet til transaksjoner mellom selskapene og deres hovedaksjonærer med

sikte på å oppnå avklaring på om det kunne ha skjedd forfordeling i disfavør av minoritetsaksjonærene.

I det ene selskap (Color Group ASA) ble det på ekstraordinær generalforsamling vedtatt - med støtte fra FTF - å gjennomføre granskning av visse av selskapets disposisjoner. Etter at majoritetsaksjonæren fremsatte tilbud om utløsning av minoritetsaksjonærene til betingelser som etter omstendighetene var akseptable, ble kravet om granskning trukket tilbake. Etter at FTF og andre minoritetsaksjonærer solgte sine aksjer, er selskapet blitt strøket fra børsnotering.

I det andre selskapet (Aker RGI ASA) er det blitt gjennomført en undersøkelse av et utvalg nedsatt av selskapets styre av ulike forhold som var blitt tatt opp fra FTFs side. Etter FTFs syn heftet det betydelige mangler ved denne undersøkelse, hvilket bl.a. er blitt påpekt i en juridisk betenkning som fondet lot innhente. Majoritetsaksjonæren i selskapet har senere fremsatt utløsningstilbud overfor minoritetsaksjonærene. FTF har besluttet ikke å akseptere de fremsatte tilbud da de tilbudte kurser etter fondets syn har ligget klart lavere enn hva som tilsvarer de reelle verdier i selskapet. Etter siste årsskifte har hovedaksjonæren i selskapet i medhold av allmennaksjeloven § 4-25 besluttet å tvangsutløse de øvrige aksjonærer i selskapet. FTF er derved ikke lenger aksjonær i selskapet. FTFs tidligere aksjeinnehav er etter tvangsutløsningen omgjort til en fordring på hovedaksjonæren. Fordringens verdi er, ut fra prinsippet om laveste verdi, fastsatt til 316 millioner kroner som tilsvarer det sist fremsatte overtakelsestilbud. Forskjellen mellom fordringens verdi og aksjenes kostpris, som utgjør 112 millioner kroner, vil i regnskapet for 2000 bli ført

som realisert kursgevinst. Den endelige verdi av fordringen vil bli fastsatt ved rettslig skjønn.

Styret vil bemerke at de her nevnte selskapsaker har vært av spesiell karakter. Etter styrets syn har de imidlertid vist at det er behov for en nærmere klargjøring av enkelte spørsmål i aksjeloven, samtidig som det kan synes ønskelig å styrke minoritetsaksjonærenes rettsstilling i børsnoterte selskaper. Det bør også kunne vurderes om det vil være formålstjenlig med en utvidelse av tilsynsorganenes mandat.

### Styret

Styret har i 1999 avholdt 7 styremøter. I tillegg har det vært avholdt 3 møter i styrets arbeidsutvalg som består av styrets leder og nestleder. Styrets varamedlemmer deltar fast ved styremøtet hvor fondets årsregnskap og beretning blir vedtatt og på det to-dagers styreseminar som avholdes hvert år. For øvrig møter varamedlemmer kun ved forfall.

Styremedlem Anna Kristine Jahr Røine ble den 18. oktober 1999 utnevnt til statssekretær ved statsministerens kontor og har etter dette tidspunkt ikke deltatt i styrets arbeid. I hennes sted har personlig varamedlem, Ola Prestegarden, møtt i styret.

### Administrasjonen

Folketrygdfondet hadde ved siste årsskifte 21 tilsatte. Bemanningssituasjonen er gjennom nytilsetninger blitt vesentlig forbedret over de senere år. Det er imidlertid fortsatt behov for en viss styrking av bemanningen, bl.a. på egenkapitalsiden.

Det er en målsetting for utviklingsarbeidet i fondet at FTF skal fremstå som et respektert og faglig sterkt investeringsmiljø i det norske verdipapirmarkedet.

Det legges stor vekt på faglig kompetanseutvikling for den enkelte medarbeider og på generell ledelses- og organisasjonsutvikling.

Arbeidsmiljøet i fondet er godt. Fondets virksomhet medfører ingen forurensning av det ytre miljø.

Styret vil rette en takk til medarbeiderne for de gode resultater som er oppnådd over de senere år, både organisasjonsmessig og økonomisk.

### FTFs rammebetingelser

Styret har ved ulike anledninger pekt på at FTF er pålagt mer restriktive plasseringsregler enn hva som synes naturlig ut fra fondets formål og hensynet til avkastning. Styret har i denne forbindelse gått inn for at FTF gis adgang til å investere i unoterte norske aksjer, i første rekke for å kunne investere på et tidligere tidspunkt enn hva nåværende bestemmelser gjør mulig, i selskaper som har børsnotering som siktemål. Fondet har opp gjennom årene hatt henvendelser fra mange selskaper som har ønsket medvirkning fra FTF i en utviklingsprosess mot børsnotering, men hvor FTF ikke har kunnet foreta investeringer fordi reglementets krav om "umiddelbar" børsnotering ikke har kunnet oppfylles. Styret anser at reglementets bestemmelse på dette punkt er unødig innskrenkende. Styret vil videre fremholde at selv om det ikke fremstår som naturlig for FTF å investere direkte i venture-selskaper, ville det være ønskelig at fondet kunne foreta investeringer i investeringsfond som bl.a. engasjerer seg i venture-selskaper. FTF ville dermed indirekte kunne delta i nyskapingen i norsk næringsliv. Spørsmålet om adgang for fondet til å investere i unoterte norske aksjer er for tiden under vurdering i Finansdepartementet, og det er styrets

ønske at det vil være mulig å få en positiv løsning på dette spørsmål i nær fremtid.


Styret fremmet i 1998 forslag om at FTF gis en begrenset adgang til å investere i aksjer notert på de andre nordiske børser. De politiske myndigheter har hittil ikke ønsket å gi tilslutning til dette. Styrets forslag er primært begrunnet i et ønske om både å kunne oppnå høyere avkastning ved å øke andelen av aksjer i porteføljen og samtidig kunne redusere

den betydelige markedsrisiko fondet i dag har ved at dets investeringsmuligheter er begrenset til det norske markedet. Styret vil imidlertid også påpeke at integrasjonen i næringslivet, herunder bl.a. gjennom fusjoner over landegrensene, gjør det stadig mindre naturlig at FTF skal være utelukket fra å investere i selskaper som er registrert i andre nordiske land, men hvis virksomhet kan være like betydningsfull i norsk næringsliv

som den som forestås av norskregistrerte selskaper. Styret vil videre vise til utviklingen mot et stadig nærmere samarbeid mellom de nordiske børser som etter hvert også vil kunne gjøre den nåværende begrensning i FTFs plasseringsadgang mindre meningsfull. Styret vil derfor uttrykke ønske om at de politiske myndigheter vil finne å kunne gi tilslutning til forslagene om en utvidet plasseringsadgang for FTF.

Oslo, den 8. mars 2000

  
Bjørg Ven  
(leder)

  
Per Gunnar Olsen  
(nestleder)

  
Stein Blindheim

  
Anne Breiby

  
Harald Ellefsen

  
Tove Lehre

  
Per Arne Olsen

  
Ola Prestegarden

  
Oddvar Skaiaa

MILLIONER KRONER	NOTE	1999	1998
<b>Realiserte inntekter</b>			
Renteinntekter	1	<b>6 607</b>	6 550
Utbytte		<b>329</b>	352
Realiserte verdipapirgevinster	2	<b>202</b>	8
Andre inntekter	3	<b>1</b>	0
Sum realiserte inntekter		<b>7 139</b>	6 910
<b>Driftskostnader</b>			
Administrasjons- og forvaltningskostnader	4,9	<b>24</b>	19
Sum driftskostnader		<b>24</b>	19
Realisert resultat		<b>7 115</b>	6 891
Endring urealiserte verdipapirgevinster	5	<b>2 199</b>	(6 746)
Verdikorrigert resultat		<b>9 314</b>	145

MILLIONER KRONER	NOTE	1999	1998
<b>Eiendeler</b>			
Verdipapirer til kostpris	5,7		
Statssertifikater		<b>26</b>	65
Andre sertifikater		<b>5 254</b>	974
Kontolån til statskassen		<b>61 887</b>	55 087
Stats- og statsgaranterte obligasjoner		<b>9 993</b>	10 914
Andre ihendehaverobligasjoner		<b>20 451</b>	25 471
Konvertible obligasjoner		<b>15</b>	13
Aksjer, grunnfondsbevis		<b>13 603</b>	12 132
Bankinnskudd	6	<b>922</b>	234
Urealiserte verdipapirgevinster	5,7	<b>5 293</b>	3 094
Optjente, ikke forfalte renter		<b>3 111</b>	3 255
Andre fordringer	8	<b>3</b>	3
Driftsmidler	9	<b>4</b>	4
Sum eiendeler		<b>120 562</b>	111 246
<b>Gjeld og egenkapital</b>			
Folketrygdfondets kapital	10	<b>120 558</b>	111 244
Gjeld	11	<b>4</b>	2
Sum gjeld og egenkapital		<b>120 562</b>	111 246

Oslo, 31. desember 1999  
8. mars 2000

Björg Ven  
Leder

Per Gunnar Olsen  
Nestleder

Stein Blindheim

Anne Breiby

Harald Ellefsen

Tove Lehre

Per Arne Olsen

Ola Prestegarden

Oddvar Skaiaa

Tore Lindholt  
Adm. direktør

Folketrygdfondets regnskap for 1999 er revidert og godkjent av Riksrevisjonen.

Oslo, 9. mars 2000

Etter fullmakt  
Anita R. Kronlund  
Avdelingsdirektør

Siv Janne Natvik  
Rådgiver

## Regnskapsprinsipper

---

### Generelt

Folketrygdfondets regnskap er avlagt i henhold til prinsipper som er alminnelig akseptert for aksje- og obligasjonsfond.

### Verdi av portefølje

I regnskapet er fremmedkapitalinstrumenter vurdert til ligningsverdi pr. årsavslutningsdato. Egenkapitalinstrumenter er vurdert til markedsverdi pr. årsavslutningsdato. Dersom det ikke foreligger omsetningskurser på børsen, benyttes antatt markedsverdi. Kurtasje til megler ved anskaffelse av verdipapirer er inkludert i verdipapirenes kostpris. Ved salg av verdipapirer beregnes gevinst som salgssum fratrukket kurtasje og gjennomsnittlig kostpris på de solgte verdipapirer.

Garantiprovisjon i forbindelse med deltakelse i garantikonsortier føres til fradrag i kostpris for aksjer og obligasjoner når FTF tegner. Når FTF kun deltar i garantikonsortiet og ikke tegner, inntektsføres provisjonen i sin helhet. I disse tilfellene skjer inntektsføringen når bekreftelsen på deltakelse i garantikonsortiet er mottatt.

### Egenkapital

FTFs egenkapital består av innbetalt kapital (dvs. overføringer fra folketrygden m.v.) samt akkumulert resultat.

### Inntektsføringsprinsipper

Renter på verdipapirer inntektsføres etterhvert som de påløper, mens utbytte på aksjer og grunnfondsbevis inntektsføres på det tidspunkt aksjene/grunnfondsbevisene noteres ekskl. utbytte på børsen.

### Skatter

FTF er i henhold til skatteloven unntatt fra skatteplikt.

**NOTE 1 - Renteinntekter.**

	<b>Mill.kr</b>	
	1999	1998
Kontolån og stats- og statsgaranterte obligasjoner	4 803	4 794
Andre ihendehaverobligasjoner	1 468	1 639
Konvertible obligasjoner	1	0
Sertifikater	286	94
Bankinnskudd	49	23
Pantelån og gjeldsbrev	0	0
Sum	6 607	6 550

**NOTE 2 - Realiserte verdipapirgevinster/-tap.**

	<b>Mill.kr</b>	
	1999	1998
Kontolån og obligasjoner	-259	-365
Sertifikater	7	1
Aksjer m.v.	454	372
Sum	202	8

**NOTE 3 - Andre inntekter.**

Andre inntekter representerer garantiprovisjon ved aksje- og obligasjonsemisjoner og utlån av aksjer

**NOTE 4 - Administrasjons- og forvaltningskostnader.**

	<b>Mill.kr</b>	
	1999	1998
Lønn	9,2	7,0
Honorarer etc.	0,6	0,6
Folketrygdavgifter	1,5	1,2
Pensjonskostnader	0,5	0,4
Andre driftskostnader	10,3	8,8
Verdipapirforvaltning Norges Bank/årsavgift VPS	0,6	0,7
Avskrivninger	1,4	0,9
Sum	24,1	19,6

**NOTE 5a - Urealiserte verdipapirgevinster.****Mill.kr**

Samlede urealiserte verdipapirgevinster og årlige endringer i disse er som følger:

	1999	1998
Markedsverdi portefølje pr. 31. desember	116 522	107 750
Historisk kost portefølje pr. 31. desember	111 229	104 656
Urealiserte verdipapirgevinster	5 293	3 094
Endring urealiserte verdipapirgevinster	2 199	-6 746

Urealiserte verdipapirgevinster pr. 31. desember 1999 fordeler seg som følger:

	Kostpris	Markeds- verdi	Urealiserte gevinster	Endring urealiserte gevinster
Sertifikater	5 280	5 277	-3	5
Kontolån og obligasjoner	92 331	91 341	-990	-2 123
Konvertible obligasjoner	15	12	-3	9
Aksjer	13 243	19 344	6 101	4 201
Grunnfondsbevis	360	548	188	107
Sum	111 229	116 522	5 293	2 199

**NOTE 5b - Fordeling av urealiserte verdipapirgevinster for kontolåns- og obligasjonsporteføljen pr. 31. desember 1999.****Mill.kr**

	Pålydende	Kostpris	Markedsverdi	Urealiserte gevinster
Kontolån til statskassen	60 220	61 887	61 059	-828
Obligasjoner utstedt av:				
Staten og statlige foretak	9 036	9 993	10 287	294
Industriforetak	4 792	5 030	4 834	-196
Kommuner og fylker	1 080	1 093	1 068	-25
Finansforetak	14 228	14 328	14 093	-235
Sum	89 356	92 331	91 341	-990

**NOTE 6 - Bankinnskudd.****Mill.kr**

	1999	1998
Folioinnskudd	2	4
Kortsiktige plasseringer	920	230
Totalt	922	234

**NOTE 7 a - Folketrygdfondets beholdning av aksjer pr. 31. desember 1999:**

Selskap	Aksjekapital pr . klasse (1 000 kr)	Pålydende pr. aksje (kr)	Antall aksjer 31.12.1999	% -vis andel	
				av total aksjekapital i selskapet	Markeds- verdi (1 000 kr)
Kreditkassen	3 859 510	7,00	20 337 600	3,69	803 335
Den norske Bank	3 893 289	5,00	20 500 000	2,63	674 450
BNbank	487 710	50,00	926 026	9,49	171 315
Storebrand	1 385 749	5,00	27 671 673	9,98	1 687 972
Aker RGI A	1 139 394	20,00	2 824 700	4,96	305 068
Aker RGI B	438 696	20,00	200 000	0,91	20 400
Alcatel STK	84 000	10,00	205 451	2,45	48 898
Alvern Norway	8 159	1,00	517 000	6,34	548
Avantor	22 134	1,00	1 579 227	7,13	86 857
Dyno	511 952	20,00	850 000	3,32	170 000
EDB Business Partner	121 824	1,75	1 851 400	2,66	129 598
Elkem	985 600	20,00	2 270 000	4,61	419 950
Hafslund A	68 291	1,00	8 022 559	11,75	388 292
Hafslund B	47 173	1,00	2 003 625	4,25	61 912
Kongsberg Gruppen	150 000	5,00	1 046 822	3,49	131 900
Kverneland	97 153	10,00	173 700	1,79	28 139
Kværner A	593 363	12,50	3 925 000	8,27	663 325
Merkantildata	125 995	1,00	3 853 400	3,06	373 780
Nera	192 188	2,00	10 293 644	10,71	386 012
NetCom	23 789	0,50	700 000	1,47	280 000
Norsk Hydro	5 331 933	20,00	8 147 262	3,06	2 737 480
Norske Skog A	575 911	20,00	1 190 522	4,13	497 638
Norske Skog B	251 724	20,00	812 000	6,45	273 644
Nycomed Amersham	GBP 31 666	GBP 0,05	24 609 200	3,89	1 227 999
Olav Thon	118 979	10,00	800 000	6,72	150 400
Orkla	1 370 290	6,25	19 261 051	8,79	2 658 025
PC Lan	72 235	1,00	987 210	1,37	6 417
Rieber & Søn A	398 246	10,00	3 900 000	9,79	210 600
Rieber & Søn B	409 309	10,00	6 000 000	14,66	288 000
Scana Industrier	26 583	1,25	1 087 081	5,11	20 111
Schibsted	69 250	1,00	4 245 000	6,13	632 505
Tandberg	26 520	1,00	1 522 000	5,74	159 810
Tandberg Television	109 054	2,00	595 000	1,09	66 045
Tomra Systems	166 695	2,00	2 800 000	3,36	380 800
C. Tybring-Gjedde	124 040	5,00	757 352	3,05	13 632
Unitor Ships Service	244 371	12,50	1 155 400	5,91	69 324
Veidekke	56 978	5,00	1 400 000	12,29	210 000

**Note 7a fortsatt**

Selskap	Aksjekapital pr . klasse (1 000 kr)	Pålydende pr. aksje (kr)	Antall aksjer 31.12.1999	% -vis andel		Markeds- verdi (1 000 kr)
				av total aksjekapital i selskapet		
Bergesen d.y. A	132 746	2,50	3 283 700	6,18		479 420
Bergesen d.y. B	56 653	2,50	700 000	3,09		95 900
Bonheur	57 450	5,00	300 560	2,62		60 112
DSND Søndenfjeldske	54 833	1,00	2 080 000	3,79		118 560
Fred Olsen Energy	1 206 000	20,00	1 470 400	2,44		86 018
Ganger Rolf	45 750	5,00	272 330	2,98		52 287
Leif Høegh & Co	60 000	2,00	1 500 000	5,00		142 500
Petroleum Geo-Services	508 048	5,00	2 518 205	2,48		360 103
ProSafe	257 979	10,00	1 200 000	4,65		99 000
Royal Caribbean Cruises	1 687	0,01	2 413 300	1,43		880 855
Stolt Comex Seaway	44 926	2,00	938 800	4,18		88 247
Stolt-Nielsen B	30 979	1,00	813 200	2,63		121 167
Smedvig A	82 049	3,00	360 000	1,32		36 000
Odfjell A	148 738	10,00	533 600	3,59		53 360
Odfjell B	69 748	10,00	513 500	7,36		48 783
Ugland Nordic Shipping	54 630	5,00	270 000	2,47		18 900
W. Wilhelmsen A	49 666	5,00	401 000	4,04		81 403
W. Wilhelmsen B	22 708	5,00	440 000	9,69		88 000
Sum markedsverdi						19 344 796
Urealiserte kursgevinster aksjer						6 101 439
Bokført kostpris						13 243 357

**NOTE 7 b - Folketrygdfondets beholdning av grunnfondsbevis pr. 31. desember 1999:**

SELSKAP	Grunnfonds- kapital (1000 kr)	Pålydende pr. andel (kr)	Antall	% -vis andel		Markeds- verdi (1000 kr)
				av total grunn- fondskapital i selskapet		
Sparebanken Midt-Norge	600 000	100,00	294 300	4,91		67 689
Sparebanken Nord-Norge	649 249	100,00	290 000	4,47		50 460
Sparebanken Rogaland	744 000	100,00	366 600	4,93		92 750
Sparebanken Nor	4 688 936	100,00	1 810 850	3,86		336 818
Sum markedsverdi						547 717
Urealiserte kursgevinster grunnfondsbevis						187 697
Bokført kostpris						360 020

<b>NOTE 8 - Andre fordringer</b>	<b>Mill.kr</b>	
	31.12.1999	31.12.1998
Andre fordringer består av:		
Pantelån under forvaltning av Rikstrygdeverket	3	3
Sum	3	3

<b>Note 9 - Driftsmidler</b>	<b>Mill.kr</b>	
	Maskiner og inventar	
Anskaffelseskost		
Anskaffelseskost pr. 31.12.1998		6,0
Tilgang 1999		1,0
Anskaffelseskost pr. 31.12.1999		7,0
Avskrivninger		
Akkumulerte avskrivninger pr. 31.12.1998		2,1
Ordinære avskrivninger 1999		1,4
Avskrivninger på avgang 1999		0,0
Bokført verdi pr. 31.12.1999		3,5

<b>NOTE 10 - Folketrygdfondets kapital.</b>	<b>Mill.kr</b>	
Folketrygdfondets kapital fremkommer som følger:		
Overført fra folketrygden m.v. i perioden 1967-1979		11 778
Akkumulert resultat 1967-1998		99 466
Folketrygdfondets kapital pr. 1. januar 1999		111 244
Verdikorrigert resultat 1999		9 314
Folketrygdfondets kapital pr. 31. desember 1999		120 558

<b>NOTE 11 - Gjeld.</b>	<b>Mill.kr</b>	
	31.12.1999	31.12.1998
Gjelden består av:		
Leverandørgjeld	0	0
Skyldige offentlige avgifter	1	1
Annen kortsiktig gjeld	2	1
Uoppgjorte verdipapirhandler	1	0
Sum	4	2

## 1. MARKEDSUTVIKLINGEN

### Rentemarkedet

Den internasjonale økonomiske utvikling førte til at det generelle rentebildet endret seg markert i løpet av 1999. Samtidig var det betydelige forskjeller i renteutviklingen gjennom året i de ulike land. I USA økte sentralbanken signalrenten i tre omganger i perioden juni-november med til sammen 0,75 prosentpoeng til 5,5 prosent. Den europeiske sentralbanken reduserte på sin side signalrenten i april med 0,5 prosentpoeng, men økte den igjen like mye - tilbake til 3,0 prosent - i november. I Norge reduserte sentralbanken signalrenten i alt 5 ganger, siste gang i september, med i alt 2,5 prosentpoeng til 5,5 prosent. Det vises her til figur 1.

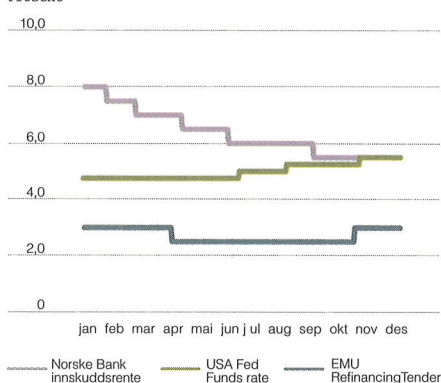
I USA var det fortsatt sterk vekst og frykt for inflasjon som forårsaket renteoppgangen. I EU-landene var økonomien

i første del av 1999 preget av svak vekst og lav inflasjon. Veksttaket tok seg imidlertid opp i annet halvår. Dette forhold bidro – sammen med en svak kursutvikling for euro og renteøkningen i USA – til at sentralbanken valgte å reversere vårens rentereduksjon. I Norge lå det korte rentenivået ved inngangen til fjoråret på et meget høyt nivå som følge av valutauroen det foregående år og den betydelige økning i signalrenten som Norges Bank gjennomførte i den forbindelse. En mer fleksibel fortolkning av den valutaforskrift som er fastsatt for Norges Bank, en betydelig økning i oljeprisen og styrkelse av utenriksøkonomien førte til at signalrenten kunne reduseres. Den markerte tendens til renteoppgang internasjonalt og frykt for at det høye aktivitetsnivået kunne bidra til å øke inflasjonstaket i norsk økonomi, svekket imidlertid etter hvert grunnlaget for ytterligere nedgang i Norges Banks signalrente.

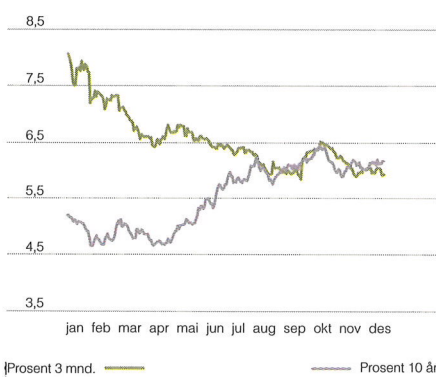
Mens endringene i signalrentene gikk motsatt vei i Norge og USA, fulgte utviklingen i den norske 10-årsrenten i store trekk utviklingen i 10-årsrenten i USA. Det førte til at både det korte og lange rentenivå i Norge ved årets slutt var omtrent på linje med rentenivået i USA. Ved siste årsskifte lå den norske 3-månedersrenten på 5,9 prosent, 0,2 prosentpoeng lavere enn i USA, mens den norske 10-årsrenten økte til 6,2 prosent, dvs. 0,3 prosentpoeng lavere enn 10-årsrenten i USA.

Til tross for at den økonomiske situasjonen var meget forskjellig i de to land, økte 10-årsrenten i Tyskland nesten like mye som i USA. Ved årets slutt lå 10-årsrenten i Tyskland på 5,4 prosent, hvilket innebar at rentedifferansen mellom Norge og Tyskland var på 0,8 prosentpoeng. Selv om renteforskjellen for korte papirer ble sterkt redusert i løpet av året, lå den norske 3-månedersrenten ved utgangen av 1999 ca. 2,5 prosentpoeng høyere enn

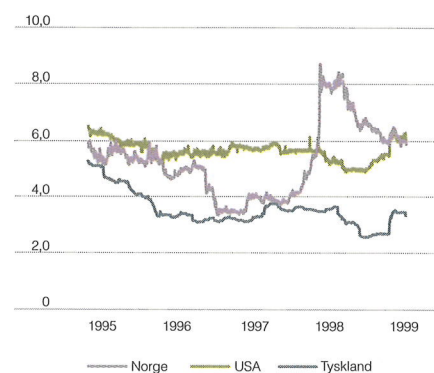
**Figur 1**  
Utviklingen i signalrentene i 1999



**Figur 2**  
Utviklingen i det norske rentemarkedet i 1999



**Figur 3a**  
3 måneders pengemarkedsrente 1995-99



i Tyskland. Det vises til figurene 2 og 3.

Som følge av at 3-månedersrenten i løpet av 1999 ble redusert med nærmere 2,5 prosentpoeng, mens 10-årsrenten økte med 0,8 prosentpoeng, endret den norske rentekurven seg betydelig i løpet av året, jf. figur 4. Mens 3-månedersrenten ved inngangen til 1999 lå nærmere 3 prosentpoeng høyere enn den effektive rente på 10-års statsobligasjoner, lå 3-månedersrenten ved årets slutt ca. 0,3 prosentpoeng lavere enn 10-årsrenten.

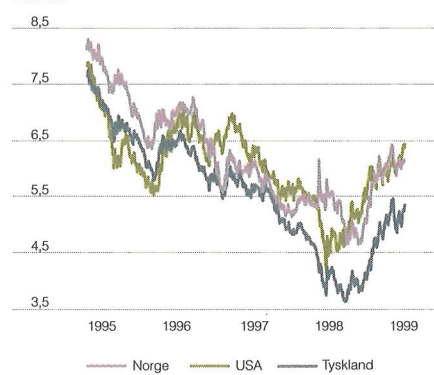
Omsetningen i obligasjonsmarkedet beløp seg i 1999 til 776,4 milliarder kroner (eksklusive repo-handel), hvilket tilsvarte et gjennomsnittlig dagsvolum på 3,1 milliarder kroner, som var 31,5 prosent lavere enn året før. Av omsetningen utgjorde 82,1 prosent statsobligasjoner. Repo-omsetningens relative andel ble også noe redusert i 1999 og utgjorde 67,8 prosent av totalomsetningen, mot 68,6 prosent i 1998. Det ble i 1999 emittert obligasjoner for 70,7 milliarder kroner, hvilket er omtrent det samme som året før. Av dette utgjorde stats- og statsgaranterte obligasjoner 33,2 milliarder kroner, mens kommune- og fylkesobligasjoner utgjorde 4,4 milliarder kroner. I privat sektor ble det emittert obligasjoner for 33,1 milliarder kroner, hvorav finansiell sektor alene sto for 30,7 milliarder kroner.

### Aksjemarkedet

Det norske aksjemarkedet var i 1999 preget av en meget sterk kursoppgang, jf. figur 5. Totalindeksen på Oslo Børs økte med 45,5 prosent, hvilket var tiårets nest høyeste kursstigning. Økningen må imidlertid ses i lys av at aksjemarkedet i 1998 opplevde en kursnedgang på 26,7 prosent.

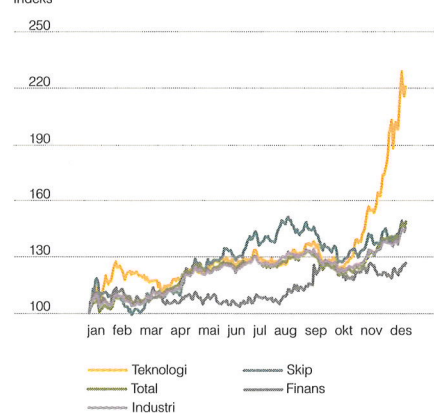
Den sterke økningen i totalindeksen i fjor reflekterte både generelle utviklings-trekk i internasjonal økonomi og faktorer

**Figur 3b**  
Renteutvikling for 10 års statsobligasjoner 1995-99

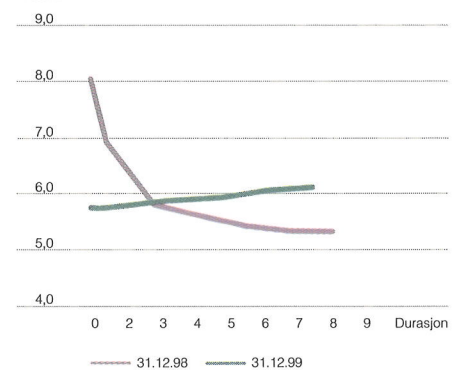


som i særlig grad preget det norske markedet. Både den sterke økningen i oljeprisen og den markante nedgangen i det korte rentenivået bidro i vesentlig grad til den positive kursutviklingen. Tendensen til vekst i internasjonal økonomi bidro videre til at de internasjonale aksjemarkeder som helhet opplevde en sterk kursutvikling, jf. figur 6. Økningen i det amerikanske og europeiske rentenivået og frykten for høyere inflasjon bidro i liten grad til å dempe kursveksten. Dette må ses i lys av at kursstigningen i siste halvdel av fjoråret i særlig grad var et resultat av en kraftig kursøkning for teknologiselskaper. Selv

**Figur 5**  
Utviklingen i det norske aksjemarkedet i 1999



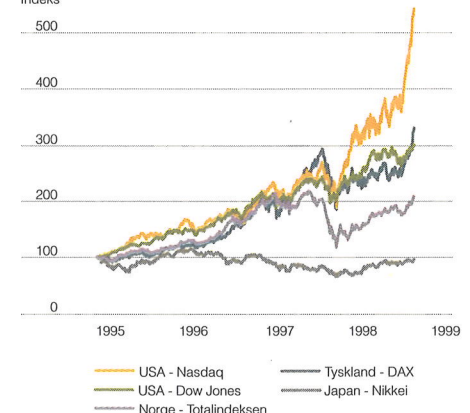
**Figur 4**  
Avkastningskurven for norske obligasjoner



om aksjemarkedene som helhet opplevde en sterk kursstigning, var veksten meget forskjellig for de ulike bransjer, både i Norge og internasjonalt.

På Oslo Børs økte således den rene IT-indeksen med 120,7 prosent, mens indeksen for små og mellomstore bedrifter (SMB-indeksen), hvor IT-selskaper utgjorde ca. to tredjedeler av børsverdien, økte med hele 157,7 prosent. Finansindeksen økte på den annen side med bare 26,9 prosent, hvilket må ses i sammenheng med at 1999 var preget av betydelig usikkerhet omkring den fremtidige strukturutvikling. Industriindeksen økte med 48,9 prosent, mens shippingin-

**Figur 6**  
Kursutviklingen i ulike aksjemarkeder 1995-99



**Tabell 1: FTFs portefølje av verdipapirer (inkl. bankinnskudd) pr. 31. desember 1999**

	Bokført verdi		Markedsverdi	
	Mill. kr	Prosent	Mill. kr	Prosent
Stats- og statsgaranterte verdipapirer	71 906	64,1 %	71 372	60,8 %
Private- og kommunale rentepapirer	25 705	23,0 %	25 246	21,5 %
Bankinnskudd	922	0,8 %	922	0,8 %
Renteplasseringer i alt	98 533	87,9 %	97 540	83,1 %
Aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner	13 618	12,1 %	19 904	16,9 %
Totale plasseringer *	112 151	100,0 %	117 444	100,0 %

\* Hertil kommer 3 millioner kroner i pantelån, jf. note 8 til regnskapet.

deksen, som også omfatter offshore-selskaper, steg med 48,0 prosent.

OBX-indeksen (indeksen for de mest omsatte aksjer) økte med 42,3 prosent.

Den sterke kursøkning for IT-selskaper i det norske aksjemarked reflekterte en tilsvarende kursutvikling i USA. Nasdaq-indeksen (som i hovedsak representerer teknologiselskaper) steg således med 85,6 prosent siste år, mens de mer bredt sammensatte Dow Jones- og S&P-indeksene økte med henholdsvis 25,2 og 19,5 prosent. I Tyskland og Storbritannia økte børsindeksen med henholdsvis 39,1 og 7,8 prosent. Også i Sverige og Finland var utviklingen i aksjemarkedene preget av en meget sterk kursoppgang med en økning i børsindeksene på henholdsvis 66,4 og 162,0 prosent. Den eksepjonelt sterke kursøkningen i Finland skyldes i vesentlig grad kursutviklingen for teknologiselskapet Nokia som alene svarer for over 60 prosent av verdien av de børsnoterte aksjer. I Japan økte Nikkei-indeksen med 36,8 prosent siste år.

Selv om antall børsnoterte selskaper på Oslo Børs i løpet av året ble redusert med 21 til 215 selskaper, økte den samlede verdi av de børsnoterte selskaper med 158 milliarder kroner til 624 milliarder kroner ved utgangen av 1999. Det ble emittert aksjer for i alt 14,4 milliarder kroner i løpet av siste år. Verdien av de

selskaper som ble tatt av børs i løpet av året, utgjorde 46,4 milliarder kroner.

Omsetningen av aksjer på Oslo Børs beløp seg i 1999 til 446 milliarder kroner, hvilket innebar en økning på 123 milliarder kroner i forhold til året før. Den gjennomsnittlige dagsomsetningen økte fra 1,3 milliarder kroner i 1998 til 1,8 milliarder kroner siste år.

Eiersammensetningen på Oslo Børs endret seg relativt lite i 1999. Utlendingene, som utgjør den største eiergruppen, reduserte sin eierandel med 0,2 prosentpoeng til 31,5 prosent ved siste årsskifte. Livsforsikringselskapene økte sin eierandel med 1,1 prosentpoeng til 6,8 prosent, mens eierandelen til private pensjonsfond gikk ned med 1,3 prosentpoeng til 2,2 prosent. Eierandelen til privatpersoner og aksjefond økte med til sammen 0,5 prosentpoeng til henholdsvis 7,8 og 8,4 prosent. Den offentlige eierandel (stat, kommune og statlige selskaper) ble redusert med 0,1 prosentpoeng til 16,8 prosent.

## 2. PORTEFØLJEUTVIKLINGEN

FTFs verdipapirportefølje (inkl. bankinnskudd) beløp seg pr. 31. desember 1999 til i alt 112 151 millioner kroner (regnet etter bokført verdi), hvilket innebærer en

økning på 7 261 millioner kroner siden forrige årsskifte. Økningen tilsvarer fondets realiserte resultat (7 115 millioner kroner) med tillegg av netto fordringsnedgang (146 millioner kroner). Netto fordringsnedgang utgjøres av nedgang i påløpte, ikke forfalte renter (144 millioner kroner) og økning i gjeld knyttet til inngåtte, ikke oppgjorte verdipapirhandler (2 millioner kroner). Økningen i den bokførte verdi av porteføljen fordelte seg med 5 840 millioner kroner på stats- og statsgaranterte verdipapirer og 1 421 millioner kroner på plasseringer i private og kommunale verdipapirer.

Markedsverdien av verdipapirporteføljen utgjorde ved siste årsskifte 117 444 millioner kroner, dvs. 5 293 millioner kroner, eller 4,7 prosent, mer enn bokført verdi. Merverdien utover bokført verdi tilsvarer de urealiserte kursgevinster, som fordelte seg med 6 286 millioner kroner på porteføljen av aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner og -993 millioner kroner på porteføljen av kontolån, obligasjoner og sertifikater. De samlede plasseringer i renteinstrumenter utgjorde 87,9 prosent av verdipapirporteføljen regnet etter bokført verdi og 83,1 prosent av porteføljen regnet etter markedsverdi. Porteføljens sammensetning etter hovedgrupper av aktiva er vist i tabell 1.

**Tabell 2: FTFs portefølje av kontolån, obligasjoner og sertifikater pr. 31. desember 1999**

	Bokført verdi		Markedsverdi	
	Mill. kr	Prosent	Mill. kr	Prosent
Stats- og statsgaranterte verdipapirer				
Kontolån til statskassen	61 887	63,4 %	61 059	63,2 %
FTFs markedsportefølje: Statsobligasjoner/-sertifikater	4 819	5,0 %	4 789	5,0 %
Andre stats- og statsgaranterte obligasjoner	5 200	5,3 %	5 524	5,6 %
Sum statlige kontolån, obligasjoner og sertifikater	71 906	73,7 %	71 372	73,8 %
Private og kommunale obligasjoner/ sertifikater:				
Kommune- og kommunegaranterte obligasjoner	1 093	1,1 %	1 068	1,1 %
Industriobligasjoner/-sertifikater	5 829	6,0 %	5 633	5,9 %
Finansobligasjoner/-sertifikater	18 783	19,2 %	18 545	19,2 %
Sum private og kommunale obligasjoner/sertifikater	25 705	26,3 %	25 246	26,2 %
Sum kontolån, obligasjoner og sertifikater	97 611	100,0 %	96 618	100,0 %

### Renteinstrumenter

FTFs plasseringer i renteinstrumenter beløp seg pr. 31. desember 1999 til i alt 98 533 millioner kroner (bokført verdi), som innebærer en økning på 5 788 millioner kroner siden forrige årsskifte. Økningen i statlige plasseringer utgjorde, som nevnt ovenfor, 5 840 millioner kroner, hvilket innebærer at plasseringene i private og kommunale renteinstrumenter i løpet av fjoråret ble redusert med 52 millioner kroner. Dette har sammenheng med at FTF, ut fra avkastningsmessige hensyn, fant det riktig å benytte rammen for 1999 på 1 500 millioner kroner som Finansdepartementet hadde fastsatt for maksimal økning av beholdningen av private og kommunale verdipapirer, til å øke beholdningen av egenkapitalplasseringer. Beholdningen av private renteplasseringer ble derved redusert fra 25,4 prosent av de samlede plasseringer ved forrige årsskifte til 23,8 prosent ved siste årsskifte, mens andelen av statlige plasseringer økte fra 63,0 prosent til 64,1 prosent i løpet av 1999.

Markedsverdien av beholdningen av renteinstrumenter beløp seg ved siste årsskifte til 97 540 millioner kroner, som

var 1,0 prosent lavere enn bokført verdi. Den negative urealiserte kursgevinst har sammenheng med at økningen i lange renter i 1999 førte til en reduksjon i kursnivået på obligasjoner med lange løpetider.

FTFs beholdning av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg ved siste årsskifte til 97 611 millioner kroner (bokført verdi), hvorav statlige papirer utgjorde 73,7 prosent (mot 71,4 prosent ved forrige årsskifte). Sammensetningen av fondets portefølje av kontolån, obligasjoner og sertifikater er vist i tabell 2.

Beholdningen av kontolån til statskassen ble siste år økt med 6 800 millioner kroner til 61 887 millioner kroner, mens markedsporteføljen i statspapirer ble økt med 878 millioner kroner til 4 819 millioner kroner. Øvrige statlige plasseringer ble redusert med 1 838 millioner kroner til 5 200 millioner kroner.

Beholdningen av ikke-statlige obligasjoner utgjorde ved siste årsskifte 25 705 millioner kroner (bokført verdi), som innebærer en reduksjon på 740 millioner kroner siden forrige årsskifte. Mens beholdningen av private og kommunale obligasjoner ble redusert med 5 020

millioner kroner, ble beholdningen av private sertifikater økt med 4 280 millioner kroner. Obligasjoner og sertifikater utstedt av finansinstitusjoner svarer for 73,1 prosent av beholdningen av ikke-statlige obligasjoner og sertifikater. Dette må ses i lys av at finansobligasjoner /-sertifikater utgjør den største del av det private markedet for obligasjoner og sertifikater. Kommune- og kommunegaranterte obligasjoner har i de senere år utgjort en relativt liten andel av FTFs ikke-statlige renteplasseringer. Dette har sammenheng med at FTF, hensett til den høye andel av statlige plasseringer, ut fra avkastnings-/risikohensyn har valgt å prioritere verdipapirer med noe større rentemargin i forhold til statspapirer.

Durasjonen (renterisikoen) på fondets renteportefølje var ved siste årsskifte på 3,0 år mot 2,9 år ved utgangen av 1998. I løpet av året var durasjonen ca. 2,7 år på det laveste og ca. 3,1 år på det høyeste. Utviklingen i durasjonen har i store trekk fulgt renteutviklingen og ble økt gjennom andre halvår.

Den samlede avkastningen på renteporteføljen beløp seg i 1999 til 4 237

millioner kroner, som innbefatter renteinntekter på 6 607 millioner kroner, realiserte kursgevinster på -252 millioner kroner og endring av urealiserte kursgevinster på -2 118 millioner kroner. Dette tilsvarer en verdikorrigert avkastningsrate på 4,4 prosent, det samme som året før.

Folketrygdfondets likviditet varierer gjennom året i henhold til porteføljens rente- og forfallsstruktur og gjennomføringen av den vedtatte investeringsstrategi. Overskuddslikviditet blir plassert i interbankmarkedet. Ved siste årsskifte beløp bankinnskudd seg til 922 millioner kroner.

### Aksjer mv.

FTFs portefølje av egenkapitalplasseringer beløp seg ved siste årsskifte til 13 618 millioner kroner (bokført verdi) fordelt med 13 243 millioner kroner på aksjer, 360 millioner kroner på grunnfondsbevis og 15 millioner kroner på konvertible obligasjoner. Beholdningen av aksjer mv. ble i løpet av 1999 økt med 1 473 millioner kroner. Markedsverdien av egenkapitalporteføljen beløp seg pr. 31. desember 1999 til 19 904 millioner kroner, som var 46,2 prosent høyere enn bokført verdi.

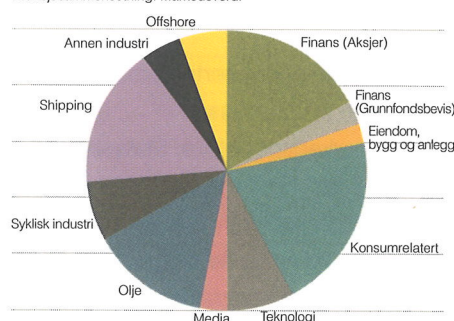
FTF har fra og med 1999 hatt adgang til å investere også i utenlandske selskaper som er notert på Oslo Børs. Nærmere to tredjedeler av økningen i aksjeplasseringene siste år henfører seg til tre utenlandske selskaper innenfor offshore og shipping (cruise) og som inngår i totalindeksen for Oslo Børs. Porteføljøkningen rettet seg for øvrig i første rekke mot teknologiselskaper og syklisk industri. FTF investerte i løpet av året i ni nye selskaper for i alt 1 258 millioner kroner, mens fondet solgte seg ut av syv selskaper, for til sammen 1 130 millioner kroner (etter bokført verdi). FTF var ved årsslutt

investert i 52 selskaper, hvorav fire utenlandsregistrerte. De 10 største aksjeplasseringer svarte for 64,0 prosent av FTFs samlede investeringer i aksjer og grunnfondsbevis, hvilket er det samme som ved forrige årsskifte. De samme selskapenes andel av totalindeksen var på 43,2 prosent.

FTF legger vekt på å være en langsiktig aksjonær med en moderat risiko-profil. Dette forhold har betydning for fondets vektning både når det gjelder bransjer og selskaper. FTF har valgt å være overvektet i forhold til børsindeksen innenfor bransjene industri mv. og finans, mens fondet er undervektet innenfor offshore og shipping. Når fondet er forholdsvis mye overvektet innenfor finanssektoren, har det også sammenheng med at FTFs egenkapitalportefølje omfatter grunnfondsbevis som ikke inngår i børsindeksen. Ved fondets selskapsutvelgelse legges vekt både på inntjeningsmuligheter på lang og mellomlang sikt og selskapenes "track record". I tillegg legges vekt på selskapenes soliditet og risikoeksponering og på aksjenes likviditet. Dessuten tas også hensyn til mulighetene for jevnlig tilgang på analyser om selskapene fra meglerfirmaer, slik at fondets investeringsbeslutninger skal kunne bli fattet på et så godt informasjonsmessig grunnlag som mulig.

I figur 7 er den bransjemessige sammensetning av FTFs portefølje av aksjer og grunnfondsbevis illustrert. Gruppen konsumrelaterte selskaper utgjør i denne bransjeinndelingen den største gruppen, hvilket har sammenheng med at en her også har inkludert fondets investeringer i cruisevirksomhet siden denne type virksomhet retter seg mot konsumentmarkedet. Gruppen olje omfatter ett selskap (Norsk Hydro) som også er engasjert i annen virksomhet enn

**Figur 7**  
FTFs aksjer og grunnfondsbevis pr. 31.12. 1999  
Bransjesammensetning, Markedsverdi



oljevirkosomhet. Gruppen media består likeledes bare av ett selskap (Schibsted) som dessuten også er engasjert innenfor internettsektoren. Gruppen annen industri omfatter ni selskaper som driver meget forskjelligartet virksomhet.

FTF oppnådde i 1999 en verdikorrigert avkastning på egenkapitalplasseringene på 5 101 millioner kroner, som innbefattet utbytte på 329 millioner kroner, realiserte kursgevinster på 454 millioner kroner, økning i urealiserte kursgevinster på 4 317 millioner kroner og inntekter gjennom utlån av aksjer på 1 million kroner. Dette tilsvarer en avkastningsrate på 35,4 prosent, som er den nest høyeste avkastningsraten siden fondet fikk adgang til å investere i aksjer mv. i 1991. FTFs avkastningsrate var 10,1 prosentpoeng lavere enn den prosentvise økning i totalindeksen for Oslo Børs og 6,9 prosentpoeng lavere enn økningen i OBX-indeksen. Mindreavkastningen har blant annet sammenheng med at enkelte av de industri-selskaper hvor FTF ut fra langsiktige overveielser har foretatt større investeringer, i fjor hadde en klart lavere kursut-

**Tabell 3: Gjennomsnittlige avkastningsrater for perioden 1993-99**

<b>Renteporteføljen</b>			
Beregningsperiode	FTF	Referanse- portefølje	Differanse
1999	4,4	4,2	0,2
1997-99 (3 år)	4,9	4,9	0,0
1995-99 (5 år)	6,9	7,0	-0,1

<b>Aksjeporteføljen</b>			
Beregningsperiode	FTF	Oslo Børs' totalindeks	Differanse
1999	35,4	45,5	-10,1
1997-99 (3 år)	9,3	12,0	-2,7
1995-99 (5 år)	14,0	15,6	-1,6
1993-99 (7 år)	19,1	20,3	-1,2

vikling enn børsindeksen. Videre var utviklingen for finansindeksen, innenfor hvilken fondet er overvektet, svakere enn for totalindeksen i 1999, mens utviklingen var den motsatte året før. Med den risiko-profil som FTF legger til grunn for sine langsiktige investeringer i aksjemarkedet, vil for øvrig fondet tendere til å gjøre det noe dårligere enn totalindeksen i år preget av særlig sterk kursvekst og noe bedre enn indeksen i år med kursnedgang. Selv om Oslo Børs er preget av en noe særpreget bransje- og selskapsstruktur og likviditeten i mange av aksjene er relativt liten, har FTF som siktemål å oppnå en langsiktig avkastning på sine aksjeplasseringer som er på linje med totalindeksen.

### 3. AVKASTNING OG RISIKO

For FTFs aksjeportefølje representerer totalindeksen for Oslo Børs en naturlig referanseramme. Med de rammebetingelser som gjelder for FTFs investeringer i renteinstrumenter, finnes det ingen markedsindeks som utgjør en like nær-

liggende referanseramme. Siden renteinstrumenter utgjør en dominerende del av fondets samlede investeringer, er det heller ikke enkelt å definere en referanseportefølje for totalporteføljen som kan tjene som objektivt sammenligningsgrunnlag med hensyn til avkastning og risiko.

For vurdering og styring av risiko og analyse av avkastningsresultater er det imidlertid av vesentlig betydning å ha et referansegrunnlag enten i form av markedsindekser eller andre former for referanseporteføljer som fremstår som relevante og gyldige over tid. Som ledd i videreutviklingen av risikostyringen i FTF, har det derfor vært arbeidet med å definere formålstjenlige referanseporteføljer både for fondets renteportefølje og totalportefølje. Som følge av de investeringsmessige beskrankninger som FTF er underlagt (som i stor grad bestemmer fondets aktivaallokering og begrenser likviditeten i de statlige renteplasseringer), og at de markedsindekser som eksisterer bare er definert for enkeltgrupper av verdipapirer, er det både metodemessige

og praktiske problemer forbundet med å etablere gode referanseporteføljer for FTFs renteportefølje og totalportefølje.

For renteporteføljen har fondet forsøksvis etablert en referanseportefølje som er basert på en kombinasjon av ulike markedsindekser som til sammen antas å kunne reflektere FTFs rammevilkår som investor på en formålstjenlig måte. Referanseporteføljen er sammensatt av fem ulike indekser som representerer både statlige og ikke-statlige verdipapirer på en slik måte at porteføljens durasjon er på ca. 3 år. Etter at fondet har fått høstet erfaringer med bruk av en slik referanseportefølje for renteporteføljen, vil en på tilsvarende måte søke å definere en referanseportefølje også for fondets totalportefølje.

I det etterfølgende vil avkastningsutviklingen for FTFs investeringer i renteinstrumenter og aksjer bli sammenholdt med henholdsvis den internt definerte referanseporteføljen for renteporteføljen og Oslo Børs' totalindeks for aksjer, jf. tabell 3. Det bemerkes i denne forbindelse at FTFs "aksjeportefølje" her også innbefatter grunnfondsbevis som ikke inngår i totalindeksen, samt at fondet ikke før i fjor har hatt anledning til fritt å investere i utenlandske selskaper notert på Oslo Børs. (Grunnfondsbevis utgjorde ved siste årsskifte 2,8 prosent av egenkapitalporteføljen.) Som følge av statistikkbegrensninger går beregningene for renteporteføljen bare tilbake til 1995, mens avkastningsberegningene for aksjeporteføljen går tilbake til 1993.

Som nevnt foran, var avkastningen for fondets aksjeplasseringer i fjor 10,1 prosentpoeng lavere enn økningen i totalindeksen. Selv om avkastningen på fondets aksjeportefølje for perioden 1993-1998 var noe høyere enn økningen i

totalindeksen, har mindreavkastningen siste år ført til at den gjennomsnittlige årlige avkastning for fondets portefølje var 1,2 prosentpoeng lavere for perioden 1993-1999 enn den tilsvarende utvikling for børsindeksen. For fondets renteportefølje var avkastningen for 1999 høyere enn for referanseporteføljen, mens den var på linje med referanseporteføljen i perioden 1997-99, og svakt lavere enn referanseporteføljen for perioden 1995-1999. Hensyn tatt til at både rentenivået og rentekurvens form har endret seg betydelig over de siste 5 år, synes referanseporteføljen for renteporteføljen å kunne være et hensiktsmessig sammenligningsgrunnlag, selv om den ikke vil ha samme objektive gyldighet som en markedsindeks.

Det kan benyttes ulike metoder for beregning av risikoen knyttet til investeringsporteføljer. Selv om mange intuitivt vil forbinde begrepet risiko med faren, eller sannsynligheten, for at noe vil gå galt, vil et slikt utfall i investeringsmessig sammenheng ha sitt motstykke i muligheten for at resultatet også kan bli bedre enn man forventer. Hvis en investering anses å være forbundet med høy risiko, betyr det således at sannsynligheten er stor for at man like gjerne kan få en stor gevinst som et stort tap.

Et mye brukt risikomål er standardavviket til avkastningen på en portefølje. Standardavviket indikerer i hvilken grad avkastningen varierer over tid. Siden markedsforholdene kan veksle mellom stabil utvikling og stor turbulens, vil det beregnede standardavviket kunne variere alt etter hvilke tidsperioder beregningene gjelder for. Standardavviket for den månedlige avkastning i aksjemarkedet vil således være meget forskjellig for toårsperiodene 1996-97 og 1998-99, siden den

**Tabell 4: Risikoberegninger for perioden 1995-99**

Risikomål	Beregningsperiode	FTFs aksjeportefølje	Oslo Børs' totalindeks
Standardavvik	1999	13,1 %	16,0 %
	1997-99	22,1 %	22,6 %
	1995-99	18,5 %	19,0 %
$\beta$	1999	0,80	1,00
	1997-99	0,95	1,00
	1995-99	0,95	1,00
Relativ volatilitet	1999	4,1 %	
	1997-99	5,3 %	
	1995-99	4,4 %	

første toårsperioden var preget av relativt små kurssvingninger sammenlignet med de store kursendringer i de siste to år. Jo lengre beregningsperioder som benyttes, jo bedre vil standardavviket - eller andre tilsvarende risikomål - gi uttrykk for den risiko man på lengre sikt påtar seg ved å investere f.eks. i aksjer.

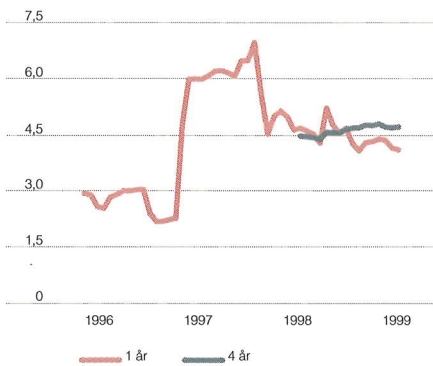
For perioden 1995-99 var standardavviket for FTFs totalportefølje 4,0 prosentpoeng, mens den gjennomsnittlige årlige avkastning for denne perioden var på 7,9 prosentpoeng. Et standardavvik på 4,0 prosent sammenholdt med en gjennomsnittlig avkastningsrate på 7,9 prosent gir, under visse forutsetninger, uttrykk for at den årlige avkastning i to av tre år vil kunne forventes å ligge mellom 3,9 og 11,9 prosent. I siste femårsperiode har fondets verdikorrigerede avkastning på totalporteføljen variert mellom 0,1 og 12,5 prosent.

For fondets renteportefølje var standardavviket for perioden 1995-99 på 2,5 prosentpoeng, mens den gjennomsnittlige årlige avkastning var på 6,9 prosent. Standardavviket til renteavkastningen var således lavere enn for totalporteføljen, hvilket reflekterer at renteporteføljen har en lavere risiko enn

totalporteføljen. Dette har sammenheng med at standardavviket til totalporteføljen også reflekterer risikoen i aksjeporteføljen, som naturlig nok er vesentlig høyere enn for renteporteføljen. Standardavviket for referanseporteføljen til renteporteføljen var for den samme femårsperioden på 2,8 prosentpoeng, dvs. at den referanseportefølje som FTF har etablert som sammenligningsgrunnlag, var forbundet med en noe høyere risiko enn fondets renteportefølje i denne perioden.

For fondets portefølje av aksjer (og grunnfondsbevis) representerer totalindeksen ved Oslo Børs en nærliggende referanseramme (selv om børsindeksen ikke omfatter grunnfondsbevis). Indeksen gir videre muligheter for å foreta flere typer av statistiske beregninger som på ulike måter kan illustrere risikoen ved å investere i aksjer på Oslo Børs og til å analysere for eksempel forskjellen i risiko mellom børsporteføljen og fondets portefølje. I tabell 4 er tre forskjellige risikomål illustrert: standardavviket, den såkalte  $\beta$ -verdi og relativ volatilitet. Størrelsen  $\beta$  gir her uttrykk for graden av samvariasjon mellom FTFs aksjeportefølje og totalmarkedet. For totalindeksen vil  $\beta$ -verdien være lik 1. Siden det er

**Figur 8**  
Relativ volatilitet FTFs aksjeportefølje  
Prosent



vanlig at aksjekursene er gjenstand for sykliske variasjoner over tid, betyr en  $\beta$ -verdi lavere enn 1 at fondets portefølje er gjenstand for mindre sykliske variasjoner enn børsindeksen, mens det motsatte vil være tilfellet hvis  $\beta$ -verdien er større enn 1. Begrepet relativ volatilitet gir uttrykk for hvor mye avkastningen på FTFs egen portefølje varierer (positivt eller negativt)

i forhold til utviklingen i totalindeksen. Jo større relativ volatilitet, jo større vil de gjennomsnittlige årlige avvik fra totalindeksen være.

Beregningsresultatene viser at FTFs aksjeportefølje i de siste 5 år har hatt et lavere standardavvik enn børsindeksen. Standardavviket for aksjeplasseringer er imidlertid meget høyere enn for renteplasseringer. I perioden 1995-1999 har da også den årlige avkastningsrate for FTFs aksjeportefølje variert fra -23,4 til 35,4 prosent.

Det fremgår også av de beregnede  $\beta$ -verdier at risikoen knyttet til fondets aksjeportefølje har vært lavere enn for børsindeksen.  $\beta$ -verdien og de to andre risikomål var dessuten lavere for 1999 enn for perioden 1995-99 under ett. Lavere standardavvik bidrar til å forklare størrelsen på mindreavkastningen siste år. Reduksjonen i risikonivået i 1999 har bl.a. sammenheng med at FTF fikk

anledning til å investere i utenlandske selskaper notert på Oslo Børs og har benyttet seg av denne adgang. Den relative volatilitet har for de siste 5 år under ett vært på 4,4 prosentpoeng, men som det fremgår av figur 8, har denne størrelse variert meget i løpet av perioden, fra knapt 2,5 prosentpoeng til ca. 7 prosentpoeng, hvilket reflekterer at aksjemarkedet i perioder har vært meget turbulent. (Den røde kurven i figur 8 beskriver utviklingen i relativ volatilitet basert på løpende 12-månedersperioder, mens den blå kurven beskriver utviklingen basert på løpende 4-årsperioder.) I gjennomsnitt for perioden 1995-99 har den relative volatilitet for FTFs aksjeportefølje vært på nivå med gjennomsnittet for de 15 største aksjefondene i Norge. De ulike risikomål som er omtalt ovenfor, illustrerer således at sammensetningen av fondets aksjeportefølje reflekterer en moderat risiko-profil.

Av forskningsdirektør *Ådne Cappelen*,  
rådgiver *Per Richard Johansen*,  
forskningsjef *Knut Moum*  
og konsulent *Ingvild Strømsheim Wold*,  
Statistisk sentralbyrå

## 1. Problemstilling og sammenfatning

På 1990-tallet har både USA og Norge vært preget av et langvarig økonomisk oppsving, samtidig som prisveksten har vært lav i et historisk perspektiv. For USAs del har dette gitt grunnlag for spekulasjoner om vi står overfor en "ny økonomi", som på en annen måte enn før evner å kombinere høy vekst med lav inflasjon. Kombinasjonen av høy vekst og forholdsvis lav inflasjon i Norge har derimot ikke vært like påaktet.

Med utgangspunkt i et sett av observasjoner sannsynliggjør vi at oppgangen i USA på 1990-tallet skiller seg fra tidligere oppganger hva gjelder kombinasjonen av vekst og inflasjon. Vi argumenterer imidlertid for at dette langt på vei kan forklares med kjente mekanismer. Blant annet ser det ut til at den lave prisveksten i USA et stykke på vei skyldes svært svake prisimpulser fra utlandet (råvarepriser pluss valutakurs). De siste årene har imidlertid også sterk produktivitsvekst bidratt til å holde inflasjonen nede, noe som både skyldes en sterk oppgang i kapitalbeholdningen, men også ser ut til å reflektere en mer effektiv utnyttelse av produksjonsfaktorene arbeidskraft og realkapital. Den sterke oppgangen i kapitalbeholdningen må sees i sammenheng med en markert prisnedgang for bedriftenes investeringer i maskiner og utstyr. Selv om både prisned-

gangen for investeringer og oppsvinget i produktivitet kan knyttes til innføringen av "ny teknologi", betyr ikke det nødvendigvis at økonomiens virkemåte er varig endret. Snarere kan dette være et fenomen som er knyttet til selve introduksjonsfasen for slik teknologi. I så fall kan utviklingen de siste årene i ettertid komme til å fremstå mer som et konjunkturfenomen, enn som en varig endring i vekstmønsteret.

For Norges del ser det i enda større grad ut til at den økonomiske utviklingen gjennom det siste tiåret følger kjente økonomiske sammenhenger. Den relativt sterke veksten gjennom store deler av 1990-tallet kan i hovedsak betraktes som et resultat av en god mobilisering av tilgjengelig arbeidskraft, etter at sterke kreditt- og pengepolitiske sjokk gjennom det foregående tiåret førte norsk økonomi ut i den lengste og dypeste lavkonjunktoren etter andre verdenskrig. Når prisveksten også for Norges del har vært moderat i forhold til 1970- og 1980-tallet, er det nærliggende å se det som et resultat av at også våre handelspartnere har hatt lav prisvekst. I det minste fra midten av 1960-tallet og utover, har prisveksten i Norge gjennomgående fulgt utviklingen i utlandet, riktig nok med noen temporære sjokk knyttet til valutakursendringer og lokale konjunktuelle rystelser.

Etter flere år med høy vekst, fallende

arbeidsledighet og relativt moderat prisvekst bak seg, står både amerikansk og norsk økonomi overfor betydelige utfordringer ved inngangen til et nytt århundre. I USA er det klare tegn til økende finansielle ubalanser, knyttet til utviklingen i aksjemarkedet og husholdningenes sparing. Disse ubalansene innebærer at renten er et mindre forutsigbart virkemiddel enn vanlig til å kjøle ned en økonomi med tiltakende pressproblemer. Her står Norge på noe tryggere grunn. Norsk økonomi har imidlertid - i motsetning til USA - så langt ikke greid å høste noen produktivitsgevinst av de store investeringene gjennom oppgangsårene. Begge land står dermed overfor utfordringer, som hvis de ikke takles, kan komme til å vise at det særegne ved utviklingen på 1990-tallet i større grad var vinflaskenes utseende enn deres innhold.

## 2. USA - langvarig vekst med lav inflasjon

I februar i år gikk den pågående konjunkturoppgangen i USA inn i sin 107. måned og ble med det, den lengste i amerikansk historie siden National Bureau of Economic Research (NBER) startet med registrering av konjunkturbølger på midten av 1800-tallet.<sup>1</sup> Etter 2. verdenskrig har oppgangsperiodene gjennomsnittlig vart i 50 måneder, men ser vi hele NBERs

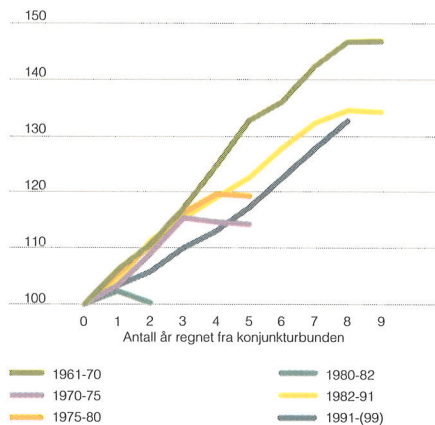
<sup>1</sup> I amerikansk tradisjon defineres en konjunkturedgang som tilbakevendende perioder med fall i samlet produksjon, etterspørsel og sysselsetting. Det betyr at konjunktursyklusen kun kan bestå av to faser, konjunkturedganger og -oppganger. I europeisk (og norsk) tradisjon er en mer opptatt av å måle konjunkturbevegelsene i forhold til utviklingen i en underliggende, trendmessig vekst. Konjunkturedganger/-oppganger er da perioder der veksten er lavere/høyere enn trendveksten, noe betyr at en kan ha en konjunkturedgang selv om produksjonen fortsetter å vokse, bare den vokser svakere enn trendveksten. Dessuten kan en innføre begrepene lav-/høykonjunktur som perioder der den faktiske produksjonen ligger under/over den underliggende trenden. Siden denne delen av artikkelen tar utgangspunkt i den amerikanske diskusjonen om "New economy", og siden hovedvekten ligger mer på spørsmålet om strukturelle endringer i økonomien og ikke på spørsmål knyttet endringer i den kortsiktige konjunkturdynamikken, har vi valgt å bruke den amerikanske måten å definere konjunkturoppganger og -nedganger. I den etterfølgende delen om norsk økonomi tar vi derimot utgangspunkt i konjunkturbevegelser som svingninger rundt en trend.

registreringsperiode under ett, er gjennomsnittet nede i knappe 15 måneder. Tross dette framstår ikke varigheten av den siste oppgangen som spesiell sett i et 40-års-perspektiv. 1960-tallet var preget av en langvarig oppgangsperiode fra 1962 til 1969 (106 måneder), og 1980-tallet av en nesten like lang oppgangsperiode fra 1983 til 1990 (92 måneder). BNP-veksten siden 1992 har heller ikke vært spesielt sterk; 3,6 prosent i snitt per år, mot 4,9 prosent fra 1962 til 1969 og 3,8 prosent fra 1983 til 1990.<sup>2</sup>

Det som derimot gjør den pågående oppgangen spesiell, er at prisveksten har holdt seg lav, ja endog vært fallende over en så lang periode, samtidig som produksjonsveksten har vært tiltakende. I de to foregående, langvarige oppgangsperiodene var produksjonsveksten særlig høy i de første årene, og ble så gradvis dempet, etter hvert som økonomien stanget mot kapasitetsgrenser og pengepolitikken ble strammet til. I disse periodene steg konsumprisene i gjennomsnitt med hhv. 2,6 og 3,9 prosent per år, og prisveksten tiltok gjennom periodene. I den pågående oppgangen har prisene gjennomsnittlig bare steget med 2,6 prosent årlig, og prisveksten har falt fra 3 prosent i 1992 til 1,5 prosent i 1998, for så å ta seg opp til 2,2 prosent i 1999. Tendensen til avtakende prisvekst gjennom perioden har kommet til tross for at lønnsveksten har vist en stigende tendens gjennom den siste delen av oppgangen, slik den gjorde det på 1960-tallet. Veksten i reallønningene har dermed tiltatt.

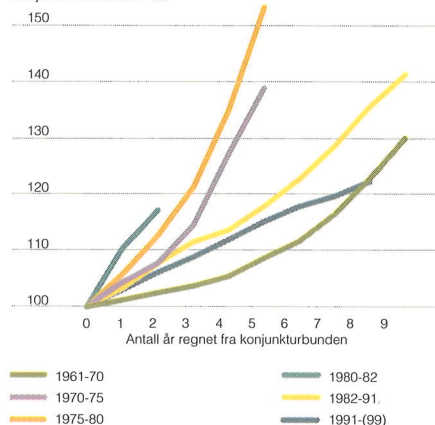
**Figur 1**  
BNP

Konjunkturbunnåret = 100



**Figur 2**  
Konsumprisindeksen

Konjunkturbunnåret = 100



**Tabell 1. Konjunkturoppganger i USA siste 40 år**

NBERs konjunkturdateringer basert på månedsdata		Konjunkturdateringer brukt i denne analysen basert på årlige data <sup>3</sup>	
Konjunkturbunn	Konjunkturtopp	Bunn	Topp
Februar 1961	Desember 1969	1961	1969
November 1970	November 1973	1970	1973
Mars 1975	Januar 1980	1975	1979
Juli 1980	Juli 1981	1980	1981
November 1982	Juli 1990	1982	1990
Mars 1991		1991	(1999)

**2a. En sammenligning av oppgangen på 1990-tallet med tidligere oppganger**

Vi kan altså allerede innledningsvis slå fast at den amerikanske konjunkturoppgangen på 1990-tallet ennå ikke har utmerket seg spesielt hva gjelder varighet eller styrke på oppgangen, men at det spesielle er kombinasjonen av vedvarende vekst og lav inflasjon. Spørsmålet er om det er noe ved vekstmønsteret som har endret seg og gjort denne kombinasjonen mulig. For å

belyse dette skal vi sammenligne vekstmønsteret i den siste oppgangen på 1990-tallet med oppgangene på 1960-, 1970- og 1980-tallet. Dataene er årsdata, i hovedsak fra OECD Economic Outlook, og utgangspunktet for dateringen av oppgangsperioder er NBERs konjunkturdateringer. Disse er vist i tabell 1.

Utviklingen i BNP og konsumpriser i de i alt seks konjunkturoppgangene er vist i figur 1 og 2. I figurene er bunnåret satt som år 0, og de øvrige årene er datert ut

<sup>2</sup> Alle tall er fra OECD.

<sup>3</sup> På grunnlag NBERs dateringer er det i tabellen definert tilhørende bunn- og toppår for bruk på årlige data. Når det gjelder konjunkturutviklingen på slutten av 1970-tallet har vi valgt å bruke 1979 som toppår, selv om konjunkturtoppen først ble nådd i januar 1980. Grunnen er at BNP på årsbasis falt i 1980, jf. at 1980 også er bunnåret i neste konjunkturbølge. 1999 er siste år i analysen, parentesen er ment å minne om at det ennå er for tidlig å avgjøre om 1999 også vil utgjøre toppåret i oppgangen på 1990-tallet. Oppgangene på 1960- og 1980-tallet varte begge i åtte år, det samme har oppgangen på 1990-tallet gjort så langt.

fra det. Hver serie går frem tom, det etterfølgende bunnåret.

Figurene viser tydelig poengene som ble fremført innledningsvis: Oppgangen har ikke vært spesielt langvarig (ennå) og BNP-veksten har ikke vært spesielt sterk (vert imot), men motsatt av tidligere oppganger har veksten tiltatt mot slutten av perioden, noe som selvsagt kan bety at det ennå ikke er slutten vi ser. Videre var prisveksten de første årene ikke spesielt lav, men 1990-tallet skiller seg ut med en vesentlig lavere prisvekst i siste del av perioden, enn i tilsvarende faser i tidligere oppganger.

For å kunne oppsummere forløpet under siste oppgang jevnført med forløpet under tidligere oppganger, har vi for hver oppgang beregnet endringen fra bunnåret til toppåret for i underkant av femti makroøkonomiske variable. Dessuten har vi sett på utviklingen gjennom første og andre halvdel av oppgangene hver for seg. For sammenligningen skyld har vi slått sammen de to oppgangsperiodene NBER har identifisert på 1970-tallet til én periode, det gir en "oppgang" som i varighet ( $5+4=9$  år) svarer til de øvrige oppgangene ( $8$  år  $=4+4$ ). Dessuten har vi sett bort fra den avbrutte oppgangen på begynnelsen av 1980-tallet.

Variablene dekker ulike sider ved produksjonstilpasningen (produksjon, sysselsetting, realkapital samt ulike produktivitetsmål, i alt 12 serier), pris- og lønnsdannelsen (i alt 12 serier), etterspørselsutviklingen (hovedkomponentene i BNP, i alt 10 serier), renter og konkurranseevne (nominelle og reelle korte og lange renter, yield-kurve, relative priser og kostnader overfor utlandet, samt driftsbalansen som andel av BNP, i alt 10 serier) og arbeidsmarkedet (befolkning i alt og i arbeidsdyktig alder, yrkesdeltakelse, arbeidsstyrke

**Tabell 2. Korrelasjon mellom årlig endring i utvalgte makroøkonomiske variable i tre faser på 1990-tallet og utviklingen i tilsvarende faser på 1960-, 1970- og 1980-tallet**

Fase av konjunkturoppgangen		Første halvdel	Andre halvdel	Hele oppgangen
Oppgangsperiode	1960-tallet	1961-65	1965-69	1961-69
	1970-tallet	1970-75	1975-79	1970-79
	1980-tallet	1982-86	1986-90	1982-90
	1990-tallet	1991-95	1995-99	1991-99
Alle variable	1960-tallet	0,82	0,66	0,80
	1970-tallet	0,34	0,41	0,33
	1980-tallet	0,78	0,27	0,78
Produksjon mv.	1960-tallet	0,88	0,96	0,98
	1970-tallet	0,79	0,79	0,88
	1980-tallet	0,97	0,88	0,94
Priser mv.	1960-tallet	0,55	0,57	0,82
	1970-tallet	-0,12	-0,19	-0,37
	1980-tallet	0,85	0,21	0,83
Etterspørsel mv.	1960-tallet	0,89	0,70	0,88
	1970-tallet	0,49	0,88	0,85
	1980-tallet	0,62	0,33	0,82
Renter mv.	1960-tallet	0,59	-0,01	-0,27
	1970-tallet	0,08	-0,61	-0,45
	1980-tallet	0,42	-0,82	0,34
Arb.marked mv.	1960-tallet	0,99	0,96	1,00
	1970-tallet	-0,39	0,99	0,42
	1980-tallet	0,97	0,98	0,99

og -ledighetsrate, i alt 5 serier). For de fleste variablene er endringen målt som gjennomsnittlig årlig vekst, men for slike størrelser som renter, arbeidsledighetsrate, etc. er endringen målt som endring i prosentpoeng.

For hver periode (første og andre halvdel av oppgangen samt oppgangen samlet) har vi beregnet korrelasjonen mellom et observasjonssett som består av endringen i hver serie i oppgangen på 1990-tallet med tilsvarende observasjonssett for oppgangene på hhv. 1960-, 1970- og 1980-tallet. Beregningen viser således om forholdet mellom endringene i seriene

(dvs. forholdet mellom produksjonsvekst, sysselsettingsvekst, realkapitalvekst, prisvekst, etc.) i hver av oppgangene har vært like eller ikke. (Perfekt samvariasjon mellom periodene gir korrelasjonskoeffisient 1, ingen samvariasjon gir koeffisient 0, og perfekt, men motsatt samvariasjon gir koeffisient -1.) Resultatet er gjengitt i tabell 2.

Ser vi alle variable under ett (de tre første linjene med koeffisienter i tabellen) fremstår mønsteret i hele oppgangen (siste kolonne i tabellen) på 1990-tallet som forholdsvis likt med oppgangene på 1960- og 1980-tallet, med korrelasjonskoeffisienter på rundt 0,8, men temmelig ulikt

mønsteret for "oppgangen" på 1970-tallet (koeffisient på 0,33). Deler vi oppgangsperioden i to like halvdel, ser vi at det først og fremst er den første halvdel av oppgangen som viser likt mønster med oppgangene på 1960- og 1980-tallet, mens utviklingen i den andre halvdel er mer spesiell.

Når disse beregningene utføres for hver undergruppe av variable, ser vi at vi får gjennomgående høy samvariasjon med alle de tre foregående oppgangene for variable som beskriver produksjonsforhold, både når vi ser på oppgangen som helhet og hver av delperiodene. Også for etterspørselsvariablene får vi koeffisienter som tilsier et likt mønster med alle de andre oppgangene når vi ser på oppgangen som helhet, men først og fremst med første halvdel av oppgangen på 1960-tallet og andre halvdel av oppgangen på 1970-tallet når vi bryter oppgangen opp i to faser. For arbeidsmarkedet får vi likt mønster med oppgangene på 1960- og 1980-tallet både når vi betrakter oppgangsperiodene som helhet og når vi deler dem i to. Dessuten får vi likt mønster med andre halvdel av oppgangen på 1970-tallet.<sup>4</sup>

For priser og lønninger får vi et bilde som ikke er ulikt det vi fikk for alle variable sett under ett, dog slik at samvariasjonen blir noe lavere når vi deler oppgangen i to faser. Særlig er samvariasjonen med utviklingen i siste halvdel av 1970- og 1980-tallet svak. Enda svakere samvariasjon (og tildels sterk negativ samvariasjon) får vi for renter og konkurranseevneindikatorer.

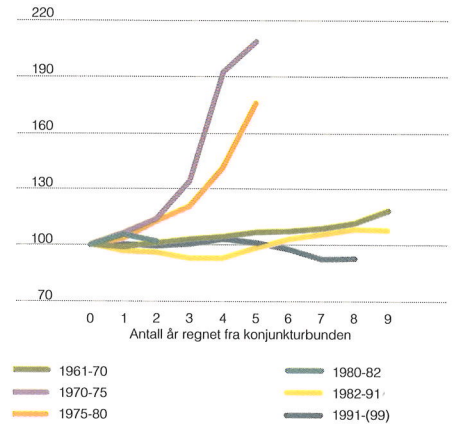
Vi har også utført tilsvarende beregninger som i tabell 2 av samvariasjonen mellom hver av de øvrige oppgangene (ikke rapportert i tabellen). Ingen av de andre oppgangene har gjennomgående så

høy samvariasjon med hverandre som det de har med oppgangen på 1990-tallet (selv om det finnes unntak, f.eks. at produktionsvariablene i siste halvdel av oppgangen på 1970-tallet har en korrelasjonskoeffisient på 0,98 med tilsvarende fase av oppgangen på 1980-tallet). Det at oppgangen på 1990-tallet fremstår som mer lik med de øvrige oppgangene enn det de øvrige oppgangene gjør innbyrdes, indikerer at vekstmønsteret for oppgangen på 1990-tallet kan betraktes som relativt "gjennomsnittlig" sett i forhold til mønsterene i de øvrige oppgangene.

Unntakene fra dette bildet er utviklingen i pris-, rente- og konkurranseevnevariablene i siste halvdel av oppgangene, som kom ut med svært lave korrelasjonskoeffisienter i tabellen ovenfor. Her viser oppgangene på 1960-, 1970- og 1980-tallet gjennomgående et mer likt mønster innbyrdes enn med oppgangen på 1990-tallet. Det peker i retning av at det kan ha skjedd et brudd i mønsteret for i disse variablene.

For rente- og konkurranseevnevariablene synes dette å skyldes en tendens til svært små endringer i rentevariablene gjennom siste del av oppgangen på 1990-tallet, mot et mer uklart mønster gjennom siste del av de øvrige oppgangene, sammen med en tendens til svekkelse av konkurranseevnen gjennom siste halvdel av oppgangen nå, mot styrking av konkurranseevnen gjennom siste halvdel av de andre oppgangene. Tendensen til svekkelse av konkurranseevnen gjennom den siste oppgangen reflekterer først og fremst utviklingen i nominell effektiv valutakurs. Det er naturlig å se den spesielle utviklingen i valutakursen i den siste oppgangen i sammenheng med renteutviklingen. Vi må da ta hensyn til at alle de

**Figur 3**  
**Importpriser**  
Konjunkturbunnåret = 100

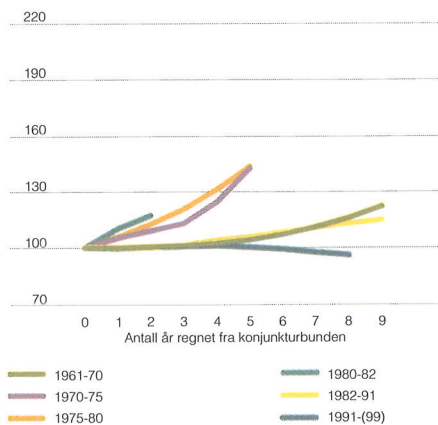


andre oppgangene utgjør en full oppgang, mens den innværende oppgangen ennå ikke kan betraktes som å ha nådd toppen. Om veksten i økonomien skulle bremses opp og gi grunnlag for lavere renter, må en vente at også dollaren vil svekke seg, og bidra til bedre konkurranseevne. I så fall vil utviklingen gjennom den siste halvdel av den pågående oppgangen bli mer lik med de øvrige også for disse variablene. Likevel sitter en igjen med inntrykket av at det kan ha skjedd noe både med rentedannelsen og valutamarkedet i den siste delen av 1990-tallet, sannsynligvis knyttet til både pengepolitikken spesielt og kapitalbevegelser generelt.

Utviklingen i valutakursen bidrar også til å forklare endringene i prismønsteret. Appresieringen av dollar gjennom siste del av oppgangen har så langt bidratt til at import- og eksportprisene har sunket (negativ vekst), mens veksten var positiv og til dels tiltakende gjennom de tidligere oppgangene, på linje med de øvrige prisvariablene. Foruten import- og eksportprisene, bidro også prisutviklingen på realinvesteringer til å endre mønsteret.

<sup>4</sup> Den negative korrelasjonen for første halvdel av 1970-tallet skyldes at ledigheten da økte og yrkesandelen sank, noe som selvsagt må ses i sammenheng med at perioden fra 1970 til 1975 egentlig var en full konjunktursykel, regnet fra bunn til bunn.

**Figur 4**  
**Investeringspriser for bedrifter**  
 Konjunkturbunnåret = 100



Prisen på investeringer i alt har holdt seg konstant gjennom siste del av oppgangen, og for bedriftenes investeringer har prisveksten vært negativ. Dette skyldes en markert prisnedgang for maskiner og utstyr til bedriftene. Utviklingen i importpriser og investeringspriser for bedriftene er vist i figur 3 og 4.

## 2b. Forhold som kan forklare kombinasjonen av langvarig vekst og lav inflasjon

En konjunktursykel er ofte kjennetegnet ved at sterk vekst etter hvert fører til økt inflasjonspress, og at sentralbanken av den grunn hever rentene for å hindre at inflasjonen blir for sterk. Denne innstramningen tar så livet av oppgangen. For å forstå hvorfor den nåværende oppgangen har kunnet bli såpass sterk og langvarig som den har blitt uten at rentene er blitt satt opp, er det derfor viktig å skjønne hvorfor veksten ikke har slått over i økt inflasjon.

Flere forslag til forklaring er blitt lansert i den løpende debatten. Noen har fremhevet pengepolitikken tidlig på 1990-tallet som særlig resolutt, slik at FED nå har eliminert inflasjonsforventningene i amerikansk økonomi. Andre har under

begrepet "ny økonomi" fokusert på mulige strukturelle endringer knyttet til anvendelsen av informasjonsteknologi. Atter andre legger hovedvekten på lykkelige sammentreff av midlertidige hendelser, og mener dagens situasjon er mer kjenne-tegnet ved høy kapasitetsutnyttelse enn ved økt kapasitet, og at den lave prisveksten langt på vei kan føres tilbake til fallende råvarepriser, sterk dollar og endringer i arbeidsmarkedet. Når vi nedenfor går nærmere inn på sammenhengen mellom produksjon og konsumpriser, vil vi konsentrere oss om tre viktige koblinger; mellom produksjon og sysselsetting, mellom sysselsetting og lønn og mellom lønn og konsumpriser. Etter vår oppfatning er forståelsen av disse koblingene sentral for å kunne vurdere hvorvidt USA på varig basis kan regne med å ha høyere ikke-inflasjonsdrivende vekst enn tidligere.

For sammenhengen mellom produksjon og sysselsetting står produktivetsveksten sentralt. Som gjennomsnitt over årene fra og med 1992 til og med 1999, steg BNP med 3,6 prosent og sysselsettingen bare med 1,6 prosent, dvs. en årlig vekst i arbeidsproduktiviteten på 2 prosent. Til sammenlikning steg arbeidsproduktiviteten med 1,5 prosent per år under den langvarige oppgangen på 1980-tallet, men hele 2,7 prosent på 1960-tallet. I den mellomliggende perioden på 1970-tallet var den årlige arbeidsproduktivitetsveksten helt nede i 0,5 prosent. Produktivetsveksten ser dermed ut til å ha vært høy på 1990-tallet sett i forhold til de foregående 20 årene, men ikke sammenlignet med forholdene på 1960-tallet.

Til tross for klare tegn til bedre produktivetsutvikling de siste årene, er det imidlertid usikkert om dette er en permanent endring i produktivitetens veksttakt, eller et éngangsskift i nivå. Her

kommer det inn at økt arbeidsproduktivitet de siste årene delvis er et resultat av den vedvarende høye veksten i investeringsringene, som også bidro til å trekke igang konjunkturoppgangen. I takt med den sterkere veksten i arbeidsproduktiviteten har en således sett en tendens til lavere vekst i kapitalproduktiviteten, dvs. produksjon per enhet realkapital.

Mange knytter oppsvinget i produktivetsveksten til den økte utbredelsen av datateknologi. Anekdotisk materiale tyder også på at datateknologien kan ha bidratt til å redusere ineffektiv bruk av ressurser i mange typer virksomhet. Fremgangen innen datateknologien har to effekter. For det første har den raske utviklingen av denne teknologien ført til fallende priser på produkter som inkorporerer slik teknologi. Dette er noe av forklaringen på den tidligere omtalte prisnedgangen på investeringsleveranser til foretakssektoren. Denne prisutviklingen har bidratt til sterk oppgang i investeringer i produksjonsutstyr i foretakssektoren og til vekst i beholdningen av realkapital. Veksten i bedriftenes realkapital har da også tiltatt gjennom siste del av 1990-tallet, og den har vært betydelig større enn veksten i sysselsettingen, også sett i forhold til utviklingen i den foregående 20-årsperioden.

For det andre kan datateknologi gi muligheter til mer effektiv utnyttelse både av annen realkapital og arbeidskraft, og dermed en bedring i den såkalte totale faktorproduktiviteten. Den totale faktorproduktiviteten er en betegnelse på den delen av produksjonsveksten som ikke kan tilskrives oppgang i sysselsetting eller kapitalbeholdning alene, men som innebærer at produksjonsbidragene fra disse faktorene øker fordi de blir brukt mer effektivt. Den totale faktorproduktiviteten har ifølge våre anslag også økt sterkere under opp-

gangen på 1990-tallet enn i den foregående 20-årsperioden. Økt total faktorproduktivitet bidrar i seg selv til lavere kostnader og dermed høyere fortjeneste for bedriftene uten at prisene behøver å øke. Siden full utnyttelse av det nye teknologiske potensialet kan kreve nye organisasjons- og kommunikasjonsmønstre, kan den økte veksten i faktorproduktiviteten holde frem en tid etter at perioden med anskaffelsen av kapitalutstyret er tilbakelagt.

Fleksible kapitalmarkeder har også vært viktige for å bedre tilgangen på kreditt og dermed gjøre det enklere å investere i ny virksomhet. Økt press fra aksjeeierne etter den såkalte "shareholder's revolt" på 1980-tallet har tvunget bedriftene til intensivert jakt på de mest profitable investeringene. Det er naturlig å anta at kombinasjonen av stabilitet i pengepolitikken og krav om økt avkastning trekker i retning av at investorer er villige til å ta høyere risiko enn før. Slike investeringsmuligheter finner de nettopp innenfor "ny teknologi".

For koblingen mellom sysselsetting og lønn, må vi se på arbeidsmarkedet. Selv om sysselsettingen i USA har økt svakere gjennom 1990-tallet enn i de foregående 20 årene, har veksten i yrkesbefolkningen vært enda svakere, noe som per definisjon munner ut i lavere arbeidsledighet. I 1999 var ledigheten i USA nede i 4,2 prosent, som er svært lavt både i historisk og internasjonal sammenheng. Bedriftenes økte behov for folk har ført til at også grupper som vanligvis har stilt svakt på arbeidsmarkedet har fått jobb, og andelen av befolkningen i aldersgruppene 15 til 64 år som deltok i arbeidsstyrken nådde et historisk høyt nivå i 1999 (78 prosent).

Forholdet mellom nivået på og utvik-

lingen i ledigheten på den ene siden, og lønnsutviklingen på den andre, er derfor et kjernepunkt. Arbeidsledigheten i USA har ligget under anslagene på naturlig ledighet helt siden 1995.<sup>5</sup> Som følge av dette har mange hevdet at det kan ha skjedd en viss endring i det amerikanske arbeidsmarkedet, i retning av at ledigheten kan gå lengre ned enn tidligere antatt, før det slår ut i økt lønnsvekst. Tre viktige faktorer i denne sammenheng kan være: Sterkere konkurranse i produktmarkedene, økt bruk av midlertidige kontrakter og reformer i trygde- og skattesystemene som har gjort det mer lønnsomt for lavtlønnede å arbeide. Alt dette kan ha påvirket styrkeforholdet mellom arbeidsgivere og arbeidstakere ved at arbeidsgivernes motstandsstyrke overfor lønnskrav har økt, samtidig som arbeidstakerne har moderert sine lønnskrav. Skeptikere peker imidlertid på høy profitt som tegn på at konkurransen ikke er blitt hardere.

Økt bruk av midlertidige ansettelser kan imidlertid ha vært viktig, og har i tillegg til økt forhandlingsmakt gitt arbeidsgiverne økt fleksibilitet. De midlertidige ansettelsene kan igjen ha sammenheng med tilgangen på flere unge arbeidstakere. Endringer i befolkningens alderssammensetning og utdanningsnivå kan også ha bidratt til en nedgang i det naturlige ledighetsnivået. Også fengselsbefolkningens størrelse har blitt trukket fram. Denne har økt markert, og ettersom den består av folk som vanligvis har høy sannsynlighet for arbeidsledighet, kan noe av reduksjonen i arbeidsledigheten rett og slett være en overføring fra én statistikk til en annen. I tillegg kommer betydningen av illegal innvandring av arbeidstakere, som nå anslås til 6 millioner, dvs. over

4 prosent av den amerikanske arbeidsstyrken. Disse går rimeligvis inn og ut av arbeidsmarkedet uten noen gang å bli registrert som ledige.

Endelig kan det pekes på at bruk av opsjoner på bedriftens aksjer er en avlønningssform som de siste årene har bredt seg fra bedriftenes toppledelse og nedover til bredere lag med kunnskapsrike medarbeidere, særlig innen bedrifter knyttet til "ny teknologi". Det er nettopp disse arbeidstakergruppene som særlig vil øke sin produktivitet som følge av den teknologiske utviklingen, og som bedriftene spesielt er på jakt etter. Om en slik avlønningssform får en betydelig utbredelse, vil trolig deler av avlønningen av arbeidskraften registreres som kapitalinntekter (og ikke arbeidsinntekter) i statistikken, dvs. bidra til å holde lønnsveksten nede, i alle fall så lenge opsjonene ikke er innløst. På den annen side, så er det de arbeidstakergruppene som ikke er i stand til å nytte den nye teknologien fullt ut, som i prinsippet kan bli utkonkurrert når teknologien tas i bruk, noe som kan holde lønnsveksten nede også for disse.

Usikkerheten om hva som er et godt estimat på den naturlige ledighetsraten er også stor av andre grunner. Blant annet mener mange økonomer at den naturlige ledigheten i dag er avhengig av den faktiske ledigheten i går. Selv om denne sammenhengen har en tendens til å være asymmetrisk i retning økende ledighet, er det mulig at vedvarende lav og fallende ledighet har bidratt til å presse den naturlige ledighetsraten nedover.

Uansett hvilke forhold en mener kan begrunne at lav ledighet skal gå sammen med lav lønnsvekst, kan dette nå være et tilbakelagt stadium. De siste tre-fire årene

<sup>5</sup> Den såkalte NAIRU, non-accelerating inflation rate of unemployment, er definert som det nivået på arbeidsledigheten som er konsistent med konstant inflasjon. Dette omtales som en "naturlig" ledighet, i betydningen at å presse ledigheten lavere enn dette nivået, vil få andre negative konsekvenser.

har nemlig lønnsveksten tatt seg opp, sett i forhold til første halvdel av oppgangen.<sup>6</sup> Også veksten i lønnskostnadene per produsert enhet har tiltatt (trass i den sterke veksten i arbeidsproduktiviteten), og har de siste årene ligget i overkant av konsumprisveksten, og betydelig over prisindeksen for samlet produksjon (BNP-deflatoren). Dermed kan mulighetene for å tære på en i utgangspunktet høy lønnsomhet i bedriftene være en viktig forklaring på hvorfor ikke presset i arbeidsmarkedet har bidratt sterkere til inflasjonen.

For koblingen mellom lønn og konsumpriser, er også utviklingen i importprisene sentral. De siste årene har som tidligere nevnt et kraftig fall i internasjonale råvarepriser sammen med en appresierende dollar bidratt til fallende importpriser. Med lave eller negative prisimpulser utenfra, har lønninger og innenlandske priser kunnet øke noe mer enn ellers uten å medføre økt gjennomsnittlig prisnivå. Dette er den tydeligst midlertidige faktoren, i og med den allerede påbegynte økningen i råvarepriser, inkludert råolje. Dessuten kan en stille spørsmålsteget ved muligheten for en fortsatt vedvarende appresiering av dollaren, gitt at utenriksøkonomien viser store og økende underskudd.

Til tross for en god utvikling på tilbudssiden, kunne konjunkturoppgangen ikke ha pågått så lenge hvis ikke også etterspørselsforholdene hadde ligget til rette for det. Veksten i resten av verden har ikke vært like kraftig, og drahjelpen utenfra har dermed ikke vært sterk. Derimot har investeringene økt kraftig gjennom hele oppgangen, og særlig de siste årene har også privat konsum gitt viktige bidrag. Veksten i konsumet har trolig i stor grad vært formuesbasert, knyttet til den voldsomme verdistingningen i aksjemarkedet og

med et motstykke i en markert nedgang i spareraten. På dette punktet har den siste oppgangen vært klart spesiell, spareraten har falt betydelig sterkere enn under de foregående oppgangene, og det gjelder særlig de siste årene. Her ligger også en viktig mekanisme som kan føre oppgangen fra 1990-tallet inn i en brå nedgang; om aksjekurser mv. skulle falle kraftig, og særlig om det skulle skje som følge av en markert økning i rentene, vil trolig konsumentene øke sin sparing betydelig, med tilsvarende negative effekter på samlet produksjon og sysselsetting.

### 3. Norge - ressursmobilisering ga sterk vekst

Også norsk økonomi har vært kjennetegnet av relativt sterk vekst i aktivitetsnivået de siste årene. Ser vi 1990-tallet under ett, var veksten faktisk noe høyere i Norge enn i USA for BNP i alt, men likt for aktivitetsnivået i fastlandsøkonomien. Konsumprisene økte litt langsommere i Norge enn i USA i denne perioden. I de siste 40 årene, som er den perioden OECD har sammenlignbare nasjonalregnskapstall for, har norsk økonomi vokst i takt med resten av Europa, og litt langsommere enn USA. Norge skiller seg imidlertid fra USA og mange europeiske OECD-land ved at vi i større grad enn disse greide å holde veksten oppe på 1970-tallet. Til gjengjeld var svingningene i norsk økonomi sterkere på 1980- og 1990-tallet enn gjennom de foregående tyve årene, noe som ikke i samme grad var tilfelle for USA og EU. Begge disse forholdene må sees i lys av noen særegne rystelser i norsk økonomi; først innfasingen av oljevirkosomheten og oljeinntektene, deretter dereguleringen av kredittmarkedet.

Oppdagelsen av de norske oljeres-

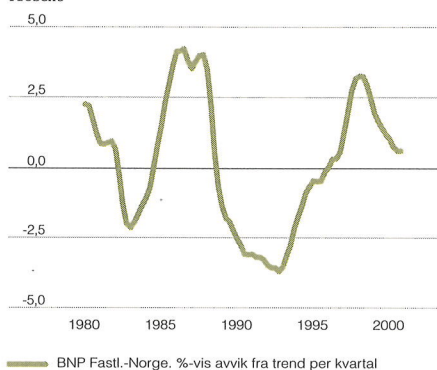
sursene ga myndighetene en økonomisk handlefrihet utover det myndighetene i andre land har, men økte også Norges avhengighet av utviklingen i ustabile råvarepriser. I tillegg har utnyttelsen av ressursene gjort deler av fastlandsøkonomien nokså avhengig av aktiviteten i oljevirkosomheten, og dermed innført en ny ustabil komponent i det samlede etterspørselsbildet.

I motsetning til oljevirkosomhetens nokså varige karakter, var dereguleringen av kredittmarkedet en engangsforeteelse. Denne omleggingen av pengepolitikken satte likevel relativt langvarige spor etter seg i norsk økonomi. Først ga selve dereguleringen meget sterke impulser i retning av økt etterspørsel. Derest bidro den påfølgende finansielle konsolideringsprosessen i flere år til å holde etterspørselen nede. Da konsolideringen var fullført, var norsk økonomi kjennetegnet av relativt store uutnyttede ressurser, som i sin tur ble mobilisert gjennom den langvarige oppgangen på 1990-tallet. Nedenfor ser vi litt nærmere på bakgrunnen for disse påstandene.

At norsk økonomi på 1980- og 90-tallet ble preget av relativt sterke konjunktursvingninger fremgår tydelig av figur 5. Figuren viser prosentvis avvik fra en beregnet trend for sesongjusterte og glattete kvartalsvise tall for BNP-for Fastlands-Norge, og gir et grunnlag for å skille mellom ulike konjunkturfaser i fastlandsøkonomien gjennom de siste tyve årene. I perioder der BNP-linjen er fallende i figuren, dvs. når BNP-vekstraten er lavere enn trendveksten, er økonomien inne i en konjunkturedgang. En konjunkturoppgang er på sin side kjennetegnet av en BNP-vekst som er høyere enn trendveksten, og kan i figuren identifiseres som perioder der BNP-linjen er stigende. I en lavkonjunktur ligger BNP under sitt trendnivå, i

6 Basert på OECDs tall for både timelønn og lønnskostnader per sysselsatt.

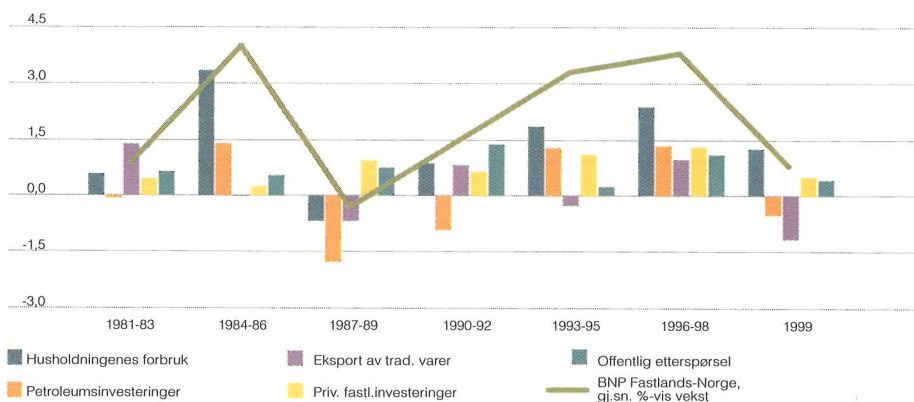
**Figur 5**  
Konjunkturforløp, 1980-2000



figuren representert ved null-linjen. Når BNP ligger over trendnivået (null-linjen) er økonomien inne i en høykonjunktur. Med dette utgangspunktet illustrerer figuren at fastlandsøkonomien har vært gjennom to konjunkturedganger og to konjunkturoppganger de siste tyve årene. Det ser videre ut til at vi mot slutten av 1998 påbegynte en ny nedgangsperiode. Figuren illustrerer dessuten at den andre nedgangsperioden var nærmere dobbelt så langvarig som den første (henholdsvis seks mot tre år), og at det samme forholdet gjorde seg gjeldende mellom de etterfølgende oppgangsperiodene.

Hvis vi ser på år-til-år vekstratene, er det rimelig å klassifisere årene 1981-83 og 1987-92 som nedgangsperioder, og 1984-86 og 1993-98 som oppgangsperioder. Denne klassifiseringen ligger til grunn for figur 6, som viser gjennomsnittlig vekst for Fastlands-Norges BNP og etterspørselsimpulser etter kilde for de seks treårsperiodene inneholdt i tidsrommet 1981 til 1998, samt for året 1999. Ved siden av å vise gjennomsnittlige vekstrater for de enkelte periodene, illustrerer figur 6 hvordan de ulike etterspørselskomponentenes bidrag til den økonomiske utviklingen har vekslet over

**Figur 6**  
Gjennomsnittlig vekst i Fastlands-Norges BNP og etterspørselsimpulser etter kilde, 1981-1999



tid. I figuren er dette bidraget målt ved endringen i den enkelte komponent i hvert enkelte år som andel av BNP for Fastlands-Norge det foregående år. Flere forhold kan bemerkes:

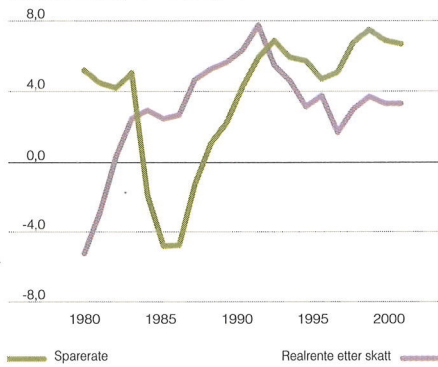
- Mens eksporten av tradisjonelle varer bidro lite til konjunkturoppgangen på 1980-tallet, ga den tydelige vekstimpulser gjennom den påfølgende nedgangen og i enda større grad under oppgangen på 1990-tallet.
- Petroleumsinvesteringene utviste store svingninger gjennom perioden. De økte kraftig i 1982/83, og bidro dermed både til å dempe konjunkturedgangen i disse årene og til å berede grunnen for den påfølgende oppgangen. I perioden 1987-89 bidro utviklingen i petroleumsinvesteringene til å forsterke nedgangen, mens de virket motsyklisk gjennom de to neste treårsperiodene. I 1997/98 ga ny sterk vekst i disse investeringen betydelige etterspørselsimpulser til en økonomi der pressproblemer igjen hadde begynt å gjøre seg gjeldende.
- Utviklingen i husholdningenes forbruk ga et betydelig bidrag til fluktusjonene i fastlandsøkonomien på 1980-tallet,

først gjennom de meget sterke vekstimpulsene i perioden 1984-86, deretter med negative impulser tidlig i nedgangsperioden 1987-92. Husholdningenes forbruk ga dessuten betydelige vekstimpulser under konjunkturoppgangen på 1990-tallet.

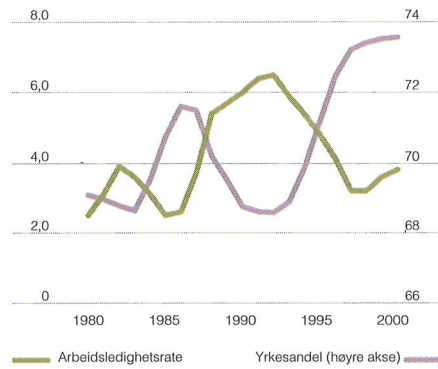
- Også fastlandsinvesteringene har fluktuert sterkt gjennom de siste tyve årene. Denne delen av etterspørselen ga sterke negative impulser i nedgangsårene 1987-92, men bidro også forsiktig negativt til samlet etterspørsel i årene 1981-83. De positive impulsene fra fastlandsinvesteringene var av om lag samme størrelsesorden både i konjunkturoppgangen 1984-86 og i de to treårsperiodene 1993-95 og 1996-98.
- Impulsene fra offentlig forvaltnings etterspørsel har relativt sett bidratt mer til veksten i fastlandsøkonomien i nedgangsperioder enn i oppgangsperioder. Årene 1996-98 representerer et unntak, idet etterspørselen fra offentlig forvaltning bidro til å forsterke konjunkturoppgangen i denne perioden.

Ser man på tyveårsperioden under ett, er endringen i varigheten i konjunktur-

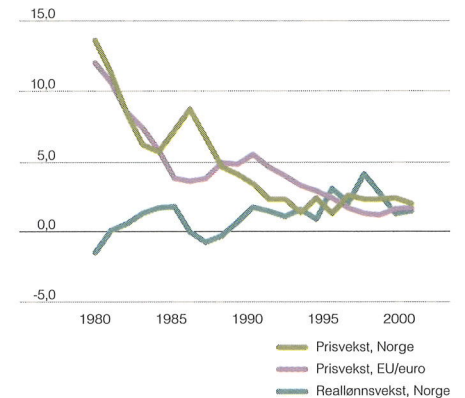
**Figur 7**  
Sparerate og realrente etter skatt 1981 - 2001  
Prosent. Anslag for 2000 og 2001



**Figur 8**  
Arbeidsledighetsrate og yrkesandel 1981 - 2001  
Prosent. Anslag for 2000 og 2001



**Figur 9**  
Pris- og lønnsutvikling 1981 - 2001  
Prosentvis vekst. Anslag for 2000 og 2001



utslagene kanskje det mest påfallende. Noe av bakgrunnen for dette er å finne i utviklingen i husholdningenes finanser på 1980-tallet, som ble sterkt preget av de-reguleringen av kredittmarkedet og den påfølgende oppgangen i de reelle låne-kostnadene. Dette kommer klart frem av forløpet til husholdningenes sparerate (jf. figur 7) som angir forholdet mellom husholdningenes sparing og deres disponible inntekt.

Under konjunkturoppgangen på 1990-tallet endret husholdningenes sparerate seg relativt lite. Det innebar at veksten i husholdningenes forbruk i denne perioden var om lag på linje med veksten i deres inntekter. Den sterke veksten i konsumet i 1984-86 hadde derimot sitt motstykke i et kraftig fall i spareraten, fra omlag 5 prosent i 1984 til -5 prosent i 1986/87. Fallet innebar at husholdningenes kjøp på to år økte nærmere 10 prosent mer enn deres inntekter. Motposten var en sterk oppgang i husholdningenes gjeld. Dette forløpet må ses på bakgrunn av de store endringene i kredittmarkedet i første halvdel av 1980-tallet. I disse årene avviklet norske myndigheter mange av de direkte reguleringene som tidligere hadde preget

kreditt- og valutamarkedene, og utlånsrentene gikk fra å være fastlagt ved dekret til å bli bestemt i markedet. Husholdningene benyttet seg av sine nye muligheter til å lånefinansiere forbruk. Fra utgangen av 1983 til utgangen av 1986 doblet de nesten gjelden sin, til tross for at en oppgang i utlånsrenten bidro til at realrenten etter skatt økte fra rundt 0 til 2,5 prosent i samme periode. I 1987 stoppet veksten i forbruket opp. Dette var trolig et stykke på vei en naturlig konsekvens av den sterke opplåningen. Det dramatiske fallet i oljeprisen rundt årsskiftet 1985/86 spilte imidlertid også trolig inn. Oljeprisnedgangen pekte i retning av at Norges fremtidige inntekter neppe ville bli så store som tidligere anslått. Dette budskapet ble gradvis formidlet til befolkningen i form av innstramminger i kreditt- og finanspolitikken, ved en betydelig devaluering av den norske krona og senere gjennom inntektsreguleringslovene.

Ytterligere oppgang i lånekostnadene til vel 5 prosent i 1990 og over 7,5 prosent i 1992 bidro til at sparingen relativt raskt tok seg opp igjen. Fra 1987 til 1992 økte forbruket i gjennomsnitt 2 prosentpoeng langsommere enn inntekten hvert år, noe

som var en vesentlig faktor bak den lave veksten i fastlandsøkonomien i denne perioden. Oppgangen i realrenten etter 1987 skyldtes imidlertid ikke økte nominelle renter, men en kombinasjon av lavere marginalskatt på kapitalinntekter og lavere prisvekst. Nedgangen i prisveksten var delvis en følge av svakere prisimpulser fra utlandet, noe forsinket av devalueringen i 1986. Prisforløpet har imidlertid også sammenheng med utviklingen i arbeidsmarkedet fra 1987 og frem til 1993.

Justert for senere brudd i serien kom ledigheten i 1984 opp i 3,5 prosent av arbeidstyrken. Fra dette, etter tidens målestokk høye nivået, falt ledigheten til rundt 2,5 prosent i 1986/87, for deretter å øke kraftig igjen de neste årene. Da konjunkturerne begynte å peke oppover igjen i 1993, var ledigheten kommet opp i 6,5 prosent av arbeidstyrken, det høyeste nivået siden annen verdenskrig. I tillegg hadde en betydelig andel av befolkningen i yrkesaktiv alder trukket seg ut av arbeidsmarkedet, slik at yrkesdeltakelsen lå betydelig lavere enn midt på 1980-tallet. Oppgangen i ledigheten bidro i en periode til å dra lønns- og prisveksten i Norge ned mot eller under nivået hos handelspartnerne. Dette ga en

gradvis bedring av norsk næringslivs kostnadmessige posisjon vis-à-vis konkurrentene. Kombinert med en stor reserve av ledig arbeidskraft lå dermed forholdene rimelig godt til rette for en ny langvarig vekstperiode.

Som ved konjunkturoppgangen på 1980-tallet var det også denne gangen utviklingen i finansmarkedene som i utgangspunktet ga de sterkeste impulsene til vekst i aktivitetsnivået. Men mens oppsvinget midt på 1980-tallet som tidligere nevnt var knyttet til en kraftig vekst i utlånene etter avviklingen av kredittrasjoneringen, var drivkraften denne gangen først og fremst en generell rentenedgang i Europa. Fra 1992 til 1994 falt ECU-renten med 4 prosentpoeng, og de norske pengekmarksrentene med nærmere 6. Etterspørselen etter norske produkter økte både ute og hjemme. For norsk økonomi var de ny vekstimpulsene både relativt bredt basert og kraftige, noe som bidro til å trekke veksten i fastlands-BNP opp mot gjennomsnittet for 1970-årene. I andre halvdel av oppgangen ble de sterke vekstimpulsene fra utlandet og privat sektor utenom oljevirkosomheten supplert med markert oppgang i etterspørselen fra offentlig forvaltning. Finanspolitikken ble gradvis mindre stram gjennom konjunkturoppgangen, og tangerte i 1998 nesten grensen til det ekspansive. I 1997/98 ga i tillegg ny oppgang i oljeinvesteringene sterke vekstbidrag til norsk økonomi.

Fra 1993 til 1998 økte sysselsettingen med rundt 225 000 personer, og arbeidsledigheten gikk ned fra 6,5 til 3,2 prosent av arbeidstyrken. Økende ubalanser i arbeidsmarkedet bidro til kamp om den tilgjengelige arbeidskraften og tiltakende lønnsvekst. Fra og med 1995 økte lønningene i norsk industri minst like raskt eller raskere enn lønningene hos Norges viktigste

handelspartnere, og norske produsenters relative kostnadsposisjon svekket seg igjen. Selv om situasjonen i norsk økonomi fremsto som mindre ubalansert i 1998 enn i 1986 var det åpenbart at veksttakten ikke kunne opprettholdes, uten et betydelig oppsving i produktiviteten. I utgangspunktet så det ut til at avmatningen ville komme som følge av en sterk nedgang i oljeinvesteringene fra 1998 til 1999. Fallet i oljeprisene gjennom 1998 bidro til at også andre etterspørselskomponenter viste en svakere utvikling enn i de foregående årene, blant annet ved å berede grunnen for en viss innstramming i den økonomiske politikken.

Sammen med den relativt sterke lønnsveksten fra 1997 til 1998, bidro nedgangen i oljeprisen til å svekke tilliten til norske kroner, og kronkursen falt. Norges Bank møtte depresieringstendensen med en kraftig økning av sine renter overfor bankene. Lave oljepriser, høyt rentenivå og en svak krone kan så i sin tur ha bidratt til at det finanspolitiske opplegget ble noe strammere i 1999 enn i 1998. Sammen med nedgangen i oljeinvesteringene og oppgang i utlånsrentene bidro dette til å bremse veksten i etterspørselen fra Fastlands-Norge. Svekkelsen av krona virket derimot isolert sett ekspansivt for konkurranseutsatte deler av næringslivet. Nettoeffekten ble likevel at veksten i fastlandsøkonomien nesten stoppet opp, mens arbeidsledigheten på årsbasis holdt seg på nivået fra 1998. Sysselsettingen vokste moderat, og som andel av befolkningen i yrkesaktiv alder holdt arbeidsstyrken seg på det historisk sett svært høye nivået fra 1998. Ny oppgang i oljeprisen gjennom 1999 bidro til at driftsbalansen overfor utlandet igjen viste et betydelig overskudd.

Ved inngangen til et nytt århundre er norsk økonomi fortsatt kjennetegnet av et

høyt aktivitetsnivå og få ledige ressurser, selv om vekstakten både for inneværende og neste år ligger an til å bli i underkant av et mer langsiktig historisk gjennomsnitt. Klare tegn til økende geografiske og yrkesmessige ubalanser gjennom 1999 peker i retning av at situasjonen i arbeidsmarkedet kan være strammere enn hva det samlede ledighetstallet isolert sett tilsier. Utviklingen på 1990-tallet fremstår dermed ikke som noe brudd med tidligere mønstre, selv om veksten i fastlandsøkonomien nesten var på linje med veksten i USAs "nye økonomi". Den relativt sterke veksten i aktiviteten i fastlandsøkonomien fra 1993 til 1998 var langt på vei en gjenninnhenting av tidligere "slakk", gjennom en stortilt mobilisering av arbeidskraft. Produktivitsveksten var ikke spesielt høy for perioden sett under ett, og avtagende desto lengere ut i konjunkturoppgangen vi kom, til tross for store investeringer. Hvis næringslivet ikke greier å høste større produktivitsfordeler gjennom inneværende år og de neste, vil selv relativt små positive etterspørselsimpulser kunne bringe norsk økonomi over i kostnadmessig ubalanse. Vi vil da etter hvert kunne komme i en situasjon der en større andel av oljeinntektene må brukes til å finansiere vårt løpende forbruk enn det som er tilfellet i dag.

**FORVALTNINGSORDNING****Stortinget**

Fastsetter reglement

**Kongen (i statsråd)**

Oppnevner styre  
Beskikker administrerende direktør  
Fastsetter utfyllende bestemmelser til reglementet

**Finansdepartementet**

Fastsetter rammer og retningslinjer

**Styret**

Har ansvaret for forvaltningen av fondets midler

**Administrasjonen**

Forestår den løpende forvaltning

**Administrerende direktør**

Tore Lindholt

**ADMINISTRASJON****Egenkapitalavdelingen**

Per Gunnar Rymer, porteføljeforvalter  
 Olaug Svarva, investeringsdirektør  
 Nils Bastiansen, porteføljeforvalter  
 Ann Kristin Brautaset, porteføljeforvalter  
 Lill Aafos, porteføljeforvalter  
 (tiltrer mars 2000)

**Fremmedkapitalavdelingen**

Bjarne Anderson, porteføljeforvalter  
 Hege Huse, porteføljeforvalter  
 Lars Tronsgaard, investeringsdirektør

**Utredningsavdelingen**

Geirr Ellefsen, finansanalytiker  
 Erik Kindlien, finansanalytiker  
 Anett Christin Hansen, finansanalytiker  
 Jørn Nilsen, finansanalytiker  
 Juul Bjerke, utredningssjef

**Økonomiavdelingen**

Rune Møien, økonomisjef  
 Edel Schøyen Cederkvist, regnskapskonsulent  
 Roger Samuelsen, økonomikonsulent  
 Monika Paulsen, oppgjørskonsulent

**Administrasjonsavdelingen**

Lisbeth Johansen, administrasjonssjef  
 Mai Lindegård, sekretær  
 Eva Sletten, sekretær  
 Kari Magrethe Gigernes, resepsjonssekretær



*Regler om administrasjon av Folketrygdfondet og om forvaltning av midlene, revisjon m.v.*

*Fastsatt av Stortinget 20. juni 1997 i medhold av § 23-11 fjerde ledd i lov av*

*28. februar 1997 nr. 19 om folketrygd, med endring av 30. november 1998, 15. desember 1998 og 15. desember 1999.*

### § 1

De midler som blir overført til Folketrygdfondet i medhold av § 23-11 annet ledd 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.

Administrerende direktør i Folketrygdfondets administrasjon beskikkes av Kongen i statsråd. Folketrygdfondets styre kan avgi uttalelse før stillingen besettes, jf. kgl. res. av 11.12.1983.

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 hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet.

Fondets midler kan plasseres i norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater, som kontolån til statskassen og som innskudd i Postbanken og forretnings- og sparebanker. Innenfor en ramme på 20 pst. av forvaltningskapitalen kan fondets midler plasseres i aksjer i selskaper notert på norsk børs og, etter godkjenning fra Finansdepartementet, aksjer i norske selskaper ellers hvor aksjene er gjenstand for regelmessig og organisert omsetning, børsnoterte grunnfondsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringselskaper, og børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper. Fondet kan delta i emisjoner i ikke-børsnoterte aksjer i norske selskaper umiddelbart før børsintroduksjon, dersom det er klargjort på emisjonstidspunktet at de aktuelle aksjene vil bli børsnotert kort tid etter emisjonen.

Annet ledd er ikke til hinder for at Folketrygdfondet kan beholde aksjer i norsk selskap som i forbindelse med oppkjøp, fusjon el. endrer status til å bli utenlandsk selskap.

Fondet kan videre, innenfor den samlede rammen på 20 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 kreditorene 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 grunnfondsbevisekapital i ett enkelt selskap. Styret kan ta opp kortsiktige lån dersom dette finnes hensiktsmessig.

Folketrygdfondet kan, etter nærmere retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet, inngå salgs- og gjenkjøpsavtaler knyttet til egenkapitalinstrumenter og rentebærende instrumenter der erververen av instrumentene etter avtalen har plikt til å tilbakeføre disse til selger.

#### § 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 ferdig revidert og underskrevet senest 15. mars.

#### § 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 etter forvaltningsloven § 13 til 13e.

#### § 9

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

#### § 10

Disse reglene trer i kraft straks. Fra den tid reglene trer i kraft, oppheves regler om administrasjon av Folketrygdfondet og om forvaltning av midlene, revisjon, m.v. fastsatt av Stortinget 15. februar 1990, sist endret 21. juni 1996.

**Establishment:**

The National Insurance Scheme Fund was established pursuant to the National Insurance Act of 17 June 1966.

Regulations regarding the management of the Fund are stipulated by the Storting (Parliament).

**Purpose:**

The primary purpose of the Fund is to make an optimal contribution to the national insurance through the accumulation of wealth.

**Board of Directors:**

The Fund is headed by a Board consisting of nine members with personal deputies, appointed by the King for a term of office of four years at the time.

The Board is responsible for ensuring that the Fund's capital is invested with an aim to secure the best possible return, based on a satisfactory risk profile and maintenance of adequate liquid funds.

**Operations:**

The Fund's capital may be invested in

- Norwegian bearer bonds and commercial paper
- sight deposits with the Treasury
- shares in companies listed on the Oslo Stock Exchange
- listed primary capital certificates in Norwegian savings banks, loan associations and mutual insurance companies and
- listed convertible bonds and listed bonds with purchase options on shares in Norwegian companies.

The Fund may own shares and other equity instruments for up to 20 per cent of the Fund's total capital. The Fund may have an interest of up to 15 per cent of the total share capital or primary capital certificate capital of an individual company.

**Audit:**

The accounts of the Fund are audited by the Office of the Auditor General.

## Introduction

1999 was characterised by weak economic growth in Norway. While growth averaged 3.5 per cent for the six preceding years, GDP rose by a mere 0.8 per cent in 1999. The steep fall in oil prices in 1998 was followed by an even stronger increase in 1999, from around USD 10 to USD 25 per barrel. This contributed to a significant improvement in the external economy, while interest rate and foreign exchange markets calmed down following the turbulence in 1999. In spite of more sluggish growth, the level of activity in the Norwegian economy remains very high. At 2.3 per cent in 1999, however, inflation is still relatively low. The unemployment rate has been fairly stable since the Norwegian economic peak in 1998, standing at 3.2 per cent in 1999.

After the surge in Norwegian short-term interest rates resulting from volatility in foreign exchange markets in 1998, interest rate levels declined in 1999 as Norges Bank (the central bank of Norway) lowered benchmark rates by a total of 2.5 percentage points. The three-month rate was down from 8.3 per cent at year-end 1998 to 5.9 per cent at the end of 1999. The interest rate on ten-year government bonds also showed a downward trend during the first few months of 1999. Since the beginning of May, however, long-term interest rates have edged up in step with US interest rates. For the year as a whole, long-term interest rates rose by around 0.8 percentage points to 6.2 per cent.

The all-share index on the Oslo Stock Exchange climbed by as much as 45.5 per cent in 1999, the highest rise since 1993. The surge in share prices must be viewed in light of the sharp drop in prices the previous year, but also reflects the pronounced rise in oil prices and the trend towards increased growth in the international economy.

## Profit and loss account

Folketrygdfondet (the National Insurance Scheme Fund) realised profits of NOK 7,115 million in 1999, representing a rate of return of 6.6 per cent. The corresponding figures for 1998 were NOK 6,891 million and 6.8 per cent.

Interest income totalled NOK 6,607 million in 1999 (NOK 6,550 million in 1998), and dividends received came to NOK 329 million (NOK 352 million). Realised gains on securities were NOK 202 million (NOK 8 million), representing a loss of NOK 252 million on sight deposits with the Treasury, bonds and commercial paper and a gain of NOK 454 million on shares etc.

The Fund's administrative expenses (including contribution to the Norwegian Central Securities Depository) were NOK 24.1 million in 1999, a rise of NOK 4.5 million on the previous year.

Value-adjusted profits came to NOK 9,314 million in 1999 (NOK 145 million). Unrealised gains on securities were up NOK 2,199 million in 1999 after declining by NOK 6,746 million the previous year. Gains on sight deposits with the

Treasury, bonds and commercial paper went down by NOK 2,118 million, while gains on shares, primary capital certificates and convertible bonds rose by NOK 4,317 million.

The value-adjusted rate of return was 8.4 per cent in 1999 (0.1 per cent). The value-adjusted return on the Fund's interest-bearing securities was 4.4 per cent in 1999, on a level with the year-earlier figure. The corresponding rate of return on investments in shares etc. in the form of dividends, realised gains and increases in unrealised gains was 35.4 per cent, while this rate was negative at 23.4 per cent in 1998.

With the addition of profits for the year, the Fund's total capital was NOK 120,558 million as at 31 December 1999, of which unrealised gains on securities represented NOK 5,293 million or 4.4 per cent. There were unrealised losses of NOK 993 million on holdings of sight deposits with the Treasury, bonds and commercial paper, while gains on investments in shares, primary capital certificates and convertible bonds totalled NOK 6,286 million.

## 3. Return

Based on the prevailing regulatory framework, the major part of the Fund's investments represents interest-bearing securities, which means that developments in Norwegian interest rate levels are of great significance to the overall rate of return on the Fund's capital. Over the past five to ten years, the interest rate level has

generally been falling, though there have been variations from one year to the next. Even though the book value of the Fund's holdings of interest-bearing securities has risen by some NOK 30 billion over the past five years, there has been a relatively modest rise in nominal interest income. This is partly attributable to the declining interest rate level. For the period 1995-1999, the value-adjusted return on the Fund's investments in interest-bearing securities averaged 6.9 per cent, while the average value-adjusted return on total capital was 7.9 per cent per annum.

When considering the low value-adjusted return on interest-bearing securities, at 4.4 per cent in 1999, account must be taken of the fact that the rise in long-term interest rates during the year implied a fall in the value of sight deposits with the Treasury and bonds with long maturities corresponding to around one-third of interest income for the year.

Relative to market developments and prevailing regulations for the Fund, the Board of Directors finds the return satisfactory. At the same time, the Board believes that the Fund should be subject to regulations which could open up for higher returns.

There were extraordinarily high price increases in the Norwegian stock market in 1999, which can partly be explained by the sharp fall in prices the previous year. While the all-share index rose by as much as 45.5 per cent, as mentioned above, the average increase in the index over the past two years was 6.6 per cent.

The return on the Fund's equity investments was 35.4 per cent in 1999, which was the second best annual return since the Fund was granted permission to invest in the stock market in 1991. Still, this rate of return was 10.1 percentage

points below the increase on the all-share index and 6.9 percentage points below the increase on the OBX index (the index for the most frequently traded shares). This can be explained by the unusual price developments on the Oslo Stock Exchange as well as foreign exchanges in 1999, with the various industries showing highly diverging trends. More than half of the shortfall in the Fund's return can be attributed to the fact that share prices for some of the companies chosen as long-term investments showed a weaker development than the all-share index. In a longer-term perspective, however, these companies have nevertheless provided a sound return relative to the all-share index.

Based on a long-term perspective and a moderate risk exposure, the Fund has found it prudent to structure its equities portfolio differently from the all-share index. As an example, the Fund has a higher exposure to the financial services industry, and its portfolio includes primary capital certificates which are not listed on the all-share index. The lower rate of return in 1999 is partly a result of the all-share index outperforming the financial index, while the situation was quite the opposite in 1998. Moreover, the Fund is cautious about investing in companies which do not yet show positive earnings and/or appear to have a complex or high risk exposure.

The Fund's commitment to being a long-term shareholder with a moderate risk profile implies that the Fund's rate of return will tend to be lower than the all-share index in years with a strong rise in share prices and higher than the index in years with sharp falls in share prices (as was the case in 1998). In a longer-term perspective, the Fund nevertheless

aims to achieve a return on a level with the all-share index. Over the past seven years – since the last serious setback in the stock market – the annual rate of return on the Oslo Stock Exchange has averaged around 20 per cent. During the same period, the average annual return on the Fund's equity investments has been a good 19 per cent, while the average annual return on the Fund's interest-bearing securities has been just below 8 per cent (value-adjusted). Though the Fund's rate of return was below the market average in 1999, the Board believes that the current investment philosophy is correct based on the Fund's role as a long-term investor in the Norwegian stock market. It should be noted that in a longer-term perspective, in spite of the negative return differential last year, the Fund has achieved returns roughly in line with developments on the all-share index.

### Portfolio trends

Every year, the Ministry of Finance stipulates a maximum limit for net increases in the Fund's investments in corporate and municipal securities (bonds, commercial paper, bank deposits, shares, primary capital certificates and convertible bonds). For 1999, this limit was set at NOK 1.5 billion. Pursuant to the rules stipulated by the Ministry regarding investments in government securities, the Fund is free to invest up to a maximum of NOK 5 billion in government and government-guaranteed bonds in the primary and secondary markets. As a general rule, other investments should be in the form of sight deposits with the Treasury according to prevailing general terms for outstanding government loans. The Fund is free to choose the government bonds and commercial paper on

which the terms for the individual investments in sight deposits with the Treasury should be based.

The Fund's holdings of securities, including bank deposits, totalled NOK 112,151 million as at 31 December 1999 according to book value (acquisition cost), an increase of NOK 7,261 million since year-end 1998. This increase comprised NOK 5,840 million in government and government-guaranteed securities and NOK 1,421 million in corporate and municipal securities. The portfolio's market value was NOK 117,444 million, which is 4.7 per cent above book value.

A breakdown of the Fund's securities portfolio according to book value as at 31 December 1999 shows that 87.9 per cent represented interest-bearing securities and 64.1 per cent government and government-guaranteed securities. Based on market values, the corresponding figures were 83.1 per cent and 60.8 per cent respectively.

### **Interest instruments**

The Fund's holding of sight deposits with the Treasury, bonds and commercial paper totalled NOK 97,611 million as at 31 December 1999 according to book value, an increase of NOK 5,100 million since the end of 1998. The market value of the holdings of sight deposits with the Treasury, bonds and commercial paper was NOK 96,618 million, which is NOK 993

million or 1.0 per cent below book value.

During 1999, the portfolio of sight deposits with the Treasury, government and government-guaranteed bonds and commercial paper increased by NOK 5,840 million, totalling NOK 71,906 million at year-end (book value). Sight deposits with the Treasury rose by NOK 6,800 million to NOK 61,887 million, which represents 62.8 per cent of the Fund's total investments in interest instruments, compared with NOK 59.4 per cent at the end of 1998. The Fund's market portfolio of government bonds represented NOK 4,819 million at end-December 1999, up NOK 878 million since year-end 1998.

The holding of corporate and municipal bonds and commercial paper was thus brought down by NOK 740 million during the year and stood at NOK 25,705 million (book value) as at 31 December 1999, corresponding to 23.0 per cent of total investments (25.2 per cent). Bonds and commercial paper issued by financial institutions represented 73.1 per cent (71.6 per cent).

Deposits with banks were NOK 922 million at year-end 1999, compared with NOK 234 million a year previously.

### **Equities etc.**

The Fund's equity investments totalled NOK 13,618 million (book value) as at 31 December 1999, of which NOK 13,243

million represented shares, NOK 360 million primary capital certificates and NOK 15 million convertible bonds. The book value of equity investments increased by NOK 1,473 million during 1999. At year-end 52 companies were represented in the Fund's investment portfolio, as against 50 companies a year earlier.

On 30 November 1998, the Norwegian parliament made a decision to extend the Fund's access to making investments to include shares in international companies listed on the Oslo Stock Exchange. At year-end 1999, the Fund's equities portfolio included four international companies.

The market value of the investments in shares, primary capital certificates and convertible bonds was NOK 19,904 million as at 31 December 1999. Unrealised gains came to NOK 6,286 million, corresponding to 46.2 per cent of book value.

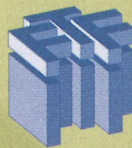
At the end of 1999, the Fund's market share represented 3.2 per cent of the total market capitalisation of the companies listed on the Oslo Stock Exchange.

The Fund's investments in shares etc. represented 11.8 per cent of the Fund's capital based on the book value of the securities portfolio and 16.5 per cent according to market value. In accordance with rules laid down by the Norwegian parliament, the Fund has the right to place up to 20 per cent of its recorded capital in shares etc.

## KEY FIGURES 1999

Realised profits	NOK	<b>7 115</b>	million
Value-adjusted profits	NOK	<b>9 314</b>	million
Realised rate of return		<b>6.6</b>	per cent
Value-adjusted rate of return		<b>8.4</b>	per cent
Value-adjusted rate of return - interest-bearing securities		<b>4.4</b>	per cent
Value-adjusted rate of return			
- shares and primary capital certificates		<b>35.4</b>	per cent
Equity investments at year-end, book value	NOK	<b>13 618</b>	million
Equity investments at year-end, market value	NOK	<b>19 904</b>	million
Total investments at year-end, book value	NOK	<b>112 151</b>	million
Total investments at year-end, market value	NOK	<b>117 444</b>	million
Total capital at year-end, book value	NOK	<b>115 265</b>	million
Total value-adjusted capital at year-end	NOK	<b>120 558</b>	million





## Folketrygdfondet

Haakon VII's gate 2

Postboks 1845 Vika, 0123 Oslo

Telefon 23 11 72 00

Telefax 23 11 72 10

[www.ftf.no](http://www.ftf.no)

E-post: [Folketrygdfondet@ftf.no](mailto:Folketrygdfondet@ftf.no)