



FOLKETRYGDFONDET \* ÅRSBERETNING 2000





# Årsberetning 2000

Formål og virksomhet	2
Nøkeltall	3
Innledning: Når indekser blander og forblinder	4
Styret i Folketrygdfondet	6
Styrets beretning	7
Resultatregnskap	14
Balanse	15
Noter til regnskapet	16
Investeringsvirksomheten i 2000	22
Vekst og variasjoner - et tilbakeblikk på 1990-årene	30
Reglement for Folketrygdfondet	36
Organisasjon og stab	38
<i>English Summary</i>	
Purpose and operations	39
Extracts of Directors' Report for 2000	40
Key figures 2000	43

# Formål og virksomhet

## 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 vara-medlemmer, 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, svensk, finsk eller dansk 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. Plassering i aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige må samlet ikke overstige 5 prosent av Folketrygdfondets ramme for aksjeplasseringer.

Fondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondsbeviskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 0,5 prosent av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland eller Sverige.

## Revisjon

Folketrygdfondets regnskap revideres av Riksrevisjonen.

## Nøkkeltall



Realisert resultat	<b>8 637</b>	mill. kroner
Verdikorrigert resultat	<b>7 808</b>	mill. kroner
Realisert avkastning	<b>7,5</b>	prosent
Verdikorrigert avkastning	<b>6,5</b>	prosent
Verdikorrigert avkastning - renteplasseringer	<b>6,3</b>	prosent
Verdikorrigert avkastning - aksjeplasseringer m.v.	<b>7,0</b>	prosent
Egenkapitalplasseringer, bokført verdi	<b>15 285</b>	mill. kroner
Egenkapitalplasseringer, markedsverdi	<b>21 037</b>	mill. kroner
Totale plasseringer, bokført verdi	<b>120 121</b>	mill. kroner
Totale plasseringer, markedsverdi	<b>124 585</b>	mill. kroner
FTFs kapital pr. 31.12.2000, bokført verdi	<b>123 902</b>	mill. kroner
FTFs kapital pr. 31.12.2000, markedsverdi	<b>128 366</b>	mill. kroner

# Når indekser blender og forblinder

Det har svingt riktig så mye i aksjemarkedet i den senere tid. På årsbasis viste totalindeksen for Oslo Børs i fjor bare en mindre nedgang, men innenfor året var det en avstand mellom topp- og bunnotering på over 30 prosent. Over de to siste år har IT-indeksen nesten blitt tredoblet, før den falt til mindre enn det halve. Utviklingen for IT-indeksen på Oslo Børs var i hovedtrekk på linje med kursutviklingen for IT-aksjer internasjonalt. Etter en kursoppgang som var mer blendende enn begripelig, var tiden kommet for et sannhetens øyeblikk og berettigede korreksjoner. Det var de gamle og velprøvede økonomiske sannheter som trengte seg på – ikke til fortregning for selve den nye informasjonsteknologi, men for den økonomiske virkelighetsfjernhet som for en tid hadde preget verdiansettelsene. For det er nå en gang slik at ny teknologi opphever ikke velkjente økonomiske mekanismer fordi om den åpner for store strukturendringer. Den gir heller ikke varig grunnlag for den helt store avkastning hvis den lett kan kopieres. Den kan nok, som vi har erfart, i initiale faser stimulere til en økonomisk optimisme som kan forblinde, men ny teknologi forsvare ikke over tid kursnivåer som ikke er forankret i realistiske inntjeningstall.

Så IT-indeksene steg høyt og falt dypt, og noen vant og andre tapte på det. Investeringsmidler ble flyttet fra tradisjonell industri til nye IT-selskaper og tilbake igjen. I de forskjellige indekser var det selskaper som gjorde det godt, og noen som gjorde det mindre godt, men som alle ble kursmessig preget av i hvilken indeks de hørte

hjemme og hvilket sentiment som rådet. Slik vil det lett bli når indeksevenking står sentralt, flokkmentaliteten rår og markedspsykologien skifter.

I utgangspunktet skal investeringsbeslutninger fortrinnsvis være selskaps-spesifikke, og investorene bør helst være av forskjellig slag og foreta individuelle analyser og vurderinger av de avkastningsmuligheter og risiki de enkelte bransjer og selskaper byr på. Det gir i teorien det beste grunnlag for prisdannelsen i aksjemarkedet.

Vurderinger av fremtidig avkastning og risiko for enkelt-selskaper kan imidlertid fremstå som vanskeligere og mer usikre enn vurderinger av den generelle kursutvikling, i alle fall vil de være mer arbeids- og kompetansekrevene. En porteføljeinvestor kan derfor både redusere porteføljerisikoen og spare kostnader ved å hoppe bukk over de selskaps-spesifikke vurderinger og i stedet definere seg som "indeksinvestor". En rendyrket indekseringsstrategi innebærer at man ikke satses på å plukke vinnerne blant selskapene på børsen, men at man kjøper de indeksevenkede andeler av både gode og mindre gode selskaper. Man baserer seg på å følge indeksen, dvs. markeds-gjennomsnittet, både i oppgang og nedgang i tro på at aksjemarkedet i det lange løp vil vise oppgang og gi god avkastning. Så lenge en kan vise til at avkastningen på egen portefølje er på linje med indeksen, kan en frikjenne seg for kritikk for dårlig avkastning i nedgangstider.

Når risikovurderingene er knyttet til avkastningsavviket i forhold til en indeks, kan en med en ren matematisk-statistisk begrunnelse også forsvare å investere i

selskaper som kanskje ikke ville stå seg like godt ved en nærmere økonomisk analyse. Ja, skulle et selskap med høyst usikre fremtidsmuligheter ha en betydelig indeksevenkt, ville en lett stille seg mer åpen for kritikk ved å unnlate å investere i det risikofylte selskap enn ved å kjøpe den indeksevenkede andel. De tap på enkelt-selskaper som blir borte i indeksutviklingen, blir mindre kritikkverdige enn de tap en som porteføljeinvestor måtte pådra seg ved at ikke alle bevisste avvik fra indeksen år for år gir den avkastning man håper på. Selskaper som tas inn i en indeks, får derfor også lett en automatisk kursoppgang, siden indeksinvestorene vil inkludere dem i sine porteføljer. Om selskaper får sin vekt i indeksen endret av grunner som ikke har noe med den økonomiske utvikling i selskapet å gjøre, vil aksjekursen likevel bli påvirket av dette. Det er en slags markeds-mekanisme som her gjør seg gjeldende, men den er ikke nødvendigvis egnet til å forbedre aksjemarkedets funksjonsmåte, kanskje er den alt i alt egnet til både å øke volatiliteten og forstyrre den relative prising av selskapene.

Henfallheten til indekserstrategier er størst blant de institusjonelle investorer. Mange av disse har sine inntekter knyttet til størrelsen av den kapital de forvalter, og er naturlig nok opptatt av at forvaltningskapitalen stadig øker gjennom nyttegning. Derved får de en økonomisk interesse i å stimulere tiltroen til fremtidig kursoppgang og dempe frykten for nedgangstider. Det forhold at de institusjonelle investorer spiller en stor og stadig økende rolle i aksjemarkedet, kan bidra til at de korreksjons-

Oslo Børs - totalindeks og IT-indeks



mekanismer som ethvert marked er avhengig av, kan bli svekket. Den "bias" i favør av overdreven kursoptimisme en kan få og den kapitaltilgang som optimismen genererer, kan lede til – som man har sett i de siste to år – at kursoppgangene blir sterkere enn det realøkonomisk egentlig er grunnlag for og at faren for kraftige korreksjoner derfor også blir større enn konjunktursvingningene i næringslivet i seg selv gir grunn til. Og man kan få en utvikling mellom ulike typer av indekser som blir langt mer ubalansert enn det saklig sett er grunnlag for. I det lange løp vil nok aksjekursene, slik man har erfaring for, oppvise en stigende trend, men nødvendige kurskorreksjoner vil også måtte finne sted underveis. I det lange løp er vi for øvrig alle døde, som J.M. Keynes engang sa, så mens vi ennå lever og er aktive i aksjemarkedet, ville det kunne være å foretrekke at markedsvolatiliteten ikke blir altfor stor.

Indekseringsbildet avtegnnet ovenfor må dog nyanseres en del. Mange av de institusjonelle investorer etablerer også spesialfond

og skaper dermed en variasjon som kan bidra til en bedre relativ prising av de enkelte selskaper. På den annen side er det imidlertid også et betydelig innslag av investeringsmessig kortsiktighet og eierskapsmessig passivitet blant de rent finansielt motiverte investorer. Det bidrar til at en lett får fokus på de kortsiktige kursbevegelsene, og at eierskapets betydning for den langsiktige verdiskaping får for liten oppmerksomhet. Det i alle henseende perfekt fungerende aksjemarked kan en neppe håpe å få, men utviklingstrendene hva gjelder eierstruktur og investeringsfilosofier reiser spørsmål om det som fremstår som logisk fra de institusjonelle investorenes ståsted, kanskje ikke er tilsvarende formålstjenlig for selskapene og aksjemarkedet som helhet.

I så måte er det et fremskritt at de institusjonelle investorer er blitt mer opptatt av eierskapsproblemer over de senere år og stiller krav til styrene i selskapene. Kanskje kan det også være på sin plass at selskapene stiller visse krav til investorene qua aksjonærer, og at investorene reflekterer over om de ikke også bør være opptatt av hvilke forpliktelser de selv har overfor de selskaper de gjerne vil tjene godt på, men ikke alltid synes like opptatt av å ta et eiermessig ansvar for. Aksjemarkedet åpner for at selv det flyktigste eierskap gir mulighet for å medvirke til beslutninger som for selskapene kan bli skjebnesvangre på sikt. Slike muligheter tilsier ansvarsfølelse og – så ille det kan lyde – at man er seg bevisst at økonomiske foretak fundamentalt sett ikke er til for aksjonærenes skyld, de er til for kundenes og samfunnets beste.

De siste årene har vært turbulente i aksjemarkedet. Det kan bli bedre i tiden fremover, men det kan også bli verre før den trendmessige kursoppgang igjen tar over. Årets beretning inneholder en egen artikkel som søker å belyse hvor svingende – og risikofylte – finansmarkedene kan være.

Folketrygdfondet kan vise til brukbare resultater for 2000, og til at man har gjort det noe bedre enn, - ja, enn indeksen. Det gjelder både for aksjeplasseringene og renteplasseringene. Også fondet har således nytte av indeksene – som referanseramme for avkastning og risiko, men ikke som anvisning for langsiktige investeringsvalg. De selskapsesifikke avvik fra indeksvektning som fondet har operert med for aksjeporteføljen, har ført til at avkastningen i noen år har vært høyere og i andre år lavere enn for totalindeksen. Over tid har likevel fondets årlige avkastningsrater variert mindre enn indeksavkastningen. Samtidig har Folketrygdfondet totalt sett oppnådd en avkastning i overkant av indeksen. Så får en håpe på at resultatene i årene som kommer kan bli enda bedre.

*Tore Lindholt*

# Styret i Folketrygdfondet

## Medlemmer

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



## Personlige varamedlemmer

Inger-Johanne Lund, Oslo \*  
Kjell Samuelsen, Borgenhaugen \*  
Ingvild Strømsheim Wold, Oslo

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



Liv Skåheim, Førde \*\*  
Anne Berit Andersen, Søgne \*  
Ernst Wroldsen, Tønsberg

Per Arne Olsen, Tønsberg  
Anna Kristine Jahr Røine, Fetsund  
Stein Blindheim, Molde \*



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

\* Oppnevnt for perioden 15.05.1998-15.05.2002  
\*\* Oppnevnt for perioden 30.10.2000-15.05.2002  
De øvrige er oppnevnt for perioden 01.07.2000-30.06.2004



**2000** ble et år preget av moderat vekst i norsk økonomi. Bruttonasjonalproduktet økte med 1,8 prosent. Et fortsatt stramt arbeidsmarked og økende prisvekst bidro til at pengepolitikken ble lagt om i kontraktiv retning. En høy oljepris har bidratt til et rekordstort overskudd i utenriksøkonomien.

For USA er økningen i bruttonasjonalproduktet anslått til hele 5,0 prosent og for EU-landene under ett med 3,3 prosent. Ved siste årsskifte var det tydelige tegn til en avmatning i amerikansk økonomi. Både for USA og EU-landene forventes lavere vekst-rater i 2001.

På bakgrunn av pris- og kostnadsutviklingen gjennomførte Norges Bank i fjor økninger i signalrenten på til sammen 1,5 prosentpoeng. Det bidro til at 3-månedersrenten i løpet av året økte med 1,6 prosentpoeng til 7,5 prosent. Den norske 10-årsrenten varierte en del gjennom året, men falt på årsbasis med 0,2 prosentpoeng til 6,0 prosent. Mens den korte renten ved årets begynnelse lå noe lavere enn den lange renten, var den således markert høyere ved årets slutt.

Det norske aksjemarked var preget av sterke kurssvingninger gjennom året, hvilket i stor grad hadde sammenheng med at en sterk kursøkning for IT-aksjer i årets første måneder ble avløst av kraftige kurskorreksjoner utover året. For året under ett falt totalindeksen for Oslo Børs med 1,7 prosent.

Folketrygdfondet (FTF) oppnådde i 2000 et realisert resultat på 8 637 millioner kroner, som var 1 522 millioner kroner høyere enn året før. Resultatøkningen har i hovedsak sammenheng med en betydelig økning i

realiserte kursgevinster. Den realiserte avkastningsrate ble på 7,5 prosent, mot 6,6 prosent året før.

Det verdikorrigerede resultat var siste år på 7 808 millioner kroner, som var 1 506 millioner kroner lavere enn året før. Nedgangen i verdikorrigeret resultat har sammenheng med at man i 1999 hadde en sterk kursøkning i aksjemarkedet som førte til en betydelig økning i urealiserte kursgevinster. En svak kursutvikling kombinert med at FTF realiserte betydelige kursgevinster førte til en reduksjon i de urealiserte kursgevinster i 2000.

FTF oppnådde en avkastning på porteføljen av renteinstrumenter på 6,3 prosent (mot 4,4 prosent året før) og på 7,0 prosent på porteføljen av aksjer mv. (35,4 prosent). FTFs kapital (beregnet etter markedsverdien av verdipapirporteføljen) beløp seg pr. 31. desember 2000 til i alt 128 366 millioner kroner, hvorav urealiserte kursgevinster utgjorde 4 464 millioner kroner, tilsvarende 3,5 prosent.

## **FTFs investeringsvirksomhet Rammer og risiko**

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 instruksjer og rutiner for den interne kontroll.

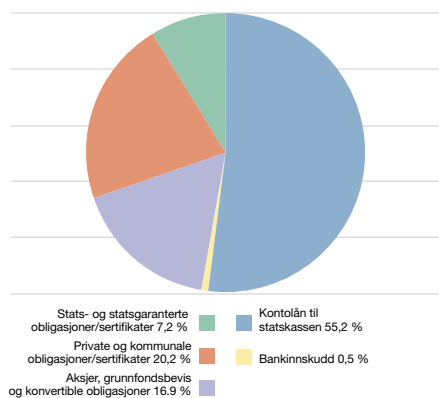
Det er styrets vurdering at kredittrisikoen knyttet til FTFs plasseringer i renteinstrumenter er meget lav og at renterisikoen ligger på et forsvarlig nivå.

Den selskappspesifikke risikoen knyttet til fondets investeringer i aksjer og andre egenkapitalinstrumenter søkes holdt innenfor fastsatte risikorammer gjennom diversifisering på bransjer og selskaper. De kurssvingninger som finner sted i det norske aksjemarked, vil imidlertid føre til at avkastningen på fondets egenkapitalplasseringer vil kunne variere meget fra år til år.

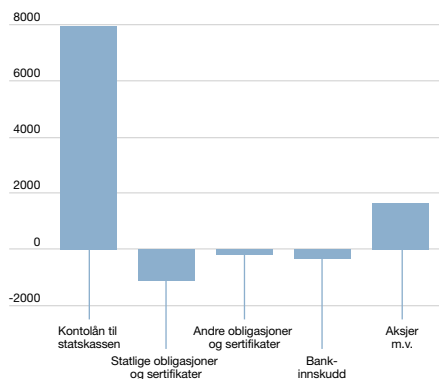
Den kvantitative risikostyringen i fondet tar utgangspunkt i flere typer av risikomål. For fondets egenkapitalplasseringer vil totalindeksen for Oslo Børs representere en naturlig referanseportefølje. Den innbefatter imidlertid ikke grunnfondsbevis som inngår i fondets egenkapitalportefølje. På grunn av de spesielle rammebetingelser som FTF er underlagt, eksisterer ikke en enkelt markedsindeks som kan benyttes som referanseportefølje for fondets renteplasseringer. Det er derfor etablert en referanseportefølje for renteplasseringene på basis av en vektet sammensetning av ulike referanseindekser. Tilsvarende er etablert en referanseportefølje for fondets totale portefølje av verdipapirer. For hver av delporteføljene og for totalporteføljen har styret fastsatt rammer for risiko målt ved relativ volatilitet. Det vises til egen omtale i årsberetningen om risiko- og avkastningsutviklingen for fondets delporteføljer og totalporteføljen. Det er styrets vurdering at FTF har et betryggende risikostyringssystem og at rammene for risiko ligger på et forsvarlig nivå.

Finansdepartementet fastsetter for hvert år en maksimalramme for fondets netto økning av beholdningen av private og kommunale verdipapirer (obligasjoner, sertifikater, bank-

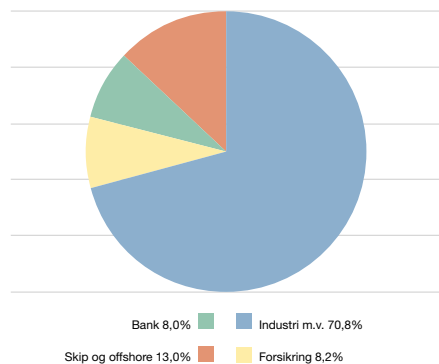
**Porteføljens sammensetning pr. 31.12.2000**  
Markedsverdi. Prosentvis fordeling



**Endringer i porteføljens sammensetning 2000**  
Bokført verdi. Millioner kroner



**Aksjefortøljens sammensetning pr. 31.12.2000**  
Markedsverdi. Prosentvis fordeling



innskudd, aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner). For 2000 ble denne rammen fastsatt til 1,5 milliarder kroner. Etter de regler som er fastsatt av Finansdepartementet 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. Reglene for kontolån innebærer imidlertid at de er lite likvide.

Folketrygdfondets kapital øker over tid ved at den avkastning som realiseres på fondets plasseringer i verdipapirer fortløpende blir reinvestert. De rammebetingelser som gjelder setter stramme grenser for aktivaallokeringen. Kapitaltilgangen i fondet i 2000 medførte at fondets plasseringer i verdipapirer økte med i alt 7 966 millioner kroner (etter bokført verdi). Økningen fordelte seg med 6 814 millioner kroner på stats- og statsgaranterte verdipapirer og 1 152 millioner kroner på private og kommunale verdipapirer. Beholdningen av private og kommunale renteinstrumenter ble redusert med 514 millioner kroner, mens beholdningen av egenkapitalinstrumenter ble økt med 1 666 millioner kroner. I tillegg er det regnskapsført en fordringsøkning på 316 millioner kroner knyttet til en aksjepost i Aker RGI ASA hvor det siste år skjedde en tvangsutløsning av minoritetsaksjonærene. Inkludert denne fordring, regnet etter kostpris for aksjeposten, økte beholdningen av ikke-statlige verdipapirer med 1 356 millioner kroner, hvilket innebærer at økningen av beholdningen av ikke-statlige verdipapirer utgjorde 16,6 prosent av

den samlede beholdningsøkning siste år. Folketrygdfondets beholdning av verdipapirer, inklusive bankinnskudd og eksklusive forannevnte fordring, beløp seg pr. 31. desember 2000 til i alt 120 121 millioner kroner etter bokført verdi (kostpris). Markedsverdien på porteføljen i 2000 beløp seg til 124 585 millioner kroner, som er 3,6 prosent høyere enn bokført verdi.

Av den samlede verdipapirporteføljen, regnet etter bokført verdi, utgjorde plasseringer i rentepapirer ved siste årsskifte 87,3 prosent og beholdningen av stats- og statsgaranterte verdipapirer 65,5 prosent. Basert på markedsverdien av porteføljen var de tilsvarende tall henholdsvis 83,1 prosent og 62,5 prosent. Utviklingen i porteføljen i løpet av 2000 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 2000 til 104 244 millioner kroner etter bokført verdi, hvilket er en økning på 6 633 millioner kroner siden forrige årsskifte. Markedsverdien av beholdningen av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg til 102 956 millioner kroner, som er 1 288 millioner kroner eller 1,2 prosent lavere enn bokført verdi. Den negative urealiserte kursgevinst har sammenheng med de renteøkninger som har funnet sted.

De samlede plasseringer i kontolån samt stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater ble økt med 6 814 millioner kroner og beløp seg ved siste årsskifte til 78 720 millioner kroner (bokført verdi). Beholdningen av kontolån til statskassen økte med 7 946 millioner kroner til 69 833 millioner kroner, hvilket utgjorde 66,6 prosent av fondets totale plasseringer i renteinstrumenter (mot 62,8 prosent ved forrige årsskifte). Fondets markedsportefølje av statspapirer utgjorde ved siste årsskifte 4 929 millioner kroner, som var 110 millioner kroner mer enn ved forrige årsskifte.

Beholdningen av private og kommunale obligasjoner og sertifikater ble siste år redusert med 181 millioner kroner og beløp seg ved årsskiftet til 25 524 millioner kroner (bokført verdi), hvilket tilsvarte 21,3 prosent av de samlede plasseringer (mot 23,0 prosent ved forrige årsskifte). Av dette utgjorde obligasjoner og sertifikater utstedt av finansforetak 67,3 prosent (73,1 prosent). Innskudd i banker beløp seg ved siste årsskifte til 588 millioner kroner, mot 922 millioner ved forrige årsskifte.

### Aksjer mv.

Folketrygdfondets portefølje av egenkapitalplasseringer beløp seg pr. 31. desember 2000 til 15 285 millioner kroner (bokført verdi) fordelt med 14 928 millioner kroner på aksjer, 291 millioner kroner på grunnfondsbevis og 66 millioner kroner på konvertible obligasjoner.

Markedsverdien av plasseringene i aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner beløp seg ved siste årsskifte til 21 037 millioner kroner. De urealiserte kursgevinster utgjorde i alt 5 752 millioner kroner, som tilsvarte 37,6 prosent av bokført verdi.

Fondet hadde ved siste årsskifte foretatt investeringer i totalt 61 selskaper, mot 52 selskaper ved forrige årsskifte. Fondets aksjeportefølje inkluderte fire utenlandsregistrerte selskaper. Investeringene i grunnfondsbevis er fordelt på fire sparebanker.

Fondets markedsandel utgjorde ved siste årsskifte 3,1 prosent av børsverdien av selskaper notert på Oslo Børs.

Fondets plasseringer i aksjer mv. utgjorde 12,3 prosent av FTFs kapital beregnet etter bokført verdi av verdipapirporteføljen og 16,4 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 og andre egenkapitalinstrumenter.

### 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.

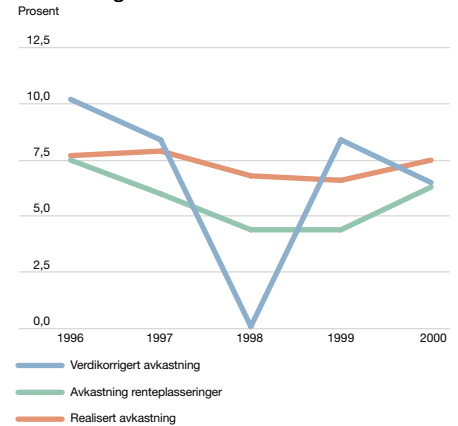
Realisert resultat for 2000 beløp seg til 8 637 millioner kroner, hvilket tilsvarte en avkastningsrate på 7,5 prosent (7 115 millioner kroner og 6,6 prosent i 1999).

Samlede renteinntekter beløp seg siste år til 6 892 millioner kroner (6 607 millioner kroner) og mottatt aksjeutbytte til 456 millioner kroner (329 millioner kroner). Realiserte kursgevinster beløp seg til 1 312 millioner kroner (202 millioner kroner), som fordelte seg med -206 millioner kroner på kontolån, obligasjoner og sertifikater og 1 518 millioner kroner på aksjer mv. Det realiserte kurstapet på obligasjoner har dels sammenheng med kurstap som er realisert i forbindelse med innfrielse av obligasjoner og dels kurstap som er realisert ved omplasinger 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. Nærmere halvparten av de netto realiserte kursgevinster kan henføres til salg av aksjer i Kreditkassen knyttet til det utenlandske oppkjøp av banken.

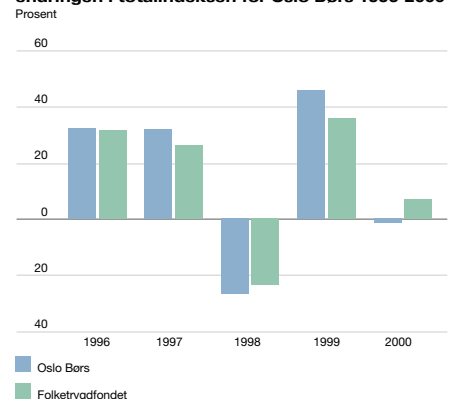
Fondets administrasjonskostnader beløp seg for 2000 til 26,1 millioner kroner, som er en økning på 2,0 millioner kroner sammenlignet med året før. Økningen har i første rekke sammenheng med økte personalkostnader. Lønnskostnader, styrehonorarer og sosiale kostnader utgjorde 52,5 prosent av de samlede administrasjonskostnader, mot 49,0 prosent året før.

Verdikorrigert resultat beløp seg for 2000 til 7 808 millioner kroner (mot 9 314 millioner kroner året før), hvilket tilsvarte en avkastningsrate på 6,5 prosent (8,4 prosent). Endring i urealiserte kursgevinster beløp seg

**Avkastningsrater 1996-2000**

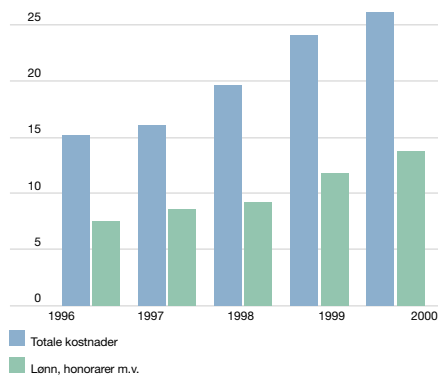


**Avkastningen på FTFs egenkapitalplasseringer og endringen i totalindeksen for Oslo Børs 1996-2000**

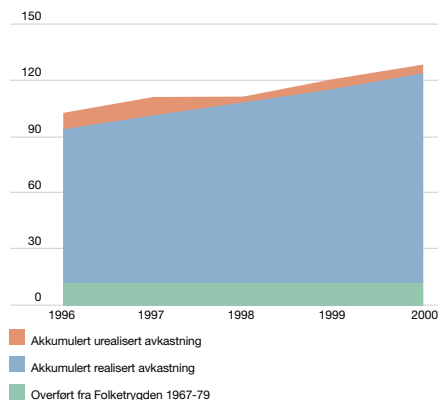


**FTFs administrasjonskostnader 1996-2000**

Millioner kroner

**Utviklingen i FTFs kapital 1996-2000**

Milliarder kroner



til -829 millioner kroner (2 199 millioner kroner), som fordelte seg med -295 millioner kroner på kontolån, obligasjoner og sertifikater og -534 millioner kroner på aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner. Nedgangen i urealiserte kursgevinster i renteporteføljen har sammenheng med økning i rentenivået for obligasjoner med kort og mellomlang løpetid. Nedgangen i urealiserte kursgevinster i egenkapitalporteføljen må ses i sammenheng med at det i løpet av året ble realisert store kursgevinster.

Den verdikorrigerede avkastningsrate på plasseringer i rentepapirer var siste år 6,3 prosent (4,4 prosent). Den tilsvarende avkastningsrate på plasseringer i aksjer mv. i form av utbytte, realiserte kursgevinster og endring i urealiserte kursgevinster var 7,0 prosent (35,4 prosent).

Med tillegg av årets resultat beløp Folkestrygdfondets kapital seg pr. 31. desember 2000 til i alt 128 366 millioner kroner, hvorav urealiserte kursgevinster utgjorde 4 464 millioner kroner, tilsvarende 3,5 prosent. De urealiserte kursgevinster fordelte seg med -1 288 millioner kroner på porteføljen av kontolån, obligasjoner og sertifikater og 5 752 millioner kroner på porteføljen av aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner.

**Avkastningsutviklingen**

Fondet oppnådde siste år en avkastning på sine investeringer som både for renteporteføljen og aksjeporteføljen var høyere enn for de respektive referanseporteføljer. For porteføljen av renteinstrumenter var avkastningen 0,5 prosentpoeng høyere enn for referanseporteføljen. Også i 1999 oppnådde fondet en høyere avkastning enn den som gjaldt for referanseporteføljen. Over de siste fem år har fondet hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på renteplasseringene på 5,7 prosent, hvilket var på linje med avkastningen for referanseporteføljen. Ved vurderingen av størrelsen av avkastningen må tas i betraktning at mer enn tre fjerdedeler av fondets renteplasseringer, som en konse-

kvens av gjeldende rammebetingelser, består av statlige verdipapirer (kontolån, obligasjoner og sertifikater).

Det norske aksjemarked var i 2000 preget av store kurssvingninger gjennom året og en mindre kursnedgang for året sett under ett. FTF oppnådde en avkastning på plasseringene i aksjer og grunnfondsbevis som både var høyere enn for renteplasseringene og 8,7 prosentpoeng bedre enn utviklingen for totalindeksen for Oslo Børs. Den betydelige meravkastning i forhold til totalindeksen hadde i første rekke sammenheng med at fondet har vært undervektet i IT-sektoren som opplevde en sterk kursnedgang siste år, og at kursutviklingen var relativt god for noen av de selskaper hvor fondet har vært overvektet. I 1999 var fondets avkastning på porteføljen av egenkapitalinstrumenter markert lavere enn for totalindeksen som følge av sterk kursøkning for IT-selskaper og en relativt svak kursutvikling for enkelte av de selskaper som har stor vekt i FTFs portefølje. Meravkastningen som fondet oppnådde siste år, var imidlertid såvidt stor at den mer enn oppveide mindreavkastningen året før. Over siste femårsperiode har fondet hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på plasseringene i aksjer og grunnfondsbevis på 12,9 prosent, hvilket var 0,2 prosentpoeng høyere enn for totalindeksen for Oslo Børs.

Som følge av den store vekt som plasseringer i renteinstrumenter har i fondets portefølje, vil totalavkastningen i stor grad bli bestemt av avkastningsraten på renteplasseringer. Den høye avkastningen på aksjer og grunnfondsbevis bidro til at den gjennomsnittlige verdikorrigerede avkastning på fondets totale kapital for perioden 1996-2000 var på 6,7 prosent pr. år, dvs. 1,0 prosentpoeng høyere enn den gjennomsnittlige avkastning på renteporteføljen.

Det vil normalt være større årlige flukturasjoner i avkastningen på aksjer enn for renteinstrumenter som følge av konjunkturmessige variasjoner eller at det inntreffer mer spesielle begivenheter. Over de siste tre

år har det således vært store svingninger i aksjekursene som kan henføres til fall i oljeprisen og uro i de internasjonale finansmarkeder i 1998, sterk kursoppgang for IT-selskaper i 1999 og en sterk nedgang for de samme selskaper siste år. I tillegg har aksjemarkedene i 2000 blitt preget av klare tegn på en konjunkturmessig avmatning i amerikansk økonomi. Disse forhold har medført at den gjennomsnittlige avkastning i det norske aksjemarked i denne treårsperioden var på bare 1,6 prosent pr. år målt ved totalindeksen. Fondet oppnådde i samme periode en gjennomsnittlig årlig avkastning på 3,5 prosent. Siden 1993 – da den siste konjunkturoppgangen ble innledet – har FTF likevel hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på plasseringene i aksjer og grunnfondsbevis på 17,5 prosent, hvilket var noe høyere enn for totalindeksen for Oslo Børs.

Etter styrets vurdering må FTFs avkastning både for siste år og sett over tid kunne anses som tilfredsstillende på bakgrunn av markedsutviklingen og fondets rammebetingelser.

## Skjønnsrettssak – tvangsutløsning

Ved forrige årsskifte hadde Folketrygdfondet aksjer i Aker RGI ASA til en bokført verdi av 204 millioner kroner. Som omtalt i årsberetningen for 1999 besluttet hovedaksjonæren i selskapet i fjor å gjennomføre en tvangsutløsning av minoritetsaksjonærene i medhold av allmennaksjeloven § 4-25. FTFs tidligere aksjeinnhav ble etter tvangsutløsningen omgjort til en fordring på hovedaksjonæren.

Fordringen er ført opp i balansen pr. 31. desember 2000 med et beløp på 316 millioner kroner som tilsvare verdien etter det siste overtakelsestilbud som ble fremsatt før tvangsutløsningen. Forskjellen mellom fordringens verdi og bokført verdi av vedkommende aksjepost er i regnskapet ført opp som realisert kursgevinst med 112 millioner kroner.

Den endelige verdi av fordringen vil bli fastsatt ved rettslig skjønn. Folketrygdfondet

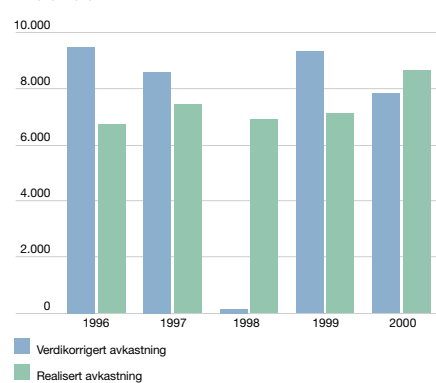
vil bli representert i skjønnsrettssaken av firma Wiersholm, Mellbye & Bech. Det antas at skjønnsrettssak vil bli avholdt i 2. halvår 2001.

## Eierskapsutøvelse

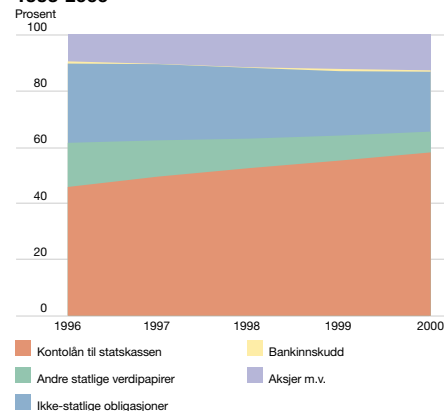
I styrets beretning for 1998 ble orientert om retningslinjene for FTFs eierskapsutøvelse. I henhold til retningslinjene er fondet ikke forutsatt å utøve eierskap utover det som er naturlig for fondet som finansiell investor og profesjonell porteføljeforvalter. Fondet deltar således ikke i selskapers styre og søker å opptre i samsvar med den rollefordeling som gjelder for de ulike organer i selskapene. Fondet har imidlertid ansvar for å ivareta sine økonomiske interesser i de enkelte selskaper. Siden fondet legger vekt på langsiktighet i sin investeringspolitikk, vil det ikke kunne ivareta sine aksjonærinteresser bare gjennom de løpende kjøps- og salgsbeslutninger. FTF søker så langt det er praktisk mulig å delta på generalforsamlinger i de enkelte selskaper, og fondet er også representert i bedriftsforsamling eller representantskap i enkelte selskaper. Slik representasjon har først og fremst interesse ut fra informasjonshensyn. Fondet legger vekt på å opptre slik at det ikke skal kunne oppfattes som å inngå i noen gruppedannelser av aksjonærer eller å stå noen miljøer i næringslivet nærmere enn andre. Som statlig fond vektlegger FTF nøytralitet og uavhengighet i forhold til andre – private eller statlige – aktører i aksjemarkedet, og at fondets standpunkt taker i de saker som det vil måtte forholde seg til som aksjonær, skal være basert på sakenes realiteter og fondets økonomiske interesser.

Styret vil vise til at det over de senere år har vært en økende interesse omkring prinsipielle spørsmål knyttet til aksjonærenes eierrolle. Styret ser positivt på at de største institusjonelle investorer i det norske markedet har opprettet et forum for drøfting av slike spørsmål. Folketrygdfondet er representert i forumet, og styret har gitt tilslutning til de prinsipielle retningslinjer som dette forum har utarbeidet om eierskapsprospørsmål.

FTFs avkastning 1996-2000  
Millioner kroner



Utviklingen i porteføljens sammensetning 1996-2000



## Styret

Oppnevningssperioden for 4 av styrets medlemmer og varamedlemmer utløp i 2000. Ved kgl. resolusjon den 30. juni 2000 ble følgende medlemmer og personlige varamedlemmer oppnevnt for perioden 1. juli 2000 - 30. juni 2004: Anne Breiby (Ernst Wroldsen), Tove Lehre (Ingvild Strømsheim Wold), Per Arne Olsen (Terje Søviknes) og Anna Kristine Jahr Røine (Ola Prestegarden).

Fra samme tidspunkt fratrådte Kjell E. Helland og Svein Kiran som varamedlemmer til styret. Varamedlem Johanna Myklebust ble 30.10.2000 løst fra vervet som varamedlem til styret, og som nytt varamedlem fra samme tidspunkt ble oppnevnt Liv Skåheim.

Styret har i 2000 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.

## Administrasjonen

Folketrygdfondet hadde ved siste årsskifte 22 tilsatte.

Det er en målsetting for organisasjons- og utviklingsarbeidet at fondet 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 ledelses- og organisasjonsutvikling. Det har videre vært arbeidet systematisk over de senere år med å styrke kapasiteten og kompetansen på risikostyring og risikomåling. Det ble siste år også gjennomført en nødvendig styrking av bemanningen på egenkapitalsiden.

Arbeidsmiljøet i fondet er godt. Sykefraværet var siste år på 3,5 prosent. Folketrygdfondets virksomhet medfører ingen forurensetning av det ytre miljø.

Styret vil rette en takk til medarbeiderne for de gode resultater som fondet har oppnådd.

## Endringer i reglementet

Stortinget vedtok den 16. juni 2000 følgende tilføyelse til § 5, 1. ledd i reglementet for Folketrygdfondet: "Styret skal påse at det er etablert et betryggende risikostyringssystem for fondets forvaltning." Reglementsendringen innebærer en presisering av at ansvaret for den konkrete fastsettelse av risikorammer for kapitalforvaltningen er tillagt fondets styre.

Stortinget fattet den 28. november 2000 vedtak om endringer i § 5 i fondets reglement, som innebærer at fondets plasseringsadgang utvides til å omfatte aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige. Plasseringer i aksjer notert på børs i de nevnte land må ikke overstige 5 prosent av fondets ramme for aksjeplasseringer, dvs. at slike plasseringer ikke må overstige mer enn 1 prosent av fondets forvaltningskapital. Eierandelen i selskaper i disse land kan videre ikke utgjøre mer enn 0,5 prosent av total aksjekapital i det enkelte selskap.

Stortinget fattet samme dag dessuten vedtak om endring i § 6 i reglementet, hvor etter bestemmelsen i denne paragraf har følgende ordlyd: "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 grunnforutsetningene om ordentlig regnskapsføring og med forsiktig og god regnskapsskikk. Årsregnskapet skal være underskrevet og ferdig til revisjon senest 15. mars."

## FTFs utvikling og investorerolle

Folketrygdfondet vil i 2001 kunne markere 10-årsjubileum som investor i aksjemarkedet. Da Stortinget i juni 1991 med knapt flertall fattet vedtak om å gi fondet adgang til å investere i børsnoterte norske aksjer, hadde fondet en administrasjon bestående av bare tre ansatte, og erfaringsgrunnlaget var i første rekke knyttet til fondets rolle som investor i obligasjonsmarkedet.

FTF har i de etterfølgende år gradvis gjennomført bemanningsøkninger og

suksessivt bygget opp sin forvaltningskompetanse. Nye og moderne informasjons- og styringssystemer er innført, og metodene for styring av risiko er blitt stadig forbedret.

Folketrygdfondet har lagt vekt på å fremstå som en langsiktig investor og en ansvarsbevisst aksjonær. Samtidig som fondet er opptatt av å ivareta sine økonomiske interesser som finansiell investor, er FTF innforstått med at aksjonærer også bør være opptatt av hva som er til selskapenes beste og av den langsiktige verdiskaping og de industrielle utviklingsmulighetene i de enkelte selskaper. Som langsiktig og ansvarsbevisst aksjonær har FTF vært innstilt på å stå ved selskaper som opplever forbigående vansker og på å unngå at selskapenes problemer kan bli forsterket ved aksjesalg fra fondets side. FTFs finansielle kapasitet har også gjort det mulig for fondet å delta med betydelige andeler i større emisjoner. På den annen side forventer fondet at selskapene er preget av god styring og kontroll, dvs. av god corporate governance. Videre forventes at selskapene ivaretar alle aksjonærers interesser og aksjemarkedets informasjonsbehov på en god måte.

Folketrygdfondet har ikke funnet det forenlig med hensynet til langsiktighet å operere som rendyrket indeksinvestor i det norske aksjemarkedet. Fondet legger imidlertid vekt på å ha en relativt lav risikoprofil. Avkastningsutviklingen for FTF har over tid vært i overkant av utviklingen for totalindeksen for Oslo Børs. Samtidig har de årlige variasjoner i avkastningen vært mindre for FTF enn for totalindeksen. FTFs langsiktighet som investor har således over tid gitt en tilfredsstillende avkastning, selv om fondets avkastning på aksjeinvesteringene i enkelte år har avveket en del fra det totalindeksen har vist.

Som foran nevnt, fikk fondet siste år adgang til å foreta investeringer i aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige. Styret har ved flere anledninger gitt uttrykk for ønske om en slik utvidelse av plasseringsadgangen. Selv om det er fastsatt stramme rammer for aksjeinvesteringer

utenfor Norge slik at de ikke vil få noe stort omfang, er styret tilfreds med at det er åpnet adgang for å kunne investere i andre nordiske land. Det vil gjøre det mulig å øke andelen av aksjeplasseringer i totalporteføljen, hvilket vil bidra til økt avkastning over tid.


Ut fra de rammer som er fastsatt, vil FTFs investeringsprofil være en annen for investeringer utenfor Norge enn den som har vært lagt til grunn og fortsatt vil bli fulgt for inves-


teringer i Norge. For investeringene i aksjer i Danmark, Finland og Sverige vil FTF legge til grunn en nokså rendyrket indekseringsstrategi. FTF vil også for disse investeringer selv forestå forvaltningen.

Selv om FTFs aksjeinvesteringer får størst oppmerksomhet i omverdenen, svarer plasseringer i renteinstrumenter for mer enn fire femtedeler av fondets samlede investeringer. Som følge av de rammebetingelser

som gjelder, økte andelen av statlige plasseringer, først og fremst kontolån til statskassen, også siste år, og slike plasseringer utgjorde ved siste årsskifte vel 65 prosent av totalporteføljen. Som styret har gitt uttrykk for ved tidligere anledninger, vil det av avkastningshensyn være ønskelig at Folketrygdfondet gis anledning til å nytte en større andel av den årlige kapitaløkning til investeringer i ikke-statlige verdipapirer.

Oslo, den 8. mars 2001

  
Bjørn Ven  
(leder)

  
Per Gunnar Olsen  
(nestleder)

  
Stein Blindheim

  
Anne Breiby

  
Harald Ellefsen

  
Tove Lehre

  
Per Arne Olsen

  
Anna Kristine Jahr Røine

  
Oddvar Skaiaa

# Resultatregnskap

Millioner kroner	Note	2000	1999
<b>Realiserte inntekter</b>			
Renteinntekter	1	6 892	6 607
Utbytte		456	329
Realiserte verdipapirgevinster	2	1 312	202
Andre inntekter	3	3	1
Sum realiserte inntekter		8 663	7 139
<b>Driftskostnader</b>			
Administrasjons- og forvaltningskostnader	4,9	26	24
Sum driftskostnader		26	24
Realisert resultat		8 637	7 115
Endring urealiserte verdipapirgevinster	5	(829)	2 199
Verdikorrigert resultat		7 808	9 314



# Balanse pr. 31. desember

Millioner kroner	Note	2000	1999
<b>Eiendeler</b>			
Verdipapirer til kostpris	5,7		
Statssertifikater		0	26
Andre sertifikater		6 939	5 254
Kontolån til statskassen		69 833	61 887
Stats- og statsgaranterte obligasjoner		8 887	9 993
Andre ihendehaverobligasjoner		18 585	20 451
Konvertible obligasjoner		66	15
Aksjer, grunnfondsbevis		15 219	13 603
Urealiserte verdipapirgevinster	5,7	4 464	5 293
Opptjente, ikke forfalte renter		3 452	3 111
Fordring TRG		316	0
Andre fordringer	6	17	3
Bankinnskudd	8	588	922
Driftsmidler	9	3	4
<b>Sum eiendeler</b>		<b>128 369</b>	<b>120 562</b>
<b>Gjeld og egenkapital</b>			
Folketrygdfondets kapital	10	128 366	120 558
Gjeld	11	3	4
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>		<b>128 369</b>	<b>120 562</b>

Oslo, 31. desember 2000 / 8. mars 2001

Björg Ven Leder	Per Gunnar Olsen Nestleder	Stein Blindheim	Anne Breiby	Harald Ellefsen
Tove Lehre	Per Arne Olsen	Oddvar Skaiaa	Anna Kristine Jahr Røine	

Tore Lindholt  
Adm. direktør

Folketrygdfondets regnskap for 2000 er revidert og godkjent av Riksrevisjonen.

Oslo, 9. mars 2001

Etter fullmakt  
Stig Kilvik  
Avdelingsdirektør

Siv Janne Natvik  
Rådgiver

# Noter

## **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****Mill.kr.**

	2000	1999
Kontolån og stats- og statsgaranterte obligasjoner	5 180	4 803
Andre ihendehaverobligasjoner	1 205	1 468
Konvertible obligasjoner	3	1
Sertifikater	463	286
Bankinnskudd	41	49
Pantelån og gjeldsbrev	0	0
Sum	6 892	6 607

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

	2000	1999
Kontolån og obligasjoner	-207	-259
Sertifikater	1	7
Aksjer m.v.	1 518	454
Sum	1 312	202

**NOTE 3 - Andre inntekter**

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

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

	2000	1999
Lønn	10,7	9,2
Honorarer etc.	0,6	0,6
Folketrygdavgifter	1,7	1,5
Pensjonskostnader	0,7	0,5
Andre driftskostnader	10,0	10,3
Verdiforvaltning Norges Bank/årsavgift VPS	0,8	0,6
Avskrivninger	1,6	1,4
Sum	26,1	24,1

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

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

	2000	1999
Markedsverdi portefølje pr. 31. desember	123 993	116 522
Historisk kost portefølje pr. 31. desember	119 529	111 229
Urealiserte verdipapirgevinster	4 464	5 293
Endring urealiserte verdipapirgevinster	-829	2 199

Urealiserte verdipapirgevinster pr. 31. desember 2000 fordeler seg som følger:

	Kostpris	Markeds- verdi	Urealiserte gevinster	Endring urealiserte gevinster
Sertifikater	6 939	6 926	-13	-10
Kontolån og obligasjoner	97 305	96 030	-1 275	-285
Konvertible obligasjoner	66	57	-9	-6
Aksjer	14 928	20 450	5 522	-579
Grunnfondsbevis	291	530	239	51
Sum	119 529	123 993	4 464	-829

**NOTE 5b - Fordeling av urealiserte verdipapirgevinster for kontolåns- og obligasjonsporteføljen pr. 31. desember 2000****Mill.kr.**

	Pålydende	Kostpris	Markedsverdi	Urealiserte gevinster
Kontolån	68 700	69 833	68 829	-1 004
Stat	8 064	8 887	9 020	133
Industri	4 896	5 094	4 873	-221
Kommuner og fylker	373	382	363	-19
Finansforetak	13 167	13 109	12 945	-164
Sum	95 200	97 305	96 030	-1 275

**NOTE 6 - Andre fordringer****Mill.kr.**

Andre fordringer består av:	31.12.2000	31.12.1999
Uoppgjorte verdipapirer	10	0
Pantelån under forvaltning av Rikstrygdeverket	3	3
Påløpt utbytte	3	0
Diverse	1	0
Sum	17	3

**NOTE 7 a - Folketrygdfondets beholdning av aksjer pr. 31. desember 2000**

Selskap	Aksjekapital pr. klasse (1 000 kr)	Pålydende pr. aksje (kr)	Antall aksjer 31.12.2000	%-vis andel av total aksjekap. i selskapet	Markeds- verdi (1 000 kr)
Den norske Bank	7 786 578	10,00	20 500 000	2,63	973 750
BN bank	487 710	50,00	926 026	9,49	180 575
Storebrand	1 387 736	5,00	27 671 673	9,97	1 729 479
Alvern Norway	29 354	1,00	517 000	1,76	242
A-pressen	177 086	20,00	200 000	2,26	32 000
Avantor	18 430	0,92	1 619 227	8,07	80 151
Axis-Shield	16 094	0,35	1 797 600	3,91	131 224
EDB Business Partner	156 081	1,75	4 025 163	4,51	406 541
Elkem	985 600	20,00	2 270 000	4,61	320 070
Enitel	844 243	40,00	800 600	3,79	64 048
Farstad Shipping	45 329	1,00	1 316 000	2,90	46 586
Fjord Seafood	70 228	1,00	1 056 500	1,50	37 400
InFocus Corporation	3	0,00	225 000	0,59	30 600
Kongsberg Gruppen	150 000	5,00	1 350 000	4,50	114 750
Kverneland	97 153	10,00	489 850	5,04	33 309
Kvæerner	1 332 923	12,50	8 631 306	8,09	539 456
Merkantildata	184 615	1,00	6 676 600	3,62	229 007
Narvesen	200 000	20,00	141 200	1,41	39 394
Nera	246 380	2,00	13 122 647	10,65	505 221
Norsk Hydro	5 331 933	20,00	8 119 982	3,05	3 028 753
Norske Skog A	679 717	20,00	2 121 362	6,24	787 025
Norske Skog B	251 724	20,00	812 000	6,45	237 104
Norsk Vekst	586 666	88,00	293 800	4,41	36 137
Norsk vekst Forvaltning	13 333	2,00	213 800	3,21	2 351
Nycomed Amersham	31 776	0,05	22 709 200	3,57	1 635 062
Olav Thon	118 979	10,00	800 000	6,72	138 400
Orkla	1 370 289	6,25	19 261 051	8,79	3 351 422
Pan Fish	64 238	0,50	760 000	0,59	45 600
Rieber & Søn A	398 245	10,00	4 150 000	10,42	224 100
Rieber & Søn B	409 309	10,00	5 750 000	14,05	276 000
Scana Industrier	26 583	1,25	1 087 081	5,11	7 555
Scandinavian Online	45 477	1,00	415 150	0,91	13 326
Schibsted	69 250	1,00	3 762 300	5,43	408 209
Sense Communication	15 933	0,25	800 000	1,26	15 600
Stepstone	4 752	0,02	1 430 000	0,60	22 165
Tandberg	55 349	1,00	2 644 000	4,78	214 164
Telenor	10 812 911	6,00	20 238 095	1,12	777 142
TGS-Nopec	24 419	1,00	971 500	3,98	102 007
Tomra Systems	176 026	1,00	4 000 000	2,27	684 000
C. Tybring-Gjedde	124 438	5,00	612 352	2,46	6 307
Unitor Ships Service	244 370	12,50	1 155 400	5,91	68 168
Veidekke	66 474	2,50	3 360 000	12,64	186 480

**NOTE 7 a - Fortsatt**

Selskap	Aksjekapital pr. klasse (1 000 kr)	Pålydende pr. aksje (kr)	Antall aksjer 31.12.2000	%-vis andel av total aksjekap. i selskapet	Markeds- verdi (1 000 kr)
Bergesen d.y. A	122 305	2,50	2 683 700	5,49	370 350
Bergesen d.y. B	52 742	2,50	700 000	3,32	88 900
Bonheur	57 450	5,00	300 560	2,62	56 805
DSND Søndenfjelds-Norske					
Dampskibsselskab	54 833	1,00	1 300 000	2,37	37 180
Fred Olsen Energy	1 206 000	20,00	1 670 400	2,77	107 740
Ganger Rolf	45 750	5,00	272 330	2,98	51 470
Leif Høegh & Co	72 500	2,00	1 500 500	4,14	111 037
Petroleum Geo-Services	511 739	5,00	3 175 000	3,10	368 300
ProSafe	261 788	10,00	740 050	2,83	100 646
Royal Caribbean Cruises	1 687	0,01	2 906 040	1,72	680 013
SAS B	235 000	10,00	1 210 100	5,15	113 144
Solstad Offshore	71 588	2,00	745 930	2,08	28 345
Stolt Offshore	45 446	2,00	893 200	3,93	83 067
Stolt Offshore A	94 859	2,00	42 400	0,09	3 858
Stolt-Nielsen B	30 648	1,00	813 200	2,65	114 254
Smedvig A	82 521	1,50	720 000	1,31	60 480
Odfjell A	182 277	10,00	533 600	2,93	72 036
Odfjell B	85 475	10,00	513 500	6,01	61 620
Ugland Nordic Shipping	69 548	5,00	460 000	3,31	49 450
W. Wilhelmsen A	752 000	40,00	802 000	4,27	64 160
W. Wilhelmsen B	348 000	40,00	880 000	10,11	66 000
Sum markedsverdi					20 449 756
Urealiserte kursgevinster aksjer					5 522 140
Bokført kostpris					14 927 616

**NOTE 7 b - Folketrygdfondets beholdning av grunnfondsbevis  
pr. 31. desember 2000**

SELSKAP	Grunnfonds- kapital (1000 kr)	Pålydende pr. andel (kr)	Antall	%-vis andel av total grunnfonds- kapital i selskapet	Markeds- verdi (1000 kr)
Sparebanken Midt-Norge	605 310	100,00	294 300	4,86	54 445
Sparebanken Nord-Norge	659 702	100,00	290 000	4,40	51 040
Sparebanken Rogaland	748 969	100,00	366 600	4,89	90 733
Gjensidige Nor	4 688 936	100,00	1 300 000	2,77	334 100
Sum markedsverdi					530 318
Urealiserte kursgevinster grunnfondsbevis					239 013
Bokført kostpris					291 305

**NOTE 8 - Bankinnskudd**

	<b>Mill.kr.</b>	
	2000	1999
Folioinnskudd	86	4
Kortsiktige plasseringer	502	230
<b>Totalt</b>	<b>588</b>	<b>234</b>

**NOTE 9 - Driftsmidler**

	<b>Mill. kr.</b>	
	Maskiner og inventar	
Anskaffelseskost		
Anskaffelseskost pr. 31.12.1999		7,0
+ Tilgang 2000		1,7
- Avgang 2000 (tilbakeføring av nedskrivninger)		1,7
<b>Anskaffelseskost pr. 31.12.2000</b>		<b>7,0</b>
Avskrivninger		
Akkumulerte avskrivninger pr. 31.12.1999		3,5
+ Ordinære avskrivninger 2000		1,7
- Avskrivninger på avgang 2000 (tilbakeføring av nedskrivninger)		1,7
<b>Bokført verdi etter avskrivninger pr. 31.12.2000</b>		<b>3,5</b>

**NOTE 10 - Folketrygdfondets kapital**

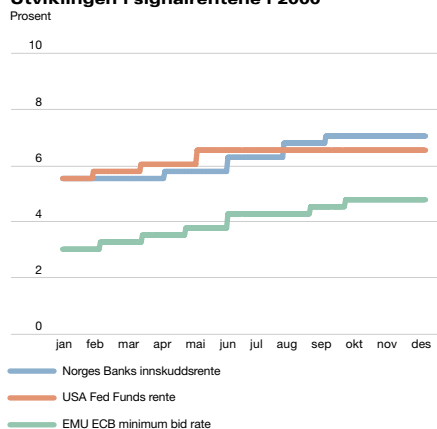
	<b>Mill.kr.</b>	
Folketrygdfondets kapital fremkommer som følger:		
Overført fra folketrygden m.v. i perioden 1967-1979		11 778
Akkumulert resultat 1967-1999		108 780
Folketrygdfondets kapital pr. 1. januar 2000		120 558
Verdikorrigert resultat 2000		7 808
<b>Folketrygdfondets kapital pr. 31. desember 2000</b>		<b>128 366</b>

**NOTE 11 - Gjeld**

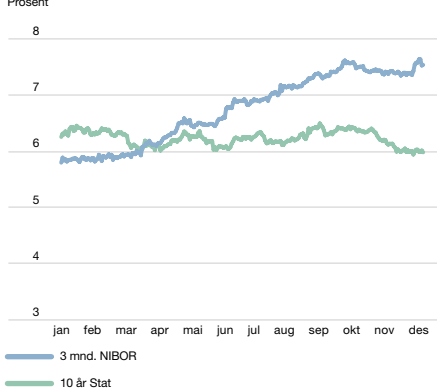
	<b>Mill.kr.</b>	
Gjelden består av:	31.12.2000	31.12.1999
Leverandørgjeld	0	0
Skyldige offentlige avgifter	2	1
Annen kortsiktig gjeld	1	2
Uoppgjorte verdipapirhandler	0	1
<b>Sum</b>	<b>3</b>	<b>4</b>

# Investeringsvirksomheten i 2000

**Figur 1**  
Utviklingen i signalrentene i 2000



**Figur 2**  
Utviklingen i det norske rentemarkedet i 2000



## 1. Markedsutviklingen

### Rentemarkedet

I første halvår 2000 var utviklingen i rentemarkedet preget av forventninger om global vekst og tiltakende inflasjon. Både USA og Europa viste økonomiske vekstrater godt over trendvekst. Stigende oljepris resulterte i klart sterkere konsumprisvekst i mange land, hvilket førte til at flere sentralbanker økte signalrenten. Mot slutten av året dempet veksttakten seg betraktelig i amerikansk økonomi og frykt for økende prisstigning ble avløst av frykt for en resesjon.

I løpet av året falt de lange amerikanske renter med omlag 1,3 prosentpoeng til 5,1 prosent. Etter en ujevn renteutvikling i 1. halvår, falt de lange rentene utover året etter hvert som økonomiske indikatorer tydet på en langt svakere økonomisk utvikling. Den amerikanske sentralbanken satte opp signalrenten tre ganger med til sammen 1 prosentpoeng. De korte rentene steg i løpet av året fra 6,0 prosent til 6,3 prosent, etter å ha passert en topp på 7,1 prosent i mai.

Den Europeiske Sentralbanken satte opp signalrenten seks ganger i løpet av året, fra 3,0 prosent til 4¾ prosent. Dette førte til at de korte pengemarkedsrentene steg fra 3,3 prosent til 4,9 prosent. Den svake utviklingen i eurokursen var en medvirkende faktor til renteøkningene. Dessuten ble den økonomiske veksten langt sterkere enn forventet ved inngangen til året, samtidig som inflasjonstakten økte, ikke minst på grunn av den høye oljeprisen. De lange obligasjonsrentene i Tyskland falt likevel i løpet av 2000, fra 5,6 prosent til 4,8

prosent. Størst var rentenedgangen mot slutten av året som følge av nedgangen i den lange renten i USA og de svakere utsikter for amerikansk økonomi.

Pris- og kostnadsutviklingen i norsk økonomi førte til en innstramning i pengepolitikken i Norge. Norges Bank økte signalrenten i alt fire ganger med til sammen 1,5 prosentpoeng til 7,0 prosent. Det førte til at 3-måneders renten steg fra 5,9 prosent til 7,5 prosent. Den norske 10-årsrenten fulgte i stor grad utviklingen i lange tyske renter og falt fra 6,2 prosent til 6,0 prosent.

Lange norske renter falt likevel mindre enn de tyske og rentedifferansen økte fra 0,8 prosentpoeng til 1,1 prosentpoeng gjennom året. For korte renter økte rentedifferansen marginalt fra 2,5 prosentpoeng til 2,7 prosentpoeng. Også i forhold til amerikanske renter ble renteforskjellen økt. Den norske pengemarkedsrenten som lå noe under amerikansk nivå ved begynnelsen av året, var 1,2 prosentpoeng høyere enn den amerikanske pengemarkedsrenten ved utgangen av 2000. Tilsvarende endte lange norske renter 0,9 prosentpoeng høyere enn amerikanske renter.

Utviklingen i korte og lange renter førte til at den norske avkastningskurven endret seg meget i løpet av året. Ved inngangen til året var avkastningskurven svakt stigende, mens den var markert fallende ved årets slutt.

Omsetningen i obligasjonsmarkedet falt i 2000, og endte på 602,7 milliarder kroner eksklusive repo-handel. Dette tilsvarer et dagsvolum på 2,4 milliarder kroner som var 22,6 prosent lavere enn året før. Av om-



setningen utgjorde 81,0 prosent statsobligasjoner. Repo-omsetningens andel økte fra 67,8 prosent til 72,6 prosent. Det ble i 2000 emittert obligasjoner for 66,6 milliarder kroner, hvilket var 5,8 prosent mindre enn året før. Av dette utgjorde stats- og statsgaranterte obligasjoner 22,3 milliarder kroner, mens kommune- og fylkeskommunale obligasjoner utgjorde 6,9 milliarder kroner. I privat sektor ble det emittert obligasjoner for 35,9 milliarder kroner, hvorav finansiell sektor alene sto for 31,8 milliarder kroner.

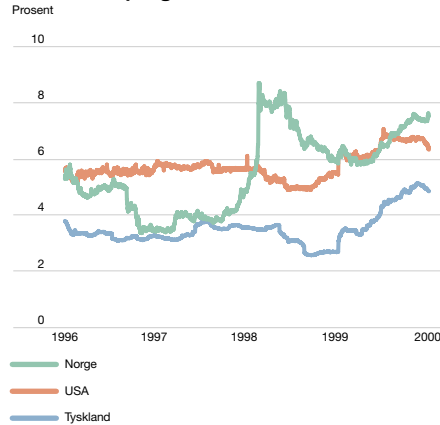
### Aksjemarkedet

Det norske aksjemarkedet var i 2000 i stor grad preget av uroen innen IT-sektoren. Oslo Børs falt med 1,7 prosent målt ved totalindeksen, etter at de to foregående år hadde vist store kursutslag. I 1998 falt børsen med 26,7 prosent, mens det var en kursoppgang på hele 45,5 prosent i 1999. I løpet av de tre årene 1998 til 2000 har Oslo Børs dermed ikke steget med mer enn 1,6 prosent i årlig gjennomsnitt.

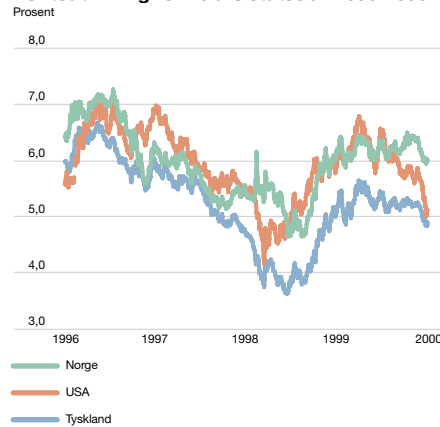
I internasjonal sammenheng var Oslo Børs et av de markedene som i 2000 gjorde det best i et kursmessig urolig år. Den svake utviklingen relaterte seg i hovedsak til en korreksjon av den høyt prisede teknologi-sektoren som i et internasjonalt perspektiv etter hvert utgjorde en relativt stor andel av den kapitaliserte verdien av børsnoterte selskaper. Både en høy oljepris og et mindre innslag av IT-selskaper på Oslo Børs bidro til den relativt sett gode utviklingen i det norske aksjemarkedet i løpet av fjoråret. Utsiktene til vesentlig svakere vekst i USA bidro imidlertid negativt til markedsutviklingen også i Norge. Lavere lange renter var heller ikke nok til å snu den negative utviklingen i det norske aksjemarkedet.

I løpet av året falt den IT-tunge Nasdaq-indeksen med 39,3 prosent, mens Dow Jones bare falt med 6,2 prosent. Nikkei-indeksen i Japan falt til sammenligning med 27,2 prosent. I den vestlige verden var Danmark det klart sterkeste markedet, der

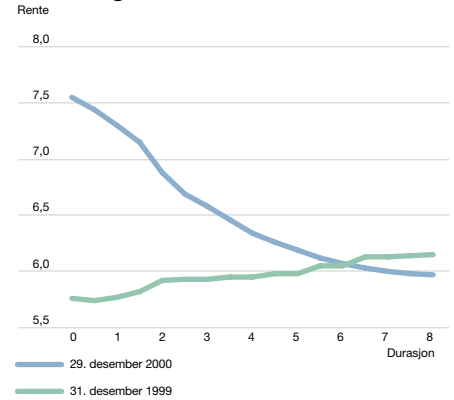
**Figur 3a**  
3 måneders pengemarkedsrente 1996-2000



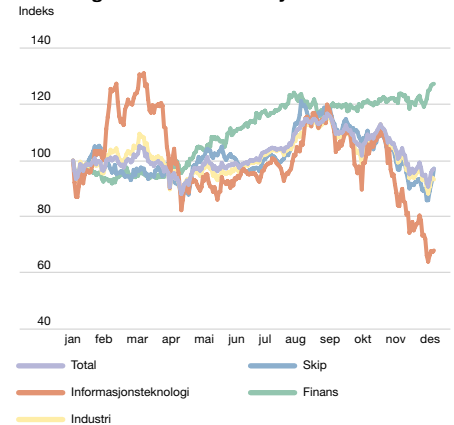
**Figur 3b**  
Renteutvikling for 10 års statsobl. 1996-2000



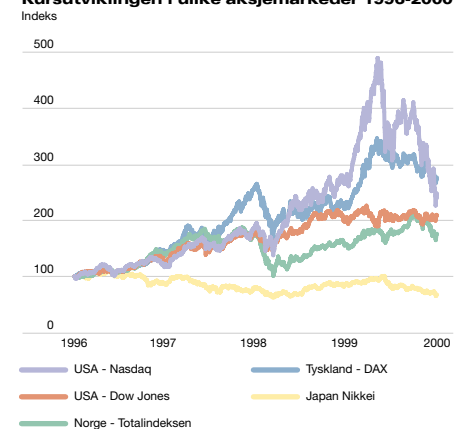
**Figur 4**  
Avkastningskurve Norsk Stat



**Figur 5**  
Utviklingen i det norske aksjemarkedet i 2000



**Figur 6**  
Kursutviklingen i ulike aksjemarkeder 1996-2000



KFX-indeksen hadde en oppgang på hele 22,8 prosent. Børsene i Sverige og Finland falt med henholdsvis 12,0 prosent og 10,6 prosent. Avstanden mellom vinnere og tapere blant børsene var dermed stor.

På sektorbasis var det også store variasjoner. Av delindeksene på Oslo Børs hadde finansindeksen en positiv utvikling og steg med 27,9 prosent, hovedsakelig som følge av oppkjøpstilbudet på Kreditkassen. Den svakeste utviklingen hadde bransjeindeksen for IT-selskaper som falt med 31,5 prosent. Av de øvrige delindeksene falt industriindeksen med 5,7 prosent og skipsindeksen med 0,4 prosent.

Ved utgangen av 2000 var 214 selskaper notert på Oslo Børs. Den kapitaliserte

**Tabell 1: FTFs portefølje av verdipapirer (inkl. bankinnskudd) pr. 31. desember 2000**

	Bokført verdi		Markedsverdi	
	Mill. kr	Prosent	Mill. kr	Prosent
Stats- og statsgaranterte verdipapirer	78 720	65,5 %	77 849	62,5 %
Private og kommunale rentepapirer	25 524	21,3 %	25 107	20,1 %
Bankinnskudd	588	0,5 %	588	0,5 %
Renteplasseringer i alt	104 832	87,3 %	103 544	83,1 %
Aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner	15 285	12,7 %	21 037	16,9 %
Totale plasseringer	120 117	100,0 %	124 581	100,0 %

verdien beløp seg ved utgangen av året til 645 milliarder kroner. Det ble i perioden emittert aksjer for i alt 44 milliarder kroner, hvorav Telenor-emisjonen i desember var den klart største. Totalomsetningen på Oslo Børs utgjorde 609,1 milliarder kroner mot 445,6 milliarder kroner i 1999. Den gjennomsnittlige dagsomsetningen økte dermed fra 1,7 milliarder kroner til 2,4 milliarder kroner.

Eiersammensetningen på Oslo Børs ble noe endret i løpet av året. Utlendingene økte sitt aksjeinnehav fra 31,5 prosent i 1999 til 34,1 prosent i 2000. Statlig eierskap økte fra 15,6 prosent til 23,1 prosent i samme periode, hovedsakelig som følge av børsnoteringen av Telenor. Eierandelen til private pensjonsfond ble redusert fra 2,2 prosent til 1,5 prosent og for aksjefond fra 8,4 prosent til 7,1 prosent. For øvrig var det kun små endringer i eiersammensetningen.

## 2. Porteføljeutviklingen

Folketrygdfondets verdipapirportefølje (ekskl. RTV-lån) beløp seg pr. 31. desember 2000 til i alt 120 117 millioner kroner (regnet etter bokført verdi), jf. tabell 1. Dette innebærer en økning på 7 966 millioner kroner siden forrige årsskifte.

Økningen tilsvarer fondets realiserede resultat (8 637 millioner kroner) med fradrag av netto fordringsøkning (671 millioner kroner). Økningen i den bokførte verdi av porteføljen fordelte seg med 6 814 millioner kroner på stats- og statsgaranterte verdipapirer og 1 152 millioner kroner på plasseringer i private og kommunale verdipapirer.

Markedsverdien av verdipapirporteføljen utgjorde ved siste årsskifte 124 581 millioner kroner, dvs. 4 464 millioner kroner, eller 3,7 prosent mer enn bokført verdi. Merverdien utover bokført verdi tilsvarer de urealiserte kursgevinster, som fordelte seg med 5 752 millioner kroner på porteføljen av aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner og -1 288 millioner kroner på porteføljen av kontolån, obligasjoner og sertifikater. De samlede plasseringer i renteinstrumenter utgjorde 87,3 prosent av verdipapirporteføljen regnet etter bokført verdi og 83,1 prosent av porteføljen regnet etter markedsverdi.

### Renteinstrumenter

Folketrygdfondets plasseringer i renteinstrumenter beløp seg pr. 31. desember 2000 til 104 832 millioner kroner etter bokført verdi. Dette er en økning på 6 300 millioner kroner siden forrige årsskifte. Økningen av kontolån til statskassen utgjorde 7 946 millioner kroner, mens markedsplasseringer i statspapirer økte med 110 millioner kroner. Den øvrige delen av statsplasseringene som i hovedsak utgjøres av eldre illikvide statsobligasjoner, ble redusert med 1 242 millioner kroner. Rammen for økning av beholdningen i private og kommunale verdipapirer som Finansdepartementet fastsatte til 1 500 millioner kroner for 2000 ble benyttet til å øke beholdningen av egenkapitalplasseringer. Beholdningen av private og kommunale renteplasseringer ble redusert med 514 millioner kroner til 26 112 millioner kroner. Andelen ikke-statlige renteplasse-

ringer ble dermed redusert fra 23,8 prosent av fondets samlede plasseringer ved forrige årsskifte til 21,8 prosent ved siste årsskifte. Andelen statlige plasseringer økte i løpet av året fra 64,1 prosent til 65,5 prosent.

Markedsverdien av beholdningen av renteinstrumenter beløp seg ved siste årsskifte til 103 544 millioner kroner, som var 1,2 prosent lavere enn bokført verdi. Den negative urealiserte kursgevinsten har sammenheng med en renteoppgang for korte og mellomlange obligasjoner.

Markedsverdien av beholdningen av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg pr. 31. desember 2000 til 102 956 millioner kroner, som er 1,2 prosent lavere enn bokført verdi på 104 244 millioner kroner, jf. tabell 2. Av den bokførte verdien utgjorde statlige papirer 75,5 prosent, som er en økning fra 73,7 prosent ved forrige årsskifte. Private og kommunale obligasjoner utgjorde 17,8 prosent, mens beholdningen av private sertifikater beløp seg til 6,7 prosent. Av de ikke-statlige plasseringene utgjorde finansobligasjoner og -sertifikater 67,9 prosent mens industriobligasjoner utgjorde 30,6 prosent. Kommunale og fylkeskommunale obligasjoner utgjorde 1,5 prosent av Folketrygdfondets ikke-statlige plasseringer.

Durasjonen (renterisikoen) i Folketrygdfondets renteportefølje har vært stabil gjennom året, og var ved utgangen av 2000 på 3,1 år mot 3,0 år året før.

Folketrygdfondets overskuddslikviditet blir plassert i interbankmarkedet. Likviditeten varierer gjennom året med gjennomføringen av den vedtatte investerings-

**Tabell 2: FTFs portefølje av kontolån, obligasjoner og sertifikater pr. 31. desember 2000**

	Bokført verdi		Markedsverdi	
	Mill. kr	Prosent	Mill. kr	Prosent
<b>Stats- og statsgaranterte verdipapirer</b>				
Kontolån til statskassen	69 833	67,0 %	68 830	66,9 %
FTFs markedsportefølje:				
Statsobligasjoner/statssertifikater	4 929	4,7 %	4 929	4,8 %
Andre stats- og statsgaranterte obligasjoner	3 958	3,8 %	4 090	3,9 %
Sum statlige kontolån, obligasjoner og sertifikater	78 720	75,5 %	77 849	75,6 %
<b>Private og kommunale obligasjoner:</b>				
Kommune- og kommunegaranterte obligasjoner	382	0,4 %	363	0,3 %
Industriobligasjoner mv./sertifikater	7 809	7,5 %	7 582	7,4 %
Finansobligasjoner/sertifikater	17 333	16,6 %	17 162	16,7 %
Sum private og kommunale obligasjoner	25 524	24,5 %	25 107	24,4 %
Sum kontolån, obligasjoner og sertifikater	104 244	100,0 %	102 956	100,0 %

strategi og i henhold til porteføljens rente- og forfallsstruktur. Ved årsskiftet var 588 millioner kroner plassert som bank-innskudd.

Renteporteføljen hadde i 2000 en samlet avkastning på 6 391 millioner kroner, fordelt med 6 892 millioner kroner på renteinntekter, 206 millioner kroner på realiserte kurstap og 295 millioner kroner som følge av økning i urealiserte kurstap. Dette gir en verdikorrigert avkastningsrate på 6,3 prosent mot 4,4 prosent i 1999.

#### Aksjer mv.

FTFs portefølje av egenkapitalplasseringer beløp seg ved siste årsskifte til 15 285 millioner kroner (bokført verdi) fordelt med 14 928 millioner kroner på aksjer, 291 millioner kroner på grunnfondsbevis og 66 millioner på konvertible obligasjoner. Beholdningen av aksjer mv. ble i løpet av 2000 økt med 1 666 millioner kroner. Markedsverdien av egenkapitalinstrumenter beløp seg pr. 31. desember 2000 til 21 037 millioner kroner, som var 37,6 prosent høyere enn bokført verdi.

Porteføljekningen har i stor grad sammenheng med økte investeringer i teknologisektoren, hvorav investeringen i forbindelse med børsintroduksjonen av Telenor var den største og utgjorde 850

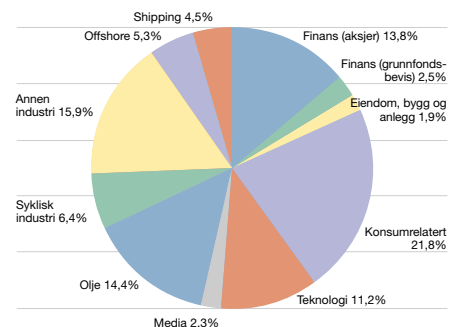
millioner kroner. Investeringene som ble gjort i fjor var dessuten preget av at emisjonsaktiviteten var stor i aksjemarkedet, og fondet var deltager i 16 emisjoner med til sammen 1 905 millioner kroner. Foruten emisjonen i Telenor deltok fondet bl.a. i store emisjoner foretatt av Norske Skog (290 millioner kroner) og Kværner (208 millioner kroner).

FTF investerte i løpet av året i 18 nye selskaper for i alt 1 845 millioner kroner og solgte seg helt ut av 9 selskaper til en verdi av 1 291 millioner kroner (regnet etter bokført verdi). Av dette var salgene av aksjene i Kreditkassen og Hafslund de to største og innebar realiserte gevinster på henholdsvis 616 millioner kroner og 125 millioner kroner. FTF var ved årsslutt investert i 57 aksjeselskaper hvorav fire utenlandsregistrerte. Fondet har videre investert i grunnfondsbevis i fire sparebanker.

De 10 største aksjeplasseringene svarte for 68,8 prosent av FTFs samlede investeringer i aksjer og grunnfondsbevis ved utgangen av året, hvilket er en økning på 4,8 prosentpoeng i forhold til forrige årsskifte. De 10 største børsnoterte selskapenes andel av totalindeksen var på samme tidspunkt 51,1 prosent.

I figur 7 er den bransjemessige sammen-

**Figur 7**  
FTFs aksjer og grunnfondsbevis pr 31.12.2000  
Bransjesammensetning. Markedsverdi. Prosentvis fordeling



setning av FTFs portefølje av aksjer og grunnfondsbevis illustrert. Konsumsektoren utgjorde i likhet med året før den største sektoren i FTFs portefølje. Denne sektorens størrelse har sammenheng med at den inkluderer fondets investeringer i cruisevirksomhet i det denne type virksomhet retter seg mot konsumentmarkedet. Gruppen annen industri omfatter 12 selskaper som driver med forskjelligartet virksomhet. Fondets investeringer i teknologisektoren i 2000 har bidratt til at denne sektor har økt sin andel av porteføljen.

FTF oppnådde i 2000 en verdikorrigert avkastning på egenkapitalinstrumenter på

I 443 millioner kroner, som innbefatter utbytte på 456 millioner kroner, realiserte kursgevinsten på 1 518 millioner kroner, reduksjon i urealiserte kursgevinsten på 534 millioner kroner og inntekter gjennom utlån av aksjer på 3 millioner kroner. Dette tilsvarte en avkastningsrate på 7,0 prosent. Målt mot Oslo Børs totalindeks som hadde en negativ avkastning på 1,7 prosent, var meravkastningen på 8,7 prosentpoeng.

Meravkastningen fondet oppnådde i 2000 kan på sektornivå i hovedsak tilskrives fondets overvekt innenfor finans- og konsumvaresektoren samt fondets undervekt innen teknologisektoren.

### 3. Avkastning og risiko

I FTFs reglement § 5,1. ledd, siste setning heter det at "Styret skal påse at det er etablert et betryggende risikostyringssystem for fondets forvaltning". Bestemmelsen innebærer en presisering av at ansvaret for å fastsette risikorammer for kapitalforvaltningen i fondet er tillagt styret i Folketrygdfondet.

FTFs styring av risiko tar utgangspunkt i ulike metoder og kriterier. Et sentralt risikomål er forventet relativ volatilitet, som gir uttrykk for hvor mye avkastningen på en gitt portefølje forventes å variere (positivt eller negativt) i forhold til utviklingen i en definert referanseportefølje. FTFs styre har definert referanseportefølje og fastsatt rammer for forventet relativ volatilitet både for fondets totalportefølje og for henholdsvis aksje- og renteporteføljen. I det følgende vil en belyse avkastnings- og risikoutvikling for fondet totalt og for delporteføljene.

For FTFs aksjeportefølje har totalindeksen for Oslo Børs representert en naturlig referanseramme. Totalindeksen er imidlertid beheftet med enkelte særtrekk som innebærer at den har sine svakheter som referanseportefølje for en porteføljeinvestor. Oslo Børs har derfor arbeidet med å lage en ny indeks for det norske aksjemarkedet som ventelig vil bli innført i 2001. I mangel av en bedre referanseindeks, har FTFs styre tatt utgangspunkt i totalindeksen

for Oslo Børs som referanseportefølje for fondets aksjeplasseringer i det norske aksjemarkedet.

Med de rammebetingelse som gjelder for FTFs investeringer i renteinstrumenter, finnes det ingen markedsindeks som utgjør en naturlig og egnet referanseramme. Siden renteinstrumenter utgjør en dominerende del av fondets samlede investeringer, har det derfor heller ikke vært enkelt å definere en referanseportefølje for totalporteføljen som kan tjene som objektivt sammenligningsgrunnlag med hensyn til avkastning og risiko.

For renteporteføljen etablerte fondet for noen år siden en tentativ referanseportefølje basert på en kombinasjon av ulike markedsindekser som ble ansett å kunne reflektere FTFs rammevilkår på en hensiktsmessig måte. Denne referanseporteføljen ble sammensatt av fem ulike markedsindekser som representerer både statlige og ikke-statlige verdipapirer på en slik måte at referanseporteføljens durasjon er på ca. 3 år. Arbeidet med en referanseportefølje for renteporteføljen er i 2000 blitt videreført, og har ledet til at styret har fastsatt en noe modifisert referanseportefølje for 2001 for fondets investeringer i renteinstrumenter. Denne referanseporteføljen avviker fra den tentative ved at to av de fem markedsindeksene som først ble benyttet, er blitt erstattet av to andre markedsindekser, bl.a. som følge av at en av de markedsindeksene som først ble benyttet, ikke lenger produseres av leverandøren. De fem indeksene som i 2001 inngår i referanseindeksen for renter er Statsobligasjonsindeks 0,25 år (ST1X), Statsobligasjonsindeks 3 år (ST4X), Statsobligasjonsindeks 5 år (ST5X), en indeks med innslag av kredittrisiko (BRIX) samt indeksen DnB privat 90 dager. De fem indeksene kombineres slik at referanseporteføljens durasjon fortsatt holdes konstant på 3 år. Siden de ulike markedsindeksene som inngår i referanseporteføljen alle har konstant durasjon, innebærer dette at de fem markedsindeksenes

vekt i FTFs referanseportefølje også ligger fast. I den etterfølgende oversikt over risikoutviklingen for perioden 1995-2000 er det tatt utgangspunkt i den tentative referanseporteføljen.

For fondets totalportefølje har styret fastsatt en referanseportefølje som er basert på referanseporteføljene for henholdsvis aksjer og renter. Vektene er fastsatt i samsvar med andelen aksjer og renter i fondets faktiske portefølje ved inngangen til 2001. Utover året vil markedsutviklingen for hhv. totalindeksen og rentereferanseporteføljene bestemme hvordan vekten mellom aksjer og renter i den totale referanseporteføljen vil justeres.

I det etterfølgende vil avkastningsutviklingen for FTFs investeringer for renteinstrumenter og aksjer bli sammenlignet med henholdsvis den tentative 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 for perioden frem til 1999 ikke hadde anledning til å investere i utenlandske selskaper på Oslo Børs (med visse unntak). (Grunnfondsbevis utgjorde ved siste årsskifte 2,5 prosent av egenkapitalporteføljen.)

Som følge av at det for en av markedsindeksene som inngår i referanseporteføljen for renter ikke foreligger data for perioden før 1995 som er sammenlignbare med perioden etter, er beregningene for rente- og totalporteføljen bare vist for perioden tilbake til 1995. Avkastningsberegningene for aksjeporteføljen går imidlertid tilbake til 1993. Avkastningen for totalporteføljen er sammenlignet med en egen referanseportefølje som er sammensatt av totalindeksen og den tentative referanseporteføljen for renter. Andelen aksjer er satt lik den virkelige andelen pr. 01.01.1995 og er frem til 31.12.1999 justert i takt med markedsutviklingen for aksjer og renter. Andelen er på nytt fastsatt lik den virkelige andelen aksjer

og renter i FTFs portefølje pr. 01.01.2000 og deretter på nytt justert i takt med markedsutviklingen for aksjer og renter.

Avkastningen for fondets aksjeplasseringer var i 2000 på 7,0 prosent, hvilket var 8,7 prosentpoeng høyere enn totalindeksens avkastning. Avkastningsdifferansen mellom FTFs aksjeportefølje og totalindeksen var derved relativt stor siste år, slik den også var i 1999 da FTF hadde lavere avkastning enn totalindeksen. Meravkastningen i 2000 har bidratt til at FTF har hatt en gjennomsnittlig årlig meravkastning på aksjeporteføljen for perioden 1993-2000 på 0,2 prosentpoeng sammenlignet med utviklingen i totalindeksen for Oslo Børs.

Også for fondets renteportefølje var avkastningen i 2000 klart høyere enn for referanseporteføljen. Likeledes var FTFs avkastning noe høyere enn referanseporteføljen for perioden 1998-2000, mens den har vært på linje med referanseporteføljen for perioden 1995-2000.

For fondets totalportefølje var avkastningen siste år 1,8 prosentpoeng høyere enn for totalporteføljens referanseportefølje, mens den var 0,5 prosentpoeng høyere for perioden 1998-2000 i årlig gjennomsnitt, og på linje med referanseindeksen for perioden 1995-2000.

Det kan benyttes ulike metoder for beregning av risikoen knyttet til investeringer i ulike verdipapirer. I dagligtale omtales ofte begrepet risiko som faren, eller sannsynligheten, for at noe kan gå galt. I finansteorien vil normalt såkalte gale utfall, dvs. perioder med kursfall, ha sitt motstykke i mulighet for at resultatet også kan bli bedre enn forventet. Det forhold at en investering anses å være forbundet med risiko, innebærer således at det er en viss målbar sannsynlighet for at man kan oppnå en gevinst eller alternativt et tap.

Et mye brukt risikomål er standardavviket til avkastningen på en portefølje. Standardavviket indikerer i hvilken grad avkastningen varierer over tid. I finansmarkedene har det historisk vært slik at

**Tabell 3: Gjennomsnittlige avkastningsrater for perioden 1993-2000 (prosent)**

<b>Totalporteføljen</b>			
Beregningsperiode	FTF	Referanseportefølje	Differanse
2000	6,5	4,7	1,8
1998-2000 (3 år)	4,9	4,3	0,6
1995-2000 (6 år)	7,6	7,6	0,0
<b>Renteporteføljen</b>			
Beregningsperiode	FTF	Referanseportefølje	Differanse
2000	6,3	5,8	0,5
1998-2000 (3 år)	5,0	4,8	0,2
1995-2000 (6 år)	6,8	6,8	0,0
<b>Aksjeporteføljen</b>			
Beregningsperiode	FTF	Oslo Børs totalindeks	Differanse
2000	7,0	-1,7	8,7
1998-2000 (3 år)	3,5	1,6	1,9
1995-2000 (6 år)	12,8	12,6	0,2
1993-2000 (8 år)	17,5	17,3	0,2

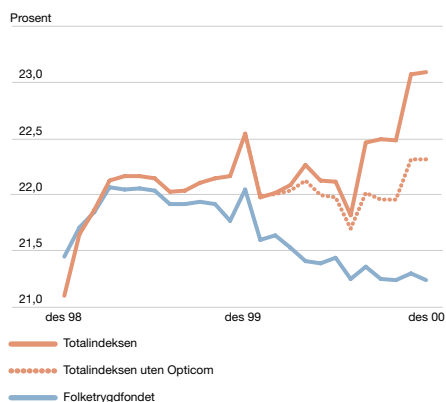
**Tabell 4: Risikoberegninger for perioden 1995-2000**

Risikomål	Beregningsperiode	FTFs aksjeportefølje	Oslo Børs totalindeks
Standardavvik	2000	12,2 %	17,2 %
	1998-2000	21,2 %	23,1 %
	1995-2000	17,6 %	18,8 %
$\beta$	2000	0,65	1,00
	1998-2000	0,89	1,00
	1995-2000	0,90	1,00
Relativ volatilitet	2000	7,7 %	
	1998-2000	5,9 %	
	1995-2000	5,2 %	

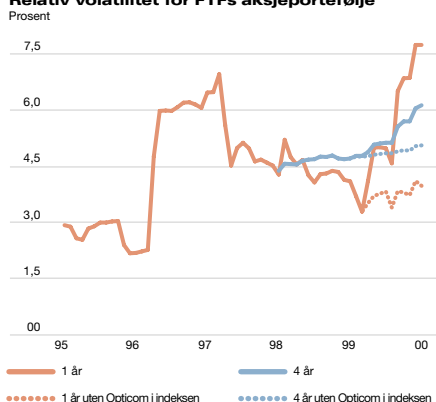
avkastningen i ulike påfølgende tidsperioder har vekslet mellom stabil utvikling og stor turbulens. Det beregnede standardavviket vil derfor kunne variere alt etter hvilke tidsperioder beregningene gjelder for. Standardavviket for den månedlige

avkastningen til IT-indeksen på Oslo Børs er således svært forskjellig for toårsperiodene 1997-1998 og 1999-2000, siden den første toårsperioden var preget av relativ små kurssvingninger sammenlignet med de store kurssvingningene de siste to

**Figur 8**  
Standardavvik for FTFs aksjeportefølje og totalindeksen



**Figur 9**  
Relativ volatilitet for FTFs aksjeportefølje



år. Det historiske standardavviket økte fra 34,0 prosent for den første toårsperioden til 48,3 prosent for den siste. 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 i f.eks. aksjer. En lang beregningsperiode, feks. 6 år, gir likevel ikke nødvendigvis noe bedre bilde av den risiko man påtar seg i det kommende året.

For perioden 1995-2000 var standardavviket for FTFs totalportefølje 3,7 prosentpoeng, mens den gjennomsnittlige årlige avkastningen for denne perioden var 7,6 prosent. Et standardavvik på 3,7 prosentpoeng sammenholdt med en gjennom-

snittlig avkastningsrate på 7,6 prosent gir, under visse forutsetninger, uttrykk for at den årlige avkastningen i to av tre år kan forventes å ligge mellom 3,9 og 11,3 prosent. Tall for perioden 1995-2000 viser at fondets verdikorrigerede avkastning for totalporteføljen faktisk har vært innenfor dette intervallet i 4 av 6 år, mens avkastningen i to år var utenfor intervallet - i 1998 med en avkastning på 0,1 prosent og i 1995 med en avkastning på 12,9 prosent. Standardavviket til totalreferanseporteføljen var for perioden 1995-2000 4,1 prosentpoeng, dvs. at totalreferanseporteføljen var forbundet med noe høyere risiko enn fondets totalportefølje i denne perioden.

For fondets renteportefølje var standardavviket for perioden 1995-2000 på 2,3 prosentpoeng, mens den årlige avkastningen var på 6,8 prosent. Standardavviket til renteporteføljen var således lavere enn for totalporteføljen, hvilket reflekterer at renteporteføljen har 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 seksårsperioden på 2,5 prosentpoeng.

For fondets portefølje av aksjer (og grunnfondsbevis) var standardavviket for perioden 1995-2000 17,6 prosent, som var 1,2 prosentpoeng lavere enn totalindeksens standardavvik på 18,8 prosent. Beregningsresultatene i tabell 4 viser at standardavviket for FTFs aksjeportefølje har vært lavere enn totalindeksens standardavvik også dersom en måler standardavviket for kortere perioder. For året 2000 isolert sett viser det seg at FTFs aksjeportefølje hadde en langt mindre volatil avkastningsutvikling enn hva som var tilfellet for totalindeksen. Dette har bl.a. sammenheng med at innslaget av selskaper innenfor teknologisektoren er større i totalindeksen enn det som er tilfellet for FTFs aksjeportefølje. Fra begynnelsen av 2000 ble Opticom – et selskap som ikke inngår i

FTFs aksjeportefølje - inkludert i totalindeksen, og dette bidro til å forsterke forskjellen i avkastningsutvikling mellom FTFs aksjeportefølje og totalindeksen. Teknologiselskaper hadde i 2000 en særskilt volatil avkastningsutvikling i forhold til selskaper i andre bransjer, og som det fremgår av figur 8 økte standardavviket for totalindeksen i løpet av 2000. For FTFs aksjeportefølje ble derimot det beregnede standardavviket redusert i løpet av 2000. I figuren er det også vist hvordan standardavviket for totalindeksen ville ha utviklet seg dersom Opticom holdes utenfor. Standardavvikene i figur 8 er beregnet på basis av løpende 3-årsperioder. Kombinasjonen av bedre avkastning og lavere risiko, målt ved standardavviket, indikerer at FTF har hatt en gunstig porteføljesammensetning i denne perioden.

Nedgangen i standardavviket for FTFs aksjeportefølje samtidig som totalindeksens standardavvik har økt, har medført at den historiske relative volatiliteten for FTFs aksjeportefølje økte i 2000. For perioden 1995-2000 har relativ volatilitet for FTFs aksjeportefølje vært 5,2 prosentpoeng. Det er noe høyere enn for perioden 1995-1999 hvor relativ volatilitet var 4,4 prosentpoeng. I figur 9 vises økningen i relativ volatilitet som den ulike avkastningsutviklingen for FTFs aksjeportefølje og totalindeksen i 2000 medførte. (De røde kurvene i figur 9 beskriver utviklingen i relativ volatilitet basert på løpende 12-månedersperioder, mens de blå kurvene beskriver utviklingen basert på løpende 4-årsperioder.)

De to risikomålene standardavvik og relativ volatilitet viser altså en ulik utvikling i 2000 for FTFs aksjeportefølje. Standardavviket for FTFs aksjeportefølje er blitt redusert, samtidig som totalindeksens standardavvik har økt. Relativ volatilitet har derimot økt. Det første forholdet indikerer at risikoen i FTFs aksjeportefølje målt i forhold til totalindeksen er blitt redusert, mens det andre forholdet indikerer det motsatte.

## Relativ volatilitet

Begrepet relativ volatilitet gir uttrykk for hvor mye avkastningen på porteføljen varierer (postivt eller negativt) i forhold til utviklingen i referanseporteføljen. En kan måle relativ volatilitet for FTFs aksjeportefølje ved å ta utgangspunkt i f.eks. den månedlige avkastning for hhv. FTFs aksjeportefølje og totalindeksen og beregne differanseavkastningen, dvs. forskjellen i avkastning mellom FTFs aksjeportefølje og totalindeksen. Ved å måle standardavviket til den månedlige differanseavkastningen finner

en den historiske relative volatiliteten. I risikostyringen er imidlertid ikke den historiske relative volatiliteten et egnet styringsverktøy, som følge av at porteføljesammensetningen vil endres over tid. For å få med seg effekten av nye selskaper, som enten inngår i porteføljen, i indeksen eller i begge, eller effekten av andre porteføljeendringer må det tas utgangspunkt i de porteføljevokter som gjelder på det tidspunkt for hvilket den forventede volatilitet skal beregnes. En kan da få et uttrykk for den forventede

relative volatiliteten. Det finnes flere måter å gjennomføre beregninger av forventet relativ volatilitet på. FTF benytter en metode for å beregne forventet volatilitet hvor en simulerer mange utfall av hhv. aksjemarkedet og rentemarkedet. I hver av de simulerte utfallene prises hhv. FTFs portefølje og referanseporteføljen. Forskjellen i avkastning for FTFs portefølje og referanseporteføljen i hvert av de simulerte utfallene er grunnlaget for å beregne forventet relativ volatilitet.

En av årsakene til dette noe motstridende resultatet er den effekt inkluderingen av Opticom i totalindeksen fra starten av 2000 har medført. Dersom Opticom ikke var blitt inkludert i totalindeksen, ville standardavviket for totalindeksens avkastningsutvikling ikke vist en like stor stigning som den faktisk gjorde. I figur 8 fremgår dette av de to røde kurvene. Den heltrukne røde kurven viser utviklingen i det faktiske standardavviket, mens den stiplede røde kurven viser hvordan totalindeksen standardavvik ville ha utviklet seg dersom en ser bort fra Opticoms innvirkning på totalindeksen fra det tidspunkt selskapet ble tatt med i

indeksen. Totalindeksens standardavvik for tre-årsperioden 1998-2000 reduseres med 0,8 prosentpoeng – fra 23,1 prosent til 22,3 prosent – dersom Opticom holdes utenfor beregningene. I dette tilfelle ville forskjellen mellom fondets aksjeporteføljes standardavvik og totalindeksens standardavvik ikke ha vist en like stor økning i løpet av 2000. Tilsvarende ville den relative volatilitet for tre-årsperioden 1998-2000 ha vært 4,4 prosent, som er 1,5 prosentpoeng lavere enn den faktiske, dersom Opticom ikke hadde vært en del av totalindeksen. I figur 9 er effekten for relativ volatilitet til FTFs aksjeportefølje vist for hhv 1-års og 4-års

løpende relativ volatilitet (forskjellen vises som differansen mellom de heltrukne og de stiplede kurver).

Det kan synes som et paradoks at FTFs aksjeportefølje synes å ha hatt et høyere risikonivå når en fokuserer på relativ volatilitet – som følge av at FTF har valgt å ikke investere i ett selskap hvis aksjekurs har vært meget volatil.

Dette forholdet tilsier at en i risikostyringen og –oppfølgingen ikke ensidig bør fokusere på ett enkelt risikomål, men helst bør se på flere ulike risikomål og hvordan disse utvikler seg over et lengre tidsrom.

# Vekst og variasjoner – et tilbakeblikk på 90-årene

Det er trolig at det siste tiår i økonomisk henseende vil bli husket som en uvanlig lang og god oppgangsperiode. I alle fall ga de mange år med økonomisk fremgang etter hvert næring til forestillinger om at man var i ferd med å få en "ny økonomi" som ville fungere annerledes og bedre enn økonomien gjorde i tidligere tider da faren for konjunkturtilbakeslag og høy prisstigning var stadig nærværende.

Det er også utvilsomt at enkelte trekk ved utviklingen på 90-tallet var bemerkelsesverdige. Til tross for god økonomisk vekst og et etter hvert stramt arbeidsmarked, holdt for eksempel inflasjonen seg så lav at en nesten kan tale om prisstabilitet.

Når en studerer den økonomiske utvikling over flere tiår, vil det være trendene i utviklingsmønsteret som trer frem. Det er for øvrig poenget med trendanalyser at variasjonene rundt trendene vil bli glattet ut. Noen ganger kan det imidlertid være nyttig å fokusere på selve variasjonene – størrelsen på avvikene fra det trendmessige, varigheten av oppgangsperioder og tilbakeslag, hvordan de enkelte økonomiske størrelser påvirkes i forskjellig grad og til ulik tid i oppgangs- og nedgangsfasene, etc. For eksempel er kursutviklingen i aksjemarkedet normalt en indikasjon på hvordan den realøkonomiske utviklingen forventes å bli i den nærmeste fremtid. Samtidig kan utslagene på aksjekursene av forventningsendringer og faktiske hendelser bli sterke – noen ganger også sterkere enn det er realøkonomisk grunnlag for.

I det etterfølgende vil en forsøke å illustrere de betydelige svingninger i finans-

markedene som det siste tiåret også har bydd på, i tillegg til den trendmessige vekst. De grafiske illustrasjoner er i seg selv en tributt til ett av de markante nye trekk i utviklingen – fremgangen innenfor informasjonsteknologien på 90-tallet. Den har bl.a. ført til at en nå med letthet og stor nøyaktighet kan produsere grafiske fremstillinger av utviklingen i forskjellige økonomiske størrelser for ulike tidsperioder – for hele tiår eller over bare noen timer, etter som en måtte ønske. De grafiske illustrasjonene i denne artikkel omfatter årene 1990-2000, altså en 11-årsperiode. Det har ikke sammenheng med at det råder en viss uenighet om når et tiår egentlig begynner og slutter, men at det første og siste år i perioden bør inkluderes for en tilfredsstillende belysning av variasjonene rundt trendutviklingen. Utviklingen i perioden vil i første rekke bli belyst gjennom kursutviklingen i aksjemarkedet, men også utviklingen i andre finansstørrelser (rente, valutakurs) vil bli illustrert.

I løpet av perioden 1990-2000 økte aksjekursene, målt ved totalindeksen for Oslo Børs, med vel 150 prosent, tilsvarende en gjennomsnittlig årlig avkastning på 8,8 prosent. Ved inngangen til 1990 lå rentenivået på 5-års statsobligasjoner på 12,0 prosent, mot 6,3 prosent ved utgangen av 2000, mens pengemarkedsrenten (3-måneder NIBOR) ble redusert fra 12,3 til 7,5 prosent i samme periode. Kursen på den norske krone svekket seg mot dollar fra 6,60 til 8,89 kroner pr. dollar og mot euro fra 7,84 til 8,26 kroner. (Euroen ble riktignok innført først fra 1. januar 1999, men før dette opererte man med den

såkalte ECU som en slags felles myntenhet.) Videre kan nevnes at oljeprisen i begynnelsen av 1990 var på knapt 20 dollar pr. fat, mens den ved utgangen av 2000 var på ca. 22,50 dollar pr. fat.

Men over årene har variasjonene vært store. Pengemarkedsrenten har variert fra 3,3 til 27,2 prosent, dollarkursen fra 5,51 til 9,59 kroner og oljeprisen fra 9 til vel 40 dollar pr. fat. Den årlige avkastning i aksjemarkedet har variert fra –26,7 til 64,8 prosent. I fem av de elleve år i perioden var avkastningen på Oslo Børs negativ.

Variasjonene indikerer at utviklingen på 90-tallet ikke har vært uten dramatik. Det startet heller ikke så bra for vårt land. Tiåret ble innledet med bankkrise, den første siden mellomkrigstiden – en krise som var utløst av overdreven optimisme og løssluppenhet på 80-tallet. Men krisen ble overvunnet og en ny vekstperiode innledet. I den siste tid er imidlertid utviklingsbildet blitt preget av tydelige tegn på en ny konjunkturmessig avmatning.

For illustrasjonsformål kan det synes naturlig å inndele perioden 1990-2000 i tre delperioder – en nedgangsperiode (1990-92), en oppgangsperiode (1993-97) og en periode (1998-2000) som foreløpig kanskje kan karakteriseres som en noe volatil avmatningsperiode (i alle fall for norsk økonomis vedkommende).

## **Nedturen: 1990-92**

Til tross for at den økonomiske utvikling var preget av svak vekst, stor arbeidsløshet og et relativt høyt rentenivå, var aksjemarkedet i de første måneder av 1990 preget av kurs-



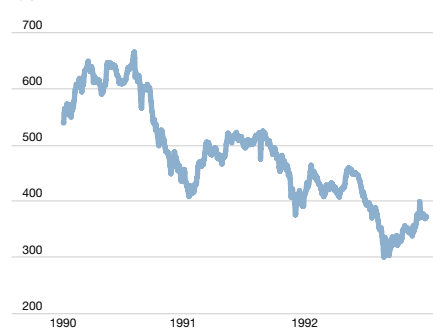
oppgang. Fra årsskiftet til begynnelsen av august økte aksjekursene med 26,3 prosent til en topp på 666,4 prosentpoeng – en toppnotering som skulle stå seg i mer enn tre år. Den 2. august 1990 ble imidlertid Kuwait invadert av Irak, hvilket førte til kursfall i de internasjonale aksjemarkeder og en forbigående kraftig økning i oljeprisen. Mot slutten av året kom også de første varsler om at det norske bankvesen sto i fare for å lide store tap på sine utlån. Fra begynnelsen av august til årets slutt falt aksjekursene med 31,5 prosent, (Figur 1).

Utviklingen i aksjemarkedet i begynnelsen av 1991 ble preget av Kuwait-krisen. Etter at den kortvarige Gulfkrigen var avsluttet, økte aksjekursene utover våren og sommeren. Den 19. august ble det gjort forsøk på statskupp i Sovjetunionen. Samme dag la Kreditkassen frem et halvårsregnskap som viste en dramatisk tapsutvikling. Begge begivenheter bidro til kursfall i aksjemarkedet. Forsøket på statskupp mislyktes, men begivenhetsutviklingen førte til, før året var slutt, at tiden også var ute for Sovjetunionen som egen stat. I Norge var bankkrisen i full utfoldelse, og staten måtte tre inn med ny egenkapital i mange av bankene. Årets siste måneder ble preget av en vedvarende kursnedgang.

Tilløp til ny kursoppgang i 1. halvår 1992 ble avløst av ny kraftig nedgang da det viste seg at UNI Storebrand var kommet i store finansielle problemer. Bunnen ble nådd den 25. august 1992 da selskapet ble satt under offentlig administrasjon. Totalindeksen avsluttet dagen på 300,0 poeng, da hadde aksjekursene falt med 55,0 prosent siden Kuwait-invasjonen.

Men dermed hadde nok også aksjemarkedet overreagert i negativ retning. De tiltak som var truffet fra myndighetenes side, tilsa at bankkrisen ville bli overvunnet, og det var for øvrig tegn til at en ny konjunkturoppgang var i anmarsj. Men nok en krisesituasjon gjensto før året var omme. Valutakursene hadde i noen år vært preget av stor stabilitet, men kursstabiliteten hadde

**Figur 1**  
Oslo Børs Totalindeks 1990-1992



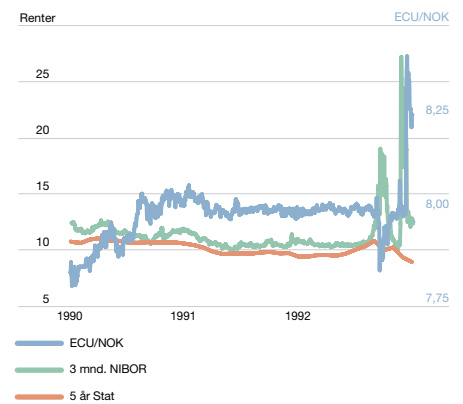
hatt sine realøkonomiske kostnader som følge av at den var ledsaget av et høyt rentenivå, (Figur 2). Utover høsten oppsto stor usikkerhet om valutakurssamarbeidet i EF, og man fikk uro og spekulasjoner knyttet til flere lands valutaer. Også den norske krone ble gjenstand for spekulasjoner. I første omgang ble spekulasjonene forsøkt motvirket gjennom støttekjøp og store økninger i dagslånsrenten fra Norges Banks side. Etter at Norges Bank i løpet av tre uker hadde brukt rundt 50 milliarder kroner på å holde kronkursen, besluttet banken å slippe kronen fri den 10. desember 1992, (Figur 3). Det førte til at kronen falt rundt 5 prosent i verdi mot ECU – med en forbedring av konkurransevnen overfor utlandet som konsekvens.

Kollapsen i UNI Storebrand og valuta-spekulasjonene førte til at man i 2. halvår 1992 fikk store svingninger i pengemarkedsrenten. På det høyeste var 3-månedersrenten oppe i over 27 prosent. Renteutviklingen utover i 1993 skulle imidlertid komme til å stå i skarp kontrast til turbulensen i 1992.

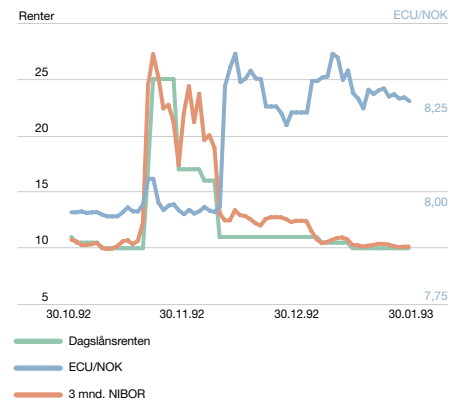
### Oppturen: 1993-97

Valutauroen mot slutten av 1992 førte til at grunnlaget for rentepolitikken ble vesentlig endret. Rentenivået falt i flere europeiske land, og Norges Bank gjennomførte i raskt

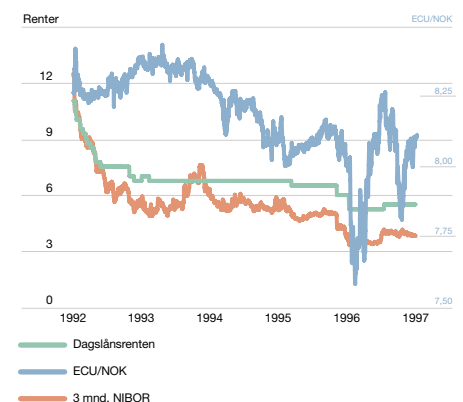
**Figur 2**  
ECU-kurs, 5 år stat og 3 mnd. NIBOR 1990-1992



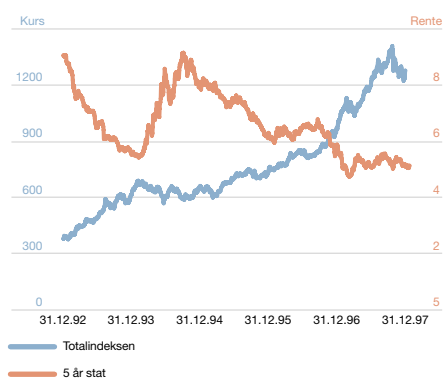
**Figur 3**  
Dagslånsrenten, 3 mnd. NIBOR og ECU-kurs 11.92-01.93



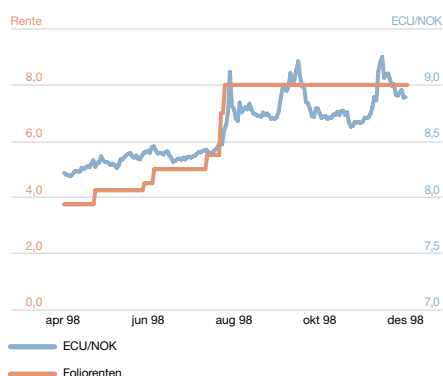
**Figur 4**  
Dagslånsrenten, 3 mnd. NIBOR og ECU-kurs 1993-1997



**Figur 5**  
Totalindeksen og 5 år stat 1993-1997



**Figur 6**  
Foliorenten og ECU-kurs 1.5.98 - 31.12.98



**Figur 7**  
Totalindeksen og oljepris 1.5.98 - 31.12.98



tempo en rekke nedsettelse av dagslånsrenten, (Figur 4). I løpet av 1993 falt 3-månedersrenten fra 12,4 prosent til 5,7 prosent. De lange rentene fulgte etter. Realrenten var fortsatt positiv, men nominelt var Norge igjen blitt et lavrenteland. Selv om kronen igjen økte noe i verdi mot ECU, hadde valutauroen resultert i en devaluering i størrelsesorden 3-4 prosent. Det nye scenario fikk fart i aksjekursene, (Figur 5). I løpet av 1993 økte totalindeksen for Oslo Børs med 64,8 prosent. Oppgangen i aksjemarkedet fortsatte inn i 1994, og den 26. januar ble rekordnivået fra august 1990 passert.

Mens man i Norge i februar 1994 var opptatt av OL på Lillehammer, endret imidlertid det internasjonale rentebildet seg. Det fikk ingen store virkninger for pengemarkedsrenten, men de lange renter økte, og kronkursen steg igjen litt mot ECU. Sammenlignet med 1993 ble utviklingen i aksjemarkedet i 1994 en skuffelse med en økning i totalindeksen på bare 7,1 prosent. Mot slutten av 1994 kom de lange rentene igjen inn i en fallende trend som preget utviklingsbildet frem til 1998. Man opplevde den lange og gode oppturen – god økonomisk vekst, synkende arbeidsledighet, fallende rentenivå og lav inflasjon. På Oslo Børs fikk man tre år på rad med tosifret kursstigning – i alt økte totalindeksen med 93,9 prosent i årene 1995-97. Det tilsvarte en gjennomsnittlig årlig avkastning på 24,7 prosent.

Mot slutten av perioden kom det imidlertid sterke indikasjoner på at en mer omskiftelig tid kunne nærme seg. Aksjemarkedene i flere land i Sørøst-Asia opplevde kraftige kursfall. Den sterke veksten i disse land hadde resultert i finansielle problemer som gjorde redningsaksjoner nødvendig og store kurskorreksjoner uunngåelig. Turbulensen i Sørøst-Asia og Sør-Korea og en svak utvikling i Japan satte spor også i de vestlige lands aksjemarkeder. De sterkeste utslag fikk man i oktober 1997. Frem til 22. oktober hadde aksjekursene

dette året steget med 45,1 prosent, og totalindeksen ble notert til 1 404,7. I løpet av fire børsdager falt aksjekursene med 9,4 prosent. Økningen i totalindeksen for året under ett ble på 31,5 prosent. Det var tross alt et godt resultat, og Oslo Børs hadde hevdet seg bedre enn aksjemarkedene i USA, Storbritannia og Tyskland.

På en mer indirekte måte skulle imidlertid krisen i Sørøst-Asia etter hvert få ganske betydelige konsekvenser for norsk økonomi. Disse indirekte virkningene begynte å gjøre seg gjeldende allerede i de siste månedene av 1997. De økonomiske problemene i de asiatiske land førte blant annet også til en reduksjon i etterspørselen etter olje, som, sammen med andre endringer i det globale oljemarkedet, skulle føre til en sterk nedgang i oljeprisen – en prisnedgang som skulle innvarsle at Norge ville gå et problemfylt år i møte.

## Avmatning og volatilitet: 1998-2000

Den realøkonomiske veksten ble imidlertid god også i 1998.

Det ble også en god kursutvikling i aksjemarkedet utover vårmånedene. Da mai kom, hadde totalindeksen steget med 11,7 prosent siden årsskiftet til 1 422,7 poeng. Men oljeprisen var fortsatt fallende. Vårens lønnsoppgjør ble dessuten vanskelig, det ble streiker og høye lønnstillegg. Kronen som året før hadde vært under et visst revalueringsspress, begynte å svekkes i verdi.

I Russland var utviklingen utover året blitt preget av stadig større økonomiske problemer. I midten av august måtte fastkurspolitikken oppgis, og rubelen falt med rundt 60 prosent. Den internasjonale økonomi var preget av finansiell uro: Det var fortsatt økonomisk krise i Asia og en akutt gjeldskrise i Russland, det var økonomisk tilbakeslag og problemer for banksektoren i Japan, og det var valutauro i Latin-Amerika.

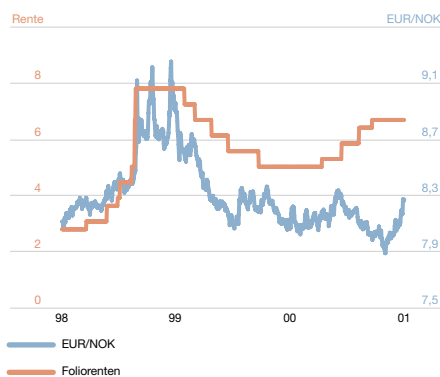
Også kronkursen ble sterkt påvirket av den internasjonale valutauro. Norges Bank gjennomførte seks renteøkninger fra mai til

august for å styrke kronekursen, de to siste og største ble gjennomført med 4 dagers mellomrom i kjølvannet av fallet i rubelkursen. Den 25. august var dagslånsrenten kommet opp i 10 prosent. Bankens foliorente (innskuddsrenten) lå 2 prosentpoeng lavere. Sentralbanken lot det bli med det og overlot kronekursen til markedskreftene, (Figur 6). Kronekursen skulle komme til å fluktuere mye resten av året. Det ble en turbulent høst. Pengemarkedsrenten økte i løpet av få måneder til det dobbelte, fra ca. 4 til ca. 8 prosent. For aksjemarkedet ble 1998 en kraftig nedtur. Fra mai til oktober falt aksjekursene med 46,2 prosent.

Den 8. oktober – samme dag som Norge tok i bruk sin nye hovedflyplass, bunnet totalindeksen ut på 765,8 poeng. På årsbasis gikk totalindeksen ned med 26,7 prosent. Oljeprisen fortsatte sin nedtur utover året. I desember falt oljeprisen under 10 dollar pr. fat, en halvering i løpet av et drøyt år, det laveste siden 1986, (Figur 7).

Så turbulent som 1998 viste seg å bli, kunne en frykte at også 1999 ville bli et vanskelig år. Fra årsskiftet kom imidlertid kronekursen igjen inn i et roligere leie mot den nye EU-valutaen euro. Mens mange ennå trodde på en vedvarende lav oljepris, begynte dessuten oljeprisen igjen å stige – og den steg fort og den steg høyt. Før 1999 var ute, var oljeprisen oppe i 25 dollar pr. fat. Norges Bank var videre tidlig ute med å gjennomføre nye rentereduksjoner, (Figur 8). I fem omganger ble Norges Banks signalrente (innskuddsrenten) redusert fra 8,0 til 5,5 prosent. Med stigende oljepris, fallende pengemarkedsrente, en mer stabil kronekurs mot euro og en stadig mer verdifull dollar, ble det også ny fart i aksjemarkedet. Men et nytt element dominerte nå utviklingen i aksjemarkedet – den nye informasjonsteknologien og en sterk optimisme knyttet til fremtidsutsiktene for IT-selskaper. IT-indeksen på Oslo Børs økte med hele 120,7 prosent i løpet av 1999 – det meste av kursoppgangen kom i årets siste to

**Figur 8**  
Foliorente og eurokurs 1998-2000

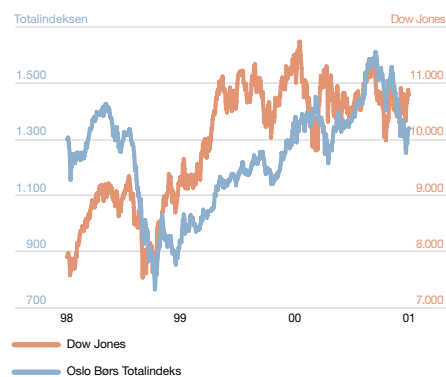


måneder. Totalindeksen økte med "bare" 45,5 prosent, (Figur 9-10).

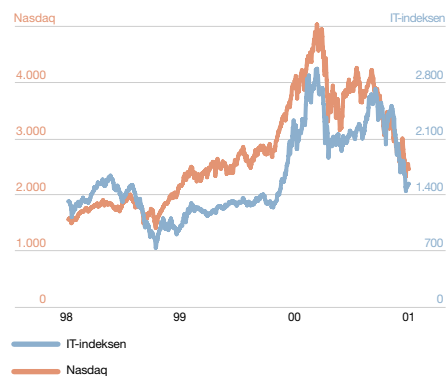
Veksten i fastlands-Norge var imidlertid svak i 1999 – bruttonasjonalproduktet økte med bare 0,8 prosent. Innstramningene i penge- og finanspolitikken mot slutten av 1998 var ikke uten virkninger. I USA var derimot utviklingen preget av fortsatt sterk økonomisk vekst, og veksttakten syntes å være økende i de europeiske land. Frykt for økende inflasjon gjorde seg gjeldende, og de lange renter viste nå en økende tendens. Den samme tendens gjorde seg gjeldende også for de lange renter i Norge, til tross for Norges Banks reduksjoner av signalrenten, (Figur 11).

Men aksjekursene fortsatte å øke inn i 2000. I begynnelsen av mars passerte totalindeksen toppnoteringen fra mai 1998. IT-indeksen steg enda raskere enn totalindeksen, i takt med utviklingen i Nasdaq-indeksen i USA. Den 10. mars ble IT-indeksen notert til 2 982,0 poeng. Da hadde indeksen i løpet av bare 4 måneder steget med imponerende 111,2 prosent. Det syntes for utrolig til å kunne vedvare, og gjorde det heller ikke. Det var tid for korreksjoner. Den amerikanske sentralbank hevet rentene. Frykt for overprising av teknologiaksjene begynte å gjøre seg gjeldende. Aksjekursene begynte å falle i USA, og Oslo Børs fulgte med på nedturen. Norges Banks bekymring over pris- og kost-

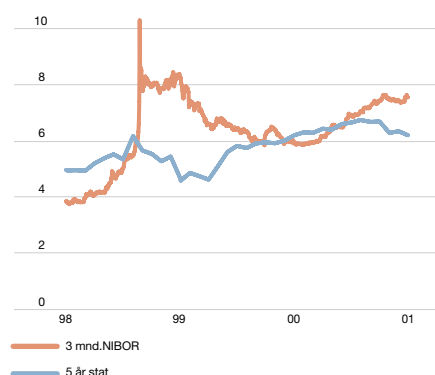
**Figur 9**  
Oslo Børs totalindeks og Dow Jones 1998-2000

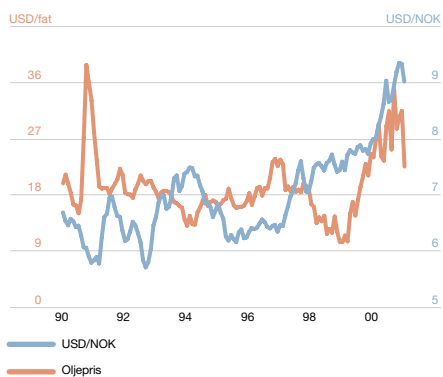
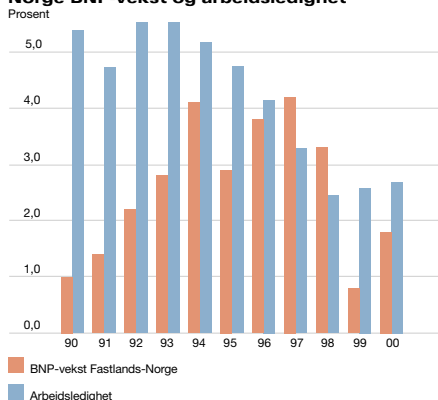
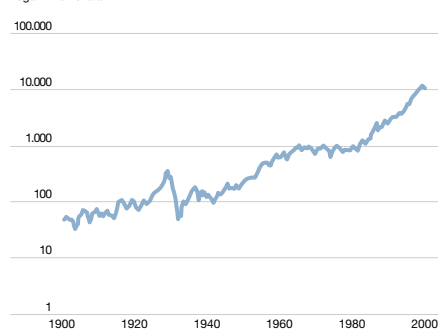


**Figur 10**  
IT-indeksen og Nasdaq 1998-2000



**Figur 11**  
3 mnd. NIBOR og 5 år stat 1998-2000



**Figur 12**  
Oljepris og dollarkurs 1990-2000**Figur 13**  
Norge BNP-vekst og arbeidsledighet**Figur 14**  
Dow Jones 1900-2000

nadsutviklingen steg, og signalrenten ble igjen økt. Det ble et turbulent år i aksjemarkedet. Tendenser til ny kursoppgang utover høsten førte totalindeksen opp til en ny toppnotering. I midten av september ble totalindeksen notert til 1 608,7 poeng. Men mot slutten av året kom de dårlige nyheter for aksjemarkedet til å stå i kø. Fra USA innløp meldinger om "profit-warnings" fra det ene selskap etter det andre. Den amerikanske økonomi syntes å være på vei inn i en resesjon. Dow Jones falt, Nasdaq-indeksen nærmest kollapset. IT-indeksen for Oslo Børs falt med 31,5 prosent på årsbasis. I forhold til toppnoteringen i mars var fallet på 48,2 prosent. Totalindeksen gjorde det etter omstendighetene bra. Den falt med bare 1,7 prosent på årsbasis, men i forhold til toppnoteringen den 14. september hadde totalindeksen frem til årsskiftet likevel falt med 16,9 prosent. Men den negative utviklingen hadde jo også en annen side – kursfallet gjorde aksjene billigere. Så kanskje var kjøpsmulighetene igjen blitt gode – hvis, såfremt, i fall...

For bankaksjene var imidlertid kursutviklingen i 2000 meget positiv. De investorer som kjøpte bankaksjer i forbindelse med reprivatiseringen av de banker som staten hadde bidratt til å redde, kunne vise til god avkastning på sine midler. For Kreditkassen sluttet imidlertid året med at den ble oppkjøpt av et nordisk bankkonsern.

For norsk økonomis vedkommende var dessuten aktivitetsnivået ved siste årsskifte fortsatt høyt, om enn den økonomiske vekst-raten var moderat. Og oljeprisen og dollarkursen lå begge på et høyt nivå – en kombinasjon man ikke hadde opplevd tidligere på 90-tallet. Tvert imot startet 90-tallet med både en lav oljepris og en relativt lav dollarkurs, (Figur 12). Faktisk utviklet oljeprisen og dollarkursen seg i motsatt retning gjennom storparten av 90-tallet. Etter at oljeprisen mot slutten av 1998 hadde falt til tiårets laveste nivå, har både oljeprisen og dollarkursen i gjennomsnitt for 2000 ligget på et rekordhøyt nivå. De tidligere års varia-

sjoner tilsier at det siste års priskonstellasjon neppe vil vedvare.

## Trender og turbulens

90-tallet var realøkonomisk sett en fremgangsrik periode. Nasjonalproduktet økte år for år. I årene 1993-98 var BNP-veksten for fastlands-Norge så høy at arbeidsledigheten gikk ned fra 5,5 til 2,5 prosent, (Figur 13). Samtidig falt inflasjonsraten til under 2,5 prosent.

90-tallet var imidlertid også preget av turbulente finansmarkeder. Man hadde en alvorlig bankkrise i 1991-93. Man fikk en betydelig uro i valutamarkedene i 1997-98. I 1999 fikk man en boblepreget kursoppgang for IT-aksjer med tilhørende kurskrakk i 2000. Og det var andre begivenheter på det internasjonale plan som påvirket markedene i større eller mindre grad.

Turbulensen kan avleses i utviklingen for totalindeksen for Oslo Børs: I perioden 1990-92 falt aksjemarkedet med 29,5 prosent, eller med -11,0 prosent i gjennomsnitt pr. år. I årene 1993-97 økte totalindeksen med 242,3 prosent, tilsvarende en gjennomsnittlig årlig avkastning på 27,9 prosent. I perioden 1998-2000 økte indeksen med 5,0 prosent, dvs. en gjennomsnittlig avkastning på 1,6 prosent pr. år. Også i de gode år var det perioder med til dels sterke kursfall, slik det i de svake år kunne være perioder da kursene steg. Kursøkningen i de gode år i aksjemarkedet var imidlertid så sterk at den for perioden 1990-2000 som helhet bekreftet at aksjemarkedet over tid gir en relativt god "trendmessig" avkastning. Men volatiliteten i aksjemarkedet har vært et nesten like fremtredende trekk som den trendmessige kursoppgang. I så måte har perioden også vært en bekreftelse på at investeringer i aksjer er beheftet med betydelig risiko.

I det lange løp, som det heter, tilsier likevel erfaringene at utviklingen i aksjemarkedet vil være preget av kursoppgang og at investeringer i aksjer vil gi god avkastning til de langsiktige og tålmodige investorer. Men også når en studerer aksjekursenes utvikling i det riktig lange løp – over flere

tiår – vil utviklingsforløpet være preget av variasjoner, slik utviklingen for Dow Jones-indeksen gjennom hele det forrige hundreår illustrerer, (Figur 14). Indeksutviklingen viser at kursøkningen har vært formidabel når en ser århundret under ett, men den viser også at tiårstrendene har vært nokså forskjellige. Riktignok har det bare vært én markert nedgangsperiode – knyttet til krakket på New York-børsen i

1929, men i en lang periode (fra 60-tallet til begynnelsen av 80-tallet) var den trendmessige kursutvikling nokså flat. Fra begynnelsen av 80-tallet frem til i fjor, har man imidlertid opplevd en kursutvikling som selv i dette hundreårsperspektiv fremstår som usedvanlig sterk. Fremtiden vil gi svar på om dette har representert en ny langtids-trend eller bare en fase – riktignok en nokså lang fase – som kanskje vil bli etter-

fulgt av en mer moderat kursutvikling.

Som de ovenstående diagrammer illustrerer, er de lange og oppløftende trender i den økonomiske utvikling uttrykk for noe gjennomsnittlig som kan dekke over store variasjoner, mange tilbakeslag og mye dramatik. Erfaringene tilsier at variasjonene vil vedvare og utgjøre en del av fremtidsperspektivene, selv om en evner å glatte over dem i de historiske trendanalyser.

# Reglement for Folketrygdfondet

*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 siste endring av 28. november 2000.*

## § 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 besikkes 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. Styret skal påse at det er etablert et betryggende risikostyringssystem for fondets forvaltning.

Fondets midler kan plasseres i norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater, som kontolån til statskassen og som innskudd i forretnings- og sparebanker. Innenfor en ramme på 20 pst. av forvaltningskapitalen kan fondets midler plasseres i aksjer noterte på norsk børs eller på børs i Danmark, Finland eller Sverige, 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 forsikringsselskaper, og børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper. Plassering i aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige må samlet ikke overstige 5 pst. av Folketrygdfondets ramme for aksjeplasseringer. Fondet kan delta i emisjoner i ikke-børsnoterte aksjer i norske selskaper umiddelbart før børs-introduksjon, dersom det er klargjort på emisjonstidspunktet at de eventuelle 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 grunnfondsbeviskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 0,5 pst. av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland og Sverige. Styret kan ta opp kortsiktige lån dersom dette finner det 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 grunnforutsetningene om ordentlig regnskapsføring og med forsiktig og god regnskapsskikk. Årsregnskapet skal være underskrevet og ferdig til revisjon 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.

# Organisasjon og stab

## FORVALTNINGSORDNING

### Stortinget

- Fastsetter reglement

### Kongen (i statsråd)

- Oppnevner styre
- Besikker 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

## ADMINISTRASJON

Tore Lindholt, *administrerende direktør*

### Fremmedkapitalavdeling

Lars Tronsgaard, *visesadministrerende direktør*

Bjarne Anderson, *porteføljeforvalter*

Hege Huse, *porteføljeforvalter*

### Egenkapitalavdeling

Rune Selmar, *investeringsdirektør\**

Nils Bastiansen, *porteføljeforvalter*

Ann Kristin Brautaset, *porteføljeforvalter*

Per Gunnar Rymer, *porteføljeforvalter*

Lill Evanger Aafos, *porteføljeforvalter*

### Utredningsavdeling

Juul Bjerke, *utredningssjef*

Geirr Ellefsen, *finansanalytiker*

Anett Christin Hansen, *finansanalytiker*

Erik Kindlien, *finansanalytiker*

Jørn Nilsen, *finansanalytiker*

Kjell Sjuve, *finansanalytiker*

### Økonomiavdeling

Rune Møien, *økonomisjef*

Edel Schøyen Cederkvist, *regnskapskonsulent*

Jostein Haugen, *økonomikonsulent*

Monika Paulsen, *oppgjørskonsulent*

### Administrasjonsavdeling

Lisbeth Johansen, *administrasjonssjef*

Kari M. Gigernes, *resepsjonssekretær*

Mai Lindegård, *sekretær*

Eva Sletten, *sekretær*

\* Tiltrer ca. 1. juni



# Purpose and Operations

## **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 Norwegian, Swedish, Finnish or Danish stock exchanges
- 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 total value of investments in shares listed on Danish, Finnish or Swedish stock exchanges must not exceed 5 per cent of the Fund's limit for share investments.

The Fund may have an interest of up to 15 per cent of the total share capital or total primary capital certificates of an individual company. The Fund may have an interest of up to 0.5 per cent of the total share capital of an individual company in Denmark, Finland or Sweden.

## **Audit:**

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

# Extracts of Directors' Report for 2000

## Introduction

The year 2000 was characterised by moderate economic expansion in Norway, with GDP growth at 1.8 per cent. There was a shift to a tighter monetary policy due to the continued tight labour market and rising price inflation. High oil prices contributed to a record high current account surplus.

Based on price and cost developments, Norges Bank (the central bank of Norway) implemented four increases in key rates during the twelve-month period, totalling 1.5 percentage points. Partly as a result of this, the three-month money market rate rose by 1.6 percentage points to 7.5 per cent during the year. The Norwegian ten-year government bond yield showed an unstable trend through the year, but declined by 0.2 percentage points to 6.0 per cent on an annual basis. While short-term interest rates were somewhat lower than long-term rates at the beginning of the year, they were thus significantly higher at year-end.

There was substantial volatility in the Norwegian stock market during the year. This was largely a result of the strong price increases on IT shares during the first months of the year followed by major price corrections later in the year. For the year as a whole, the all-share index on the Oslo Stock Exchange declined by 1.7 per cent.

## Profit and loss account

Folketrygdfondet (the National Insurance Scheme Fund) realised profits of NOK 8,637 million in 2000, representing a rate of return of 7.5 per cent. The corres-

ponding figures for 1999 were NOK 7,115 million and 6.6 per cent.

Interest income totalled NOK 6,892 million (NOK 6,607 million in 1999), and dividends received came to NOK 456 million (NOK 329 million). Realised gains on securities were NOK 1,312 million (NOK 202 million), representing a loss of NOK 206 million on sight deposits with the Treasury, bonds and commercial paper and a gain of NOK 1,518 million on shares etc.

The Fund's administrative expenses were NOK 26.1 million in 2000, a rise of NOK 2.0 million on the previous year.

Value-adjusted profits came to NOK 7,808 million in 2000 (NOK 9,314 million), corresponding to a rate of return of 6.5 per cent (8.4 per cent). Unrealised gains on securities declined by NOK 829 million in 2000 after rising by NOK 2,199 million the previous year. Gains on sight deposits, bonds and commercial paper went down NOK 295 million, while gains on shares, primary capital certificates and convertible bonds were down NOK 534 million. The reduction in unrealised gains in the portfolio of interest rate instruments must be viewed in light of rising yields on short and medium-term bonds. The decline in unrealised gains in the equity portfolio is due to the realisation of significant gains through the year.

The value-adjusted return on the Fund's interest-bearing securities was 6.3 per cent in 2000 (4.4 per cent). The corresponding rate of return on investments in shares etc. in the form of dividends, realised gains and increases in unrealised gains was 7.0 per cent (35.4 per cent).

With the addition of profits for the year, the Fund's total capital was NOK 128,366 million as at 31 December 2000, of which unrealised gains on securities represented NOK 4,464 million or 3.5 per cent. There were unrealised losses of NOK 1,288 million on holdings of sight deposits, bonds and commercial paper, while gains on investments in shares, primary capital certificates and convertible bonds totalled NOK 5,752 million.

## Return

In 2000, the returns on the Fund's investments in both interest-bearing securities and equities were higher than for corresponding reference portfolios (benchmarks). For the portfolio of interest rate instruments, the return was 0.5 percentage points higher than for the reference portfolio. Over the past five years, the Fund's average annual return on interest rate instruments has been 5.7 per cent, which is on a level with the return on the reference portfolio. When considering the return, account must be taken of the fact that due to the prevailing regulatory framework, more than three-fourths of the Fund's investments in interest-bearing securities represent government paper (sight deposits, bonds and commercial paper).

Through 2000, there was significant volatility in the Norwegian stock market. For the year as a whole, there was a moderate decline in prices. The return on the Fund's investments in shares and primary capital certificates was higher than the return on interest-bearing securities and 8.7 percentage

points above the return on the all-share index on the Oslo Stock Exchange. The rise in the return relative to the all-share index is mainly due to the Fund's relatively moderate exposure to IT sector shares, which experienced a sharp fall in prices during the year, while there were quite healthy price developments for some of the companies to which the Fund has had a high exposure. Over the past five years, the Fund has recorded an average annual return on investments in shares and primary capital certificates of 12.9 per cent, 0.2 percentage points above the all-share index.

As investments in interest rate instruments constitute the major part of the Fund's portfolio, the overall return will largely be determined by the return on interest-bearing securities. Due to the high return on shares and primary capital certificates, the average value-adjusted return on the Fund's total capital for the period 1996-2000 was 6.7 per cent per annum, which is 1.0 percentage point above the average return on interest-bearing securities.

There will normally be more pronounced annual variations in returns on shares than on interest rate instruments due to cyclical developments or extraordinary events. Over the past three years, there have been major fluctuations in share prices due to falling oil prices and financial market volatility in 1998, surging prices of IT shares in 1999 and a steep fall for the same companies in 2000. In addition, stock markets were affected by clear signs of an economic slowdown in the US in 2000. As a consequence, the average annual return in the Norwegian stock market was only 1.6 per cent during the three-year period, as represented by the all-share index. During the same period, the Fund recorded an average annual return of 3.5 per cent. Since 1993, when the latest recovery started, the Fund has nonetheless recorded an average annual return of 17.5 per cent on its investments in shares and primary capital certificates, thus outperforming the all-share index on the Oslo Stock Exchange.

In the opinion of the Board of Directors, both the long-term return and the return for 2000 can be regarded as satisfactory based on market developments and current parameters.

### 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 2000, 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 should be based.

Prevailing regulations stipulate strict limits for the allocation of assets. Based on the rise in capital managed by the Fund through 2000, holdings of securities rose by a total of NOK 7,966 million according to book value. The increase comprised NOK 6,814 million in government and government-guaranteed securities and NOK 1,152 million in corporate and municipal securities. The portfolio of corporate and municipal interest rate instruments decreased by NOK 514 million, while the portfolio of equity instruments expanded by NOK 1,666 million. In addition, NOK 316 million was registered as a claim relating to a holding in a company where minority shareholders were forced to sell their shares during 2000.

The Fund's holdings of securities, inclu-

ding bank deposits and excluding the abovementioned claim, totalled NOK 120,121 million as at 31 December 2000 according to book value (acquisition cost). The portfolio's market value was NOK 124,585 million, which is 3.6 per cent above book value.

A breakdown of the Fund's securities portfolio according to book value as at 31 December 2000 shows that 87.3 per cent represented interest-bearing securities and 65.5 per cent government and government-guaranteed securities. Based on market values, the corresponding figures were 83.1 per cent and 62.5 per cent respectively. Developments in the portfolio during 2000 are described in more detail in the annual report. Certain key figures are described below.

### Interest rate instruments

The Fund's holding of sight deposits, bonds and commercial paper totalled NOK 104,244 million as at 31 December 2000 according to book value, an increase of NOK 6,633 million since the end of 1999. The market value of the holdings of sight deposits, bonds and commercial paper was NOK 102,956 million, which is NOK 1,288 million or 1.2 per cent below book value.

During 2000, the portfolio of sight deposits, government and government-guaranteed securities increased by NOK 6,814 million, totalling NOK 78,720 million at year-end (book value). Sight deposits with the Treasury rose by NOK 7,946 million to NOK 69,833 million, which represents 66.6 per cent of the Fund's total investments in interest rate instruments, compared with 62.8 per cent at the end of 1999. The Fund's market portfolio of government bonds represented NOK 4,929 million at end-December 2000, up NOK 110 million since year-end 1999.

The holding of corporate and municipal bonds and commercial paper was brought down by NOK 181 million during the year and stood at NOK 25,524 million (book value)

as at 31 December 2000, corresponding to 21.3 per cent of total investments (23.0 per cent). Bonds and commercial paper issued by financial institutions represented 67.3 per cent (73.1 per cent).

Deposits with banks were NOK 588 million at year-end 1999, compared with NOK 922 million a year previously.

### **Equities etc.**

The Fund's equity investments totalled NOK 15,285 million (book value) as at 31 December 2000, of which NOK 14,928 million represented shares, NOK 291 million primary capital certificates and NOK 66 million convertible bonds. The market value of equity investments totalled NOK 21,037 million at year-end 2000. Unrealised gains totalled NOK 5,752 million, representing 37.6 per cent of book value.

At year-end 61 companies were represented in the Fund's investment portfolio, as against 52 companies a year earlier. The Fund's equities portfolio included four international companies. Investments in primary capital certificates are divided between four savings banks.

At the end of 2000, the Fund's market share represented 3.1 per cent of the total market capitalisation of the companies listed on the Oslo Stock Exchange.

The Fund's investments in shares etc. represented 12.3 per cent of the Fund's capital based on the book value of the secu-

rities portfolio and 16.4 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 and other equity instruments.

### **The Fund's investor role**

In 2001, the Fund can celebrate its tenth anniversary as a stock market investor.

Based on its long-term perspective, the Fund has not found it appropriate to operate as a pure index investor in the Norwegian stock market. However, the Fund is committed to maintaining a relatively low risk profile. Return figures for the Fund's investments show that in a long-term perspective, the average annual return has been above the return for the all-share index on the Oslo Stock Exchange. Also, there have been less pronounced annual variations in returns for the Fund than for the all-share index. Over time, the Fund's role as a long-term investor has thus ensured a satisfactory return, though the Fund's return on share investments in certain years has deviated strongly from the return on the all-share index.

In November 2000, the Norwegian parliament passed a resolution to allow the Fund to invest in shares listed on stock exchanges in Denmark, Finland or Sweden. On several occasions, the Board of Directors has suggested that it be allowed to broaden

its investment base. Though there are strict limits for share investments outside Norway and these investments thus will be limited, the Board is pleased with the opportunity to invest in other Nordic countries. This will make it possible to increase the share of equity investments in the overall portfolio, which in a longer-term perspective will improve returns.

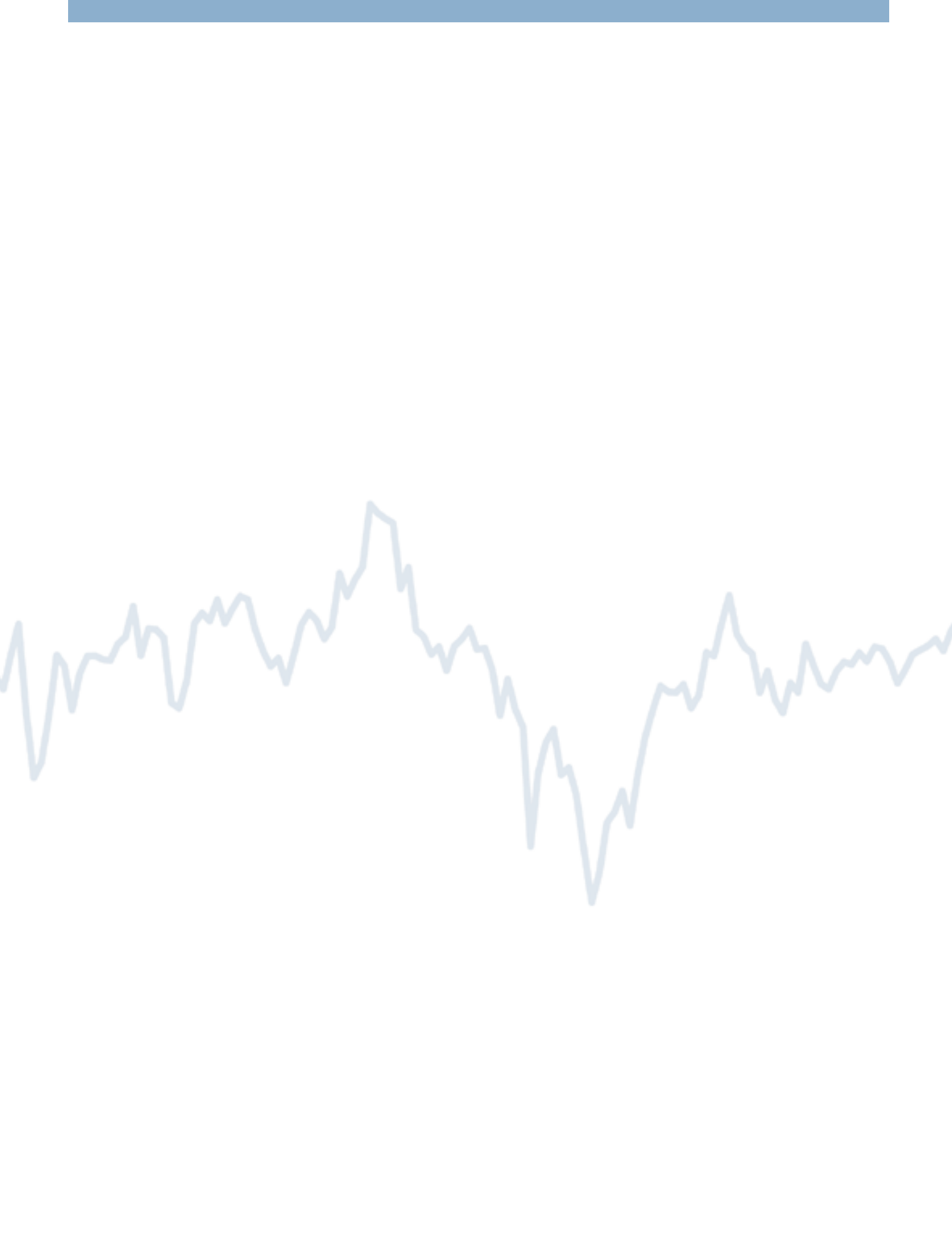
Based on the limits established, the Fund's investment profile will be different for investments outside Norway than the one on which investments in Norway have been and still will be based. When investing in shares in Denmark, Finland and Sweden, the Fund will follow a fairly consistent index strategy. These investments will also be managed by the Fund itself.

Though the Fund's share investments attract most attention, investments in interest rate instruments account for more than four-fifths of total investments. Based on the prevailing regulatory framework, the percentage invested in government paper, mainly sight deposits with the Treasury, increased further in 2000, representing a good 65 per cent of the total portfolio at year-end. As previously indicated by the Board, to achieve higher returns, the Fund should be given the opportunity to use a higher percentage of the annual increase in capital for investment in non-government securities.

## Key Figures 2000



Realised profits	NOK	<b>8 637</b>	million
Value-adjusted profits	NOK	<b>7 808</b>	million
Realised rate of return		<b>7,5</b>	per cent
Value-adjusted rate of return		<b>6,5</b>	per cent
Value-adjusted rate of return - interest-bearing securities		<b>6,3</b>	per cent
Value-adjusted rate of return - shares and primary capital certificates		<b>7,0</b>	per cent
Equity investments at year-end, book value	NOK	<b>15 285</b>	million
Equity investments at year-end, market value	NOK	<b>21 037</b>	million
Total investments at year-end, book value	NOK	<b>120 121</b>	million
Total investments at year-end, market value	NOK	<b>124 585</b>	million
Total capital at year-end, book value	NOK	<b>123 902</b>	million
Total value-adjusted capital at year-end	NOK	<b>128 366</b>	million





**Folketrygdfondet**

Haakon VII's gate 2

Postboks 1845 Vika, 0123 Oslo

Telefon 23 11 72 00

Telefax 23 11 72 10

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

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

