

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Årsrapport 2000

2000



Juni Juli Aug. Sep. Okt. Nov. Des.



NORGES BANK

Innhold

2000

	Hovedtall for forvaltningen 1996 – 2000	4
	Forord	5
	Statens petroleumsfond 1990-2000	7
Beretningsdel	1. Mandat for forvaltningen	14
	2. Mål og organisering	17
	3. Markedsutviklingen i 2000	19
	4. Gjennomføring av forvaltningen	24
	5. Avkastning av fondet	28
	6. Risikoeksponering	31
	7. Kostnader i forvaltningen	34
	8. Kontroll med og oppfølging av forvaltningen	35
	9. Regnskapsrapportering	36
	Uttalelse fra Norges Banks revisjon	32
Temadel	1. Forvaltningsstrategi i store utenlandske fond	40
	Pensjonsfond: Størrelse og tilhørighet	40
	Betydningen av aktivaallokering	41
	Ytelsesbaserte og innskuddsbaserte pensjonsordninger	42
	Hva forklarer fondenes aktivaallokering og forskjellen mellom selskapene ?	44
	Nærmere om de enkelte aktivaklasser	45
	Forskjeller mellom Petroleumsfondets og pensjonsfondenes aktivaallokering	46
	2. Sammenhenger mellom størrelse, kostnader og avkastning i kapitalforvaltningen	48
	Hva forklarer forskjeller i avkastning?	49
	Kostnadssammenligninger	50
	Kjennetegn ved sammenligningsgruppen	51
	3. Utfordringer i drift av porteføljer og styringen av risiko	54
	Investering av nye midler	54
	Rebalansering av Petroleumsfondets portefølje	56
	Etablering av porteføljer til ekstern forvaltning	57
	Risikostyring av porteføljen	58
	Utlån av verdipapirer	58
	4. Aksjeinvesteringer i nye land	60
	Hva er framvoksende aksjemarkeder?	60
	Oppgjørs- og avregningssystemer	61
	Markedenes størrelse og likviditet	63
	Avkastning og markedsrisiko	66
	Tidligere publiserte artikler	68
	Sammendrag av artikler fra årsrapportene for 1998 og 1999.	
	Artiklene finnes på Norges Banks internettider under Petroleumsfondet.	
Dokumentasjonsdel	Mandat for forvaltningen	70
	Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000	76
	Obligasjoner og markedsplasseringer pr. 31. desember 2000	92
	Ord og uttrykk	95

www.norges-bank.no

Statens petroleumsfond - hovedtall for forvaltningen 1996 - 2000

Økt markedsverdi som skyldes svekket kronekurs og som ikke har betydning for Petroleumsfondets internasjonale kjøpekraft.

Økt markedsverdi målt i internasjonal valuta:

Avkastning totalt i 2000	2,50 %
• Aksjeporteføljen	-5,82 %
• Obligasjonsporteføljen	8,41 %

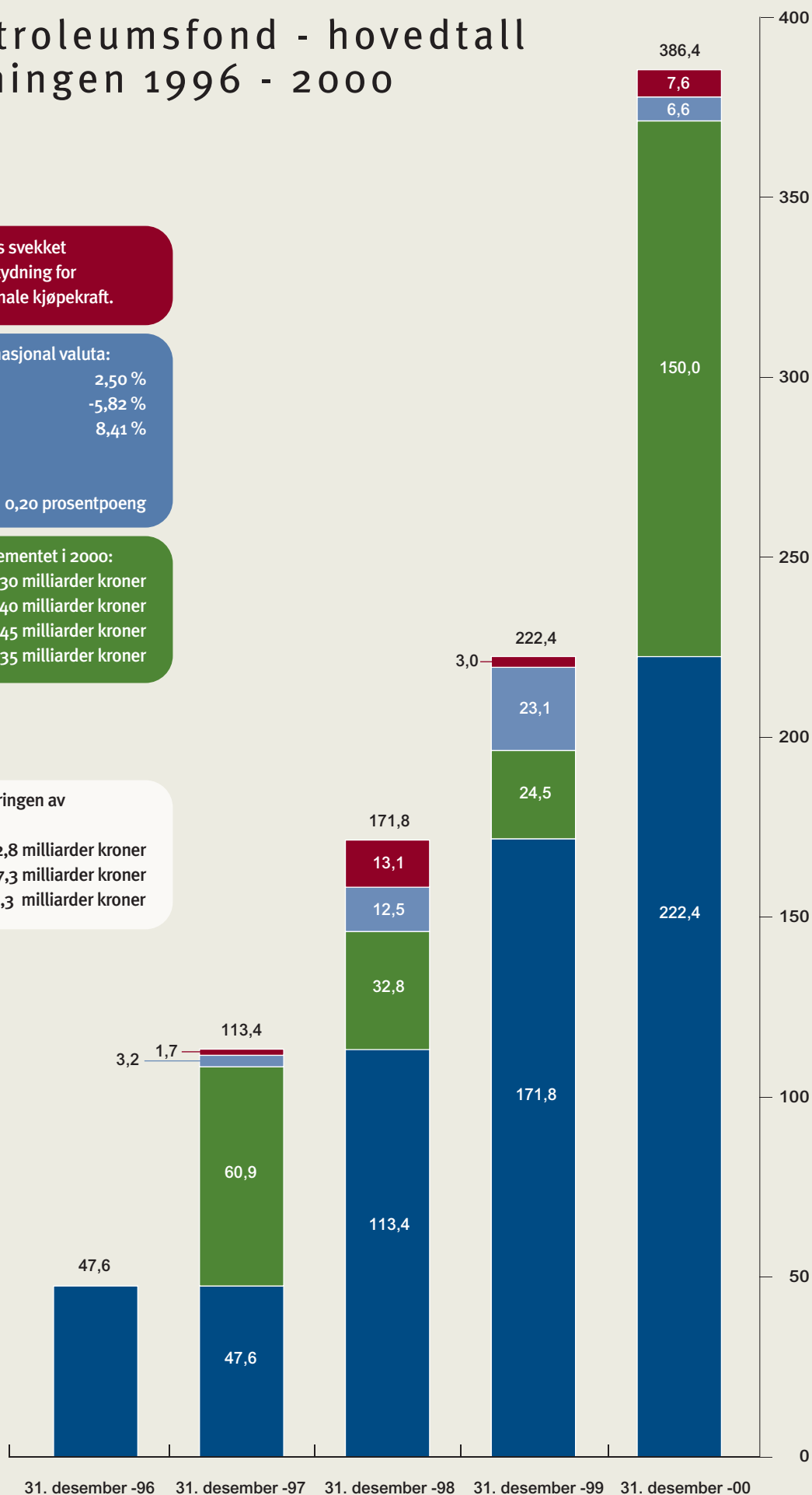
Meravkastning i forhold til referanseporteføljen: 0,20 prosentpoeng

Overføringer fra Finansdepartementet i 2000:

31. mars	30 milliarder kroner
30. juni	40 milliarder kroner
30. september	45 milliarder kroner
30 november	35 milliarder kroner

31. desember 2000 var plasseringen av Petroleumsfondet fordelt slik:

• Aksjeporteføljen	152,8 milliarder kroner
• Obligasjonsporteføljen	227,3 milliarder kroner
• Taktisk aktivaallokering	6,3 milliarder kroner



Spredning av risiko

Avkastningen på Statens petroleumsfond var i 2000 svakere enn i de foregående årene. Det skyldes en markert nedgang i de internasjonale aksjemarkedene. Samtidig var det en uvanlig høy avkastning på statsobligasjoner, slik at samlet avkastning i Petroleumsfondet var positiv.

I 1999 var situasjonen motsatt. Da var det meget høy avkastning i aksjemarkedene, mens avkastningen på obligasjoner var svakt negativ. Mens det største landbidraget til avkastningen i 1999 kom fra Japan, sto Japan i 2000 for det største negative bidraget.

Erfaringene fra de siste årene viser både hvor store svingninger det kan være i de internasjonale kapitalmarkedene, og fordelene en stor investor har ved å kunne spre porteføljen på flere aktivklasser, på mange land og innen hvert marked på et stort antall verdipapirer. Ved utgangen av 2000 var eksempelvis aksjeporteføljen, som sto for rundt 40 prosent av totalen, spredd på mer enn 1700 aksjer i 21 land.

Men selv om strategien for forvaltningen, som er fastsatt av Finansdepartementet, sikrer spredning av risikoen, er det naturlig å forvente betydelige svingninger i de årlige avkastningene. Det er trolig lenge til midlene i Petroleumsfondet skal brukes, og da er det avkastningen over flere tiår som er viktig.

Avkastningen i 2000 var 2,5 prosent målt i en kurv av internasjonal valuta. Målt i kroner var avkastningen 6,5 prosent. Men det er avkastningen i internasjonal valuta som gir det beste bildet av fremtidig internasjonal kjøpekraft for Norge. Derfor legger vi hovedvekt på å publisere avkastningstall i valuta.

I 2000 var det en negativ avkastning på aksjer med $-5,8$ prosent (målt i valuta), mens det var en positiv avkastning på obligasjoner på 8,4 prosent. Over treårs-perioden 1998–2000 var gjennomsnittlig årlig avkastning på totalporteføljen 8,0 prosent, fordelt på 12,7 prosent på aksjer og 5,5 prosent på obligasjoner.

Om vi korrigerer for inflasjonen i de markedene hvor Petroleumsfondet er investert, var den reelle årsavkastningen i treårs-perioden 6,5 prosent. Dette er trolig høyere enn hva vi kan forvente som langsiktig realavkastning.

Et viktig mål i Norges Banks forvaltning er å oppnå høyere avkastning enn på referanseporteføljen som oppdragsgiveren har fastsatt. I 2000 oppnådde Norges Bank en meravkastning på 0,2 prosentpoeng. Over den siste tre års perioden er gjennomsnittlig årlig meravkastning 0,55 prosentpoeng.

Et annet viktig mål for Norges Bank er at det er tillit til at forvaltningen utøves på en profesjonell og trygg måte. Åpen kommunikasjon er viktig for å bygge tillit. I denne årsrapporten presenteres resultatene, og det gjøres rede for hvordan Norges Bank driver forvaltningen. På bankens nettsider (www.norges-bank.no) finnes ytterligere dokumentasjon og bakgrunnsinformasjon.



Svein Gjedrem
Sentralbanksjef



Knut N. Kjær
Direktør Norges Bank
Området for kapitalforvaltning



Emblem skule i Ålesund har organisert en tegnedag med Petroleumsfondet som tema.

I årsrapporten for Statens petroleumsfond i 2000 vises tegninger med barns syn på Petroleumsfondet og fremtiden.

Skolen har samtidig tatt imot en fotograf, og bilder av elevene er også brukt som illustrasjoner til årsrapporten

Statens petroleumsfond 1990-2000

Stortinget vedtok lov om Statens petroleumsfond i 1990. Finansdepartementet er ansvarlig for forvaltning av fondet, men har delegert utførelsen av den løpende forvaltningen til Norges Bank. Alle fondets midler er plassert i utenlandske obligasjoner og aksjer.

Størrelsen på de årlige avsetningene til Petroleumsfondets portefølje av internasjonale verdipapirer tilsvarer overskuddet på statsbudsjettet, inkludert oljeinntekter. Den første avsetningen skjedde i mai 1996, på bakgrunn av overskuddet for 1995. I 1996 og 1997 ble overføringene foretatt ved utgangen av de respektive årene. Siden 1998 er overføringene blitt foretatt gjennom året. Endelig avsetning for hvert år foretas når statsregnskapet foreligger.

Statsregnskapet har vist overskudd fra og med 1995. Av tabell 1 framgår det at avsetningene etter det har variert fra om lag 2 milliarder kroner for 1995 til 150 milliarder for 2000. Samlet for årene 1995-2000 har det vært avsatt om lag 314 milliarder kroner.

Hovedtall

Petroleumsfondets midler har vært plassert i rentebærende verdipapirer, og fra 1998 også i aksjer. Avkastningen av disse investeringene fra og med 1997 framgår av tabell 2. Norges Bank har i hvert av årene oppnådd høyere avkastning enn referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Meravkastningen har variert fra 0,20 prosentpoeng i 1998 og 2000 til 1,25 prosentpoeng i 1999.

For å vurdere utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft er det mest relevant å se på avkastningen målt mot den valutakurven som tilsvarer sammensetningen av fondets referanseportefølje. Avkastningen målt i norske kroner gir ikke nødvendigvis et godt bilde av utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft.

Tabell 3 viser avkastningen korrigert for prisstigning og forvaltningskostnader. Med fradrag for disse to komponentene har den akkumulerte netto realavkastningen siden 1. januar 1998 vært på 20,6 prosent (tilsvarende 6,5 prosent i gjennomsnittlig årlig vekst).

Forvaltningskostnadene er beregnet fra og med 1998. Disse kostnadene utgjorde i 1998 og 1999 mindre enn en promille av forvaltningskapitalen i Petroleumsfondet. Det canadiske konsulentfirmaet Cost Effectiveness Measurement Inc. har for 1999 anslått en normkostnad for Petroleumsfondet på om lag en promille, eller 10 basispunkter (hundredeler av et prosentpoeng) av beløp under forvaltning. Normkostnaden forutsetter samme kostnadseffektivitet i forvaltningen som i gjennomsnittet av en sammenligningsgruppe av store amerikanske pensjonsfond. Se en egen artikkel om dette i temadelen av årsrapporten. I 2000 var forvaltningskostnadene 11

basispunkter, men av dette var 2,8 basispunkter ekstra honorarer til eksterne forvaltere basert på oppnådd meravkastning i 1999 og 2000. Uten disse avkastningsavhengige honorarene ville kostnadene ha vært 8,2 basispunkter.

Tabell 1: Avsetninger til Statens petroleumsfond. Millioner kroner

Regnskapsår	Faktisk netto avsetning i løpet av året	Endelig avsetning
1995	0	1 981
1996	47 476	44 213
1997	60 900	64 019
1998	32 837	27 982
1999	24 500	26 133
2000	150 000	150 000 *
Sum 1995-2000	315 713	314 328 *

* Foreløpig tall

Tabell 2: Avkastning og markedsverdi av Petroleumsfondets valutaportefølje*

År	Avkastning i prosent, regnet i fondets valutakurv	Avkastning i prosent, regnet i norske kroner	Markedsverdi i milliarder kroner pr.31.12.	Meravkastning** i forhold til referanseporteføljen
1997	9,07	10,83	113	0,23
1998	9,25	19,75	172	0,20
1999	12,44	13,85	222	1,25
2000	2,50	6,53	386	0,20

* Vi har ikke tatt med tall for 1996. Fondet var da mindre enn 2 milliarder kroner, og forvaltningen startet i juni.

** Meravkastningen er regnet som aritmetisk avvik og tallet for 1999 er derfor et annet enn det som står i årsrapporten for 1999.

Tabell 3: Nominell og reell avkastning av Petroleumsfondet 1997-2000 i prosent, regnet mot fondets valutakurv

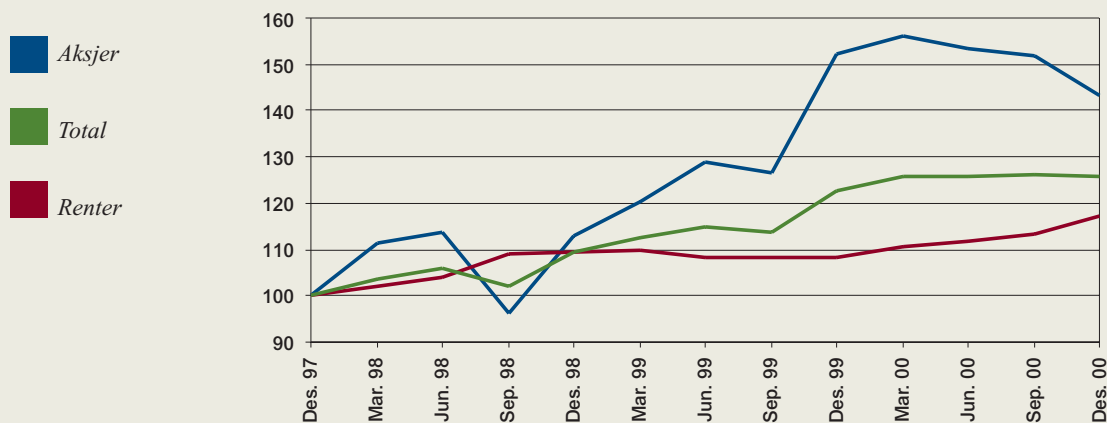
	1997	1998	1999	2000
Nominell avkastning				
- på aksjeporteføljen		12,86	34,81	-5,82
- på renteporteføljen	9,07	9,31	-0,99	8,41
- på totalporteføljen	9,07	9,25	12,44	2,50
Prisstigning*	1,77	0,99	1,18	1,93
Reell avkastning	7,17	8,18	11,11	0,56
Forvaltningskostnader**		0,06	0,09	0,11***
Netto realavkastning		8,12	11,01	0,45

* Veid gjennomsnitt av konsumprisstigningen i de land som i vedkommende år inngår i fondets referanseportefølje.

** Kostnadene i 1997 var klart lavere enn i 1998, men er ikke beregnet nøyaktig.

*** Inkluderer honorar til eksterne forvaltere for oppnådd meravkastning i 1999. Uten den avkastningsavhengige delen av disse honorarene var kostnadene 0,082 prosent.

Figur 1: Indeks for akkumulert avkastning av aktivklassene i Petroleumsfondet 1998-2000. Fondets valutakurv pr. 31. desember 1997=100

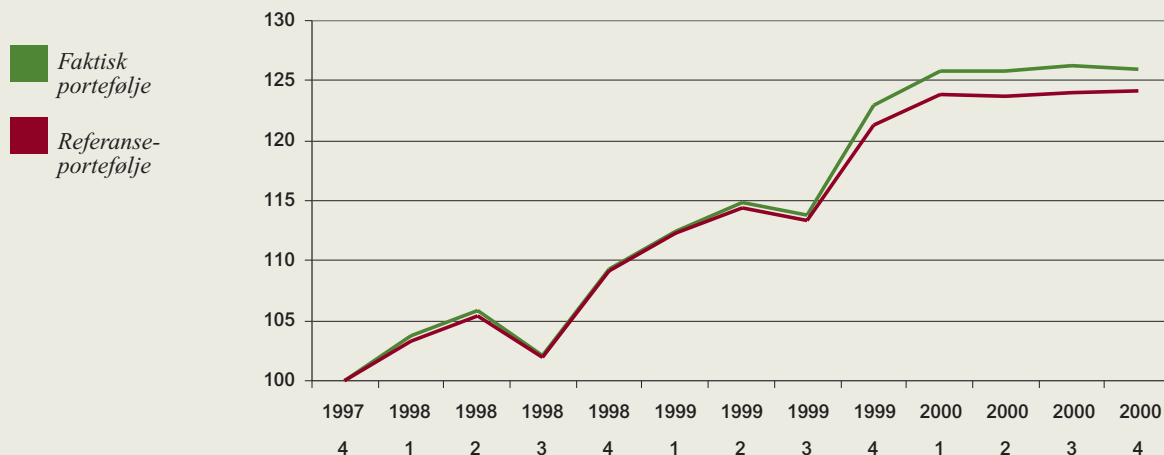


Figur 1 viser akkumulert avkastning i de to aktivklassene aksjer og renter fra 1. januar 1998, som var tidspunktet da aksjer ble en del av investeringsuniverset. Avkastningen er regnet i prosent av den markedsverdi fondet på hvert tidspunkt hadde, og forteller dermed ikke noe om avkastningen i kroner. Figuren viser at aksjeavkastningen i denne perioden har svingt mye, men i sum vært langt høyere enn avkastningen på obligasjoner. Aksjeporteføljen har hatt en avkastning på 43 prosent og obligasjonsporteføljen 17 prosent over de tre siste årene.

Norges Banks bidrag til forvaltningsresultatet

En viktig oppgave for Norges Bank er å sette den investeringsstrategien som er fastsatt av Finansdepartementet, ut i livet på en effektiv og betryggende måte. Strategien er nedfelt i form av en referanseportefølje. Norges Bank skal dessuten søke å oppnå høyest mulig avkastning i forhold til denne referanseporteføljen, og er tildelt en risikoramme for hvor mye man kan tillate seg å avvike fra referanseporteføljen for å oppnå dette. Denne rammen for

Figur 2: Avkastningen på den faktiske porteføljen og på referanseporteføljen i hele perioden siden 1. januar 1998, målt i valutakurven til referanseporteføljen. 31.12.97=100



risiko er forholdsvis liten sett i forhold til den risiko som referanseporteføljen representerer. Valg av strategi har derfor langt større betydning for avkastningen enn det bidraget Norges Bank kan gi ved å avvike fra referanseporteføljen.

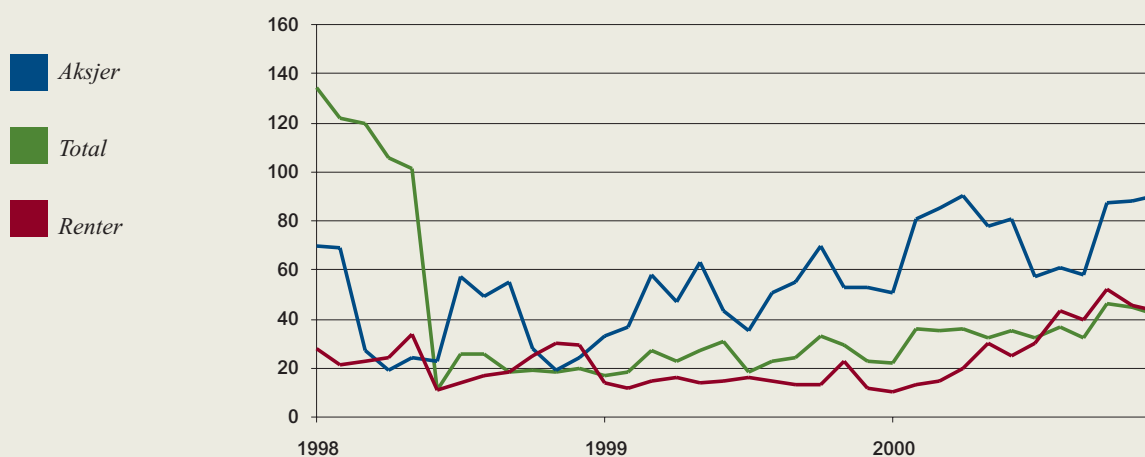
Selv om Norges Bank skulle kjøpe nøyaktig de samme verdipapirer som inngår i referanseporteføljen (det vil si indeksforvalte hele Petroleumsfondet), ville man ikke oppnå like høy avkastning som referanseporteføljen. Det skyldes at referanseavkastningen ikke korrigeres for transaksjonskostnader og skatt på utbytte. Dette ble drøftet i en egen temaartikkel i årsrapporten for 1999. I år med stor tilflyt av nye midler til Petroleumsfondet, som i 2000, blir forskjellen spesielt stor. Om meravkastningen i 2000 korrigeres for denne kostnadsulempen, ville den blitt 28 basispunkter og ikke de 20 som er angitt i tabell 2.

Figur 2 viser utviklingen i den faktiske porteføljen og referanseporteføljen i treårs-perioden 1998–2000. Den faktiske (nominelle) avkastningen har samlet vært 25,9 prosent, mens avkastningen på referanseporteføljen var 24,1 prosent. Avstanden mellom linjene i figuren er et uttrykk for meravkastningen i Norges Banks forvaltning. For denne perioden er samlet meravkastning 1,8 prosentpoeng.

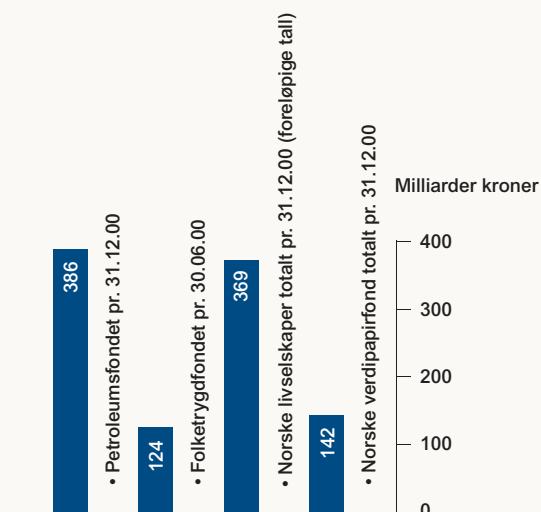
Figur 3 viser utviklingen i måltallet Finansdepartementet har fastsatt for å avgrense forskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen (forventet relativ volatilitet, se forklaring i beretningsdelen). Figuren viser at Norges Bank har økt omfanget av aktiv forvaltning gradvis siden andre halvår 1998. I første halvår 1998 bidro innfasingen av aksjer i porteføljen til periodevis høy forventet relativ volatilitet. Det meste av den aktive risikoen er tatt av eksterne forvaltere, og det var meget gode resultater i eksternt aktiv forvaltning som bidro mest til den høye meravkastningen i 1999. I 2000 kom en nesten like stor del av meravkastningen fra den interne forvaltningen.

Et vanlig mål på dyktighet i kapitalforvaltning er informasjonsraten. Dette er forholdstallet mellom meravkastningen og den relative volatiliteten, det vil si risikoen knyttet til å oppnå meravkastningen. For perioden januar 1998 til desember 2000 er gjennomsnittlig informasjonsrate på 1,0 (månedstall omregnet til årsrate). Dette er uvanlig høyt. Norges Bank legger til grunn for sin forvaltning at informasjonsraten bør være over 0,2–0,3.

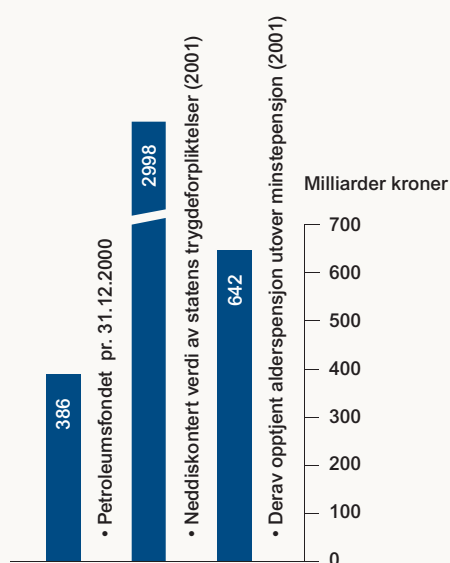
Figur 3: Den relative markedsrisikoen ved utgangen av hver måned, målt ved forventet relativ volatilitet. Basispunkter (hundredeler av et prosentpoeng)



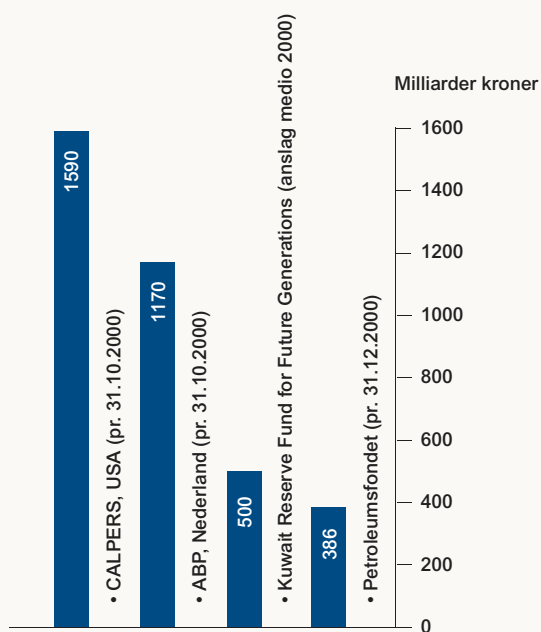
Figur 4: Størrelsen på Statens petroleumsfond i forhold til annen kapitalforvaltning i Norge. Markedsverdier i milliarder norske kroner



Figur 5: Størrelsen på Statens petroleumsfond i forhold til offentlig sektors pensjonsforpliktelser. Milliarder norske kroner



Figur 6: Størrelsen på Statens petroleumsfond i forhold til store internasjonale fondsforvaltere. Markedsverdier i milliarder norske kroner



Perspektiver på størrelsen av Petroleumsfondet

Ved utgangen av 2000 var markedsverdien av Petroleumsfondets valutaportefølje på 386 milliarder kroner. I Nasjonalbudsjettet 2001 anslår Finansdepartementet at Statens petroleumsfond ved utgangen av 2001 vil være på 589 milliarder kroner, og ved utgangen av 2004 på 1070 milliarder kroner. Figur 4 viser at Statens petroleumsfond allerede i dag står for den desidert største porteføljen av verdipapirer som forvaltes fra Norge.

Statens petroleumsfond er ikke noe pensjonsfond, men det er grunn til å regne med at økte statlige pensjonsutbetalinger i framtida delvis vil bli finansiert ved trekk på fondet. I Nasjonalbudsjettet 2001 ble neddiskontert verdi av statens forpliktelser i form av opptjente pensjoner anslått til 2998 milliarder kroner i 2001. De anslåtte forpliktelsene til alderspensjoner i 2001 ut over minstepensjon utgjorde alene 642 milliarder kroner. Statens

utgifter til alders- og uførepensjoner er anslått å øke fra 7 prosent av BNP i 2000 til 15 prosent i 2030.

Folketallet i Norge er om lag 4,5 millioner. Det betyr at Petroleumsfondet ved utgangen av 2000 svarer til om lag 85 000 kroner for hver innbygger.

Figur 6 illustrerer at Petroleumsfondet i forhold til store internasjonale fond fortsatt er en nokså beskjeden investor i kapitalmarkedene. For eksempel hadde det største amerikanske pensjonsfondet (CALPERS, for offentlig ansatte i California) ved utgangen av oktober 2000 en portefølje verdt om lag 1590 milliarder kroner. Det største europeiske pensjonsfondet (ABP, for offentlig ansatte i Nederland) hadde en portefølje verdt om lag 1170 milliarder norske kroner.

Også i forhold til de totale markedsverdiene i de internasjonale kapitalmarkedene er Petroleumsfondet en liten investor. Tabell 4 viser fondets investeringer fordelt på regioner og aktivaklasser i forhold til markeds kapitaliseringen i de markedene der investeringene er gjort.

Tabell 4: Petroleumsfondets andel av markeds kapitaliseringen pr 31.12.2000 i de markeder der fondet investerer. Milliarder norske kroner

	Statens petroleumsfond*	Markeds-kapitalisering**	Petroleumsfondets andel i prosent
Aksjer Europa	79,6	59 951	0,13
Aksjer Nord-Amerika	45,2	109 357	0,04
Aksjer Asia og Oceania	28,0	27 285	0,10
Statsobligasjoner Europa	106,5	24 613	0,43
Statsobligasjoner Nord-Amerika	49,2	15 942	0,31
Statsobligasjoner Asia og Oceania	36,9	14 653	0,25

* Verdien av andre obligasjoner enn statsobligasjoner er ikke tatt med. Til sammen utgjør disse 37,8 milliarder kroner.

** For aksjer oppgis den totale markedsverdien av de selskaper som inngår i Petroleumsfondets referanseindeks, som utgjør om lag 80 prosent av markeds kapitaliseringen i hver region. For statsobligasjoner oppgis markedsverdien av alle statspapirer utstedt i de land der Petroleumsfondet investerer.



Beretningsdel



1. Mandat for forvaltningen

Finansdepartementet har delegert den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond til Norges Bank. Mandatet for forvaltningen er presisert i en forskrift fra departementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale som ytterligere regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter. Disse dokumentene er gjengitt i dokumentasjonsdelen av årsrapporten, og er dessuten tilgjengelige på Norges Banks internettsider (www.norges-bank.no).

I forskriften presiserer Finansdepartementet hvilke land Petroleumsfondets midler kan investeres i. Finansdepartementet har dessuten definert en referanseportefølje av konkrete aksjer og obligasjoner, som uttrykker oppdragsgiverens investeringsstrategi for Petroleumsfondet. Referanseporteføljen er dermed et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen, og for å vurdere resultatene av Norges Banks forvaltning. Finansdepartementet har satt grenser for hvor store avvik det kan være mellom faktisk portefølje og referanseporteføljen.

Forskriften ble endret fra 1. januar 2000 ved at syv nye land (Hellas, Tyrkia, Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan og Thailand) ble tatt med i det tillatte investeringsuniverset for aksjer. De syv landene var definert som såkalt «framvoksende markeder», men Hellas ble senere omdefinert til gruppen av utviklede markeder. Hellas samt fem av de framvoksende markedene (Tyrkia, Brasil, Mexico, Sør-Korea og Taiwan) ble tatt med i referanseporteføljen fra 31. januar 2001. Etter at Hellas ble tatt med i gruppen av utviklede markeder, ble landet fra 4. oktober 2000 tatt med i investeringsuniverset for obligasjoner. Landet ble tatt med i referanseporteføljen for renteinvesteringer fra 31. januar 2001.

Finansdepartementet har besluttet at det skal opprettes en egen aksjeportefølje på en milliard kroner av bedrifter vurdert etter miljøkriterier. Miljøporteføljen ble opprettet 31. januar 2001 og forvaltes av Norges Bank basert på en liste av bedrifter som tilfredsstiller kriteriene. Vurderingen av bedriftene skjer i et internasjonalt konsultantselskap utvalgt av Finansdepartementet.

Petroleumsfondets referanseportefølje er satt sammen av en aksjeportefølje med en vekt på 40 prosent og en obligasjonsportefølje med en vekt på 60 prosent. Referanseporteføljen for aksjer har i 2000 bestått av de selskaper som inngår i FTSE's landindekser for de samme 21 landene som i 1999. Denne indeksen het tidligere Financial

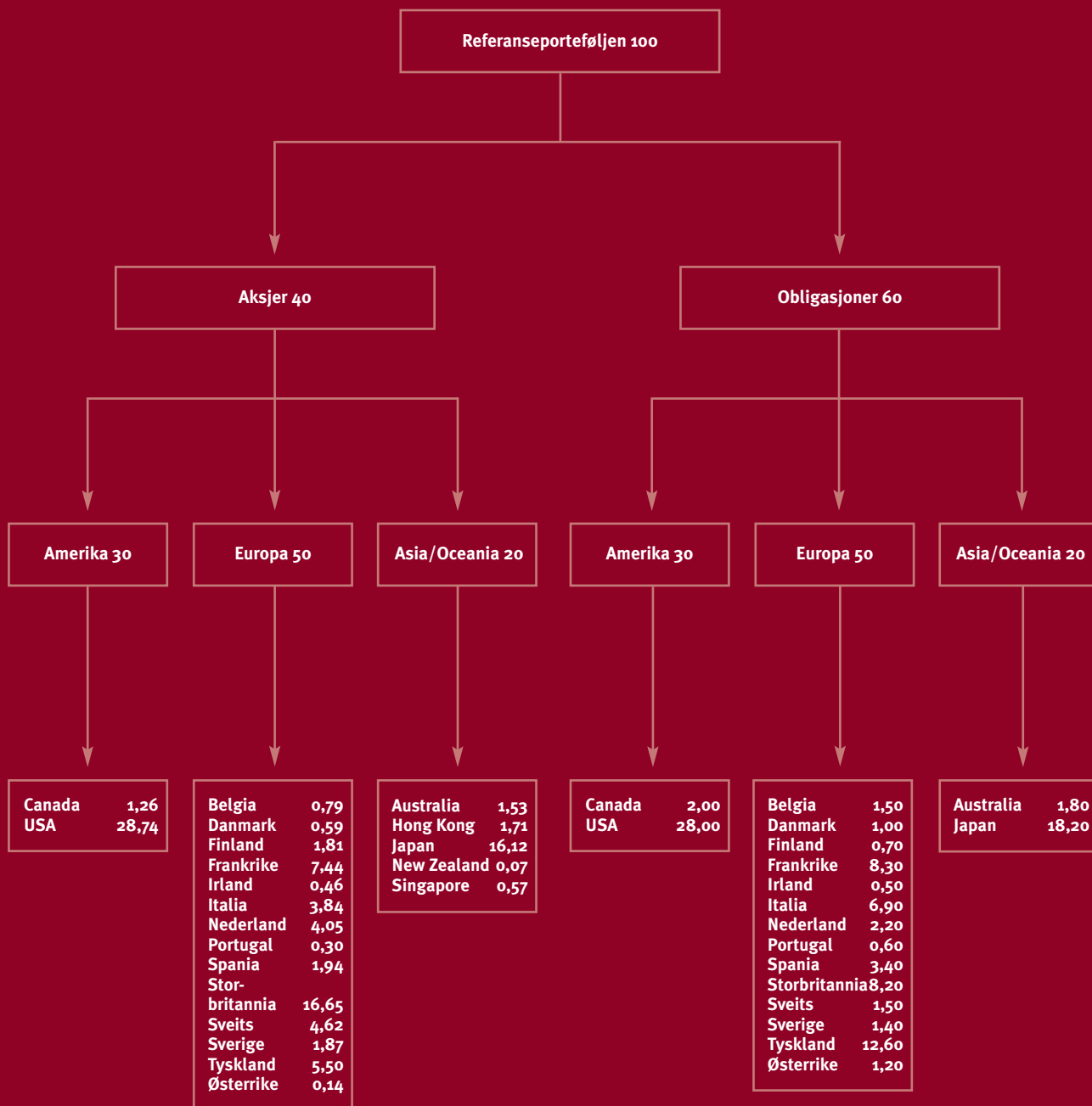
Times/Standard & Poor's. Indeksvektene er fordelt med 50 prosent på Europa, 30 prosent på Amerika og 20 prosent på Asia og Oceania. Innen hver av disse tre regionene brukes markeds kapitaliseringsvekter for hvert land. Utvalget av aksjer i indeksen endres gjennom året. I 2000 ble det foretatt 553 utskiftninger av selskaper i indeksen.

Referanseporteføljen for obligasjonsporteføljen har i 2000 bestått av de statsobligasjoner som inngår i Salomon Smith Barney's World Government Bond Index for de samme 18 land som i 1999. Indeksvektene er fordelt på regioner på samme måte som for aksjer, mens det for landfordelingen innen hver region brukes BNP-vekter. Det foretas noen utskiftninger i indeksen ved hvert månedsskifte. I figur 1 vises de faktiske vektene i referanseporteføljen pr. 30. november, som var dato for siste rebalansering av porteføljen i 2000.

Ulik markedsutvikling mellom aksjer og obligasjoner og innen aktivklassene utløser behov for å justere referanseporteføljene tilbake til utgangsvektene. Finansdepartementet har bestemt at det skal foretas slik rebalansering kvartalsvis, normalt siste dagen i hvert kvartal. Dermed skjer rebalanseringene samtidig med at fondet tilføres nye midler. I 2000 ble den siste rebalanseringen framskyndet til 30. november, for å unngå større transaksjoner i forbindelse med årsskiftet. Referanseporteføljen er nærmere drøftet i en temaartikkel fra årsrapporten i 1998, se artikkelsamlingen på Norges Banks internettsider.

Finansdepartementet har gitt Norges Bank frihet til å avvike noe fra referanseporteføljen i den løpende forvaltningen. Det er definert en ramme som begrenser hvor store avvik det kan forventes mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen på referanseporteføljen. Rammen er definert ved måltallet forventet relativ volatilitet. Dette er standardavviket til differanseavkastningen, og beregnes i en spesiell risikomodell. Finansdepartementet har fastsatt at den forventede relative volatiliteten målt ved denne modellen ikke skal overstige 1,5 prosentpoeng. Denne begrensningen innebærer at forskjellen mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på referanseporteføljen i gjennomsnittlig to av tre år ville være mindre enn 1,5 prosentpoeng, hvis Norges Bank utnyttet rammen for å ta risiko fullt ut og tok posisjoner med minst ett års varighet. Se temaartikkelen i årsrapporten for 1999 om «Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko».

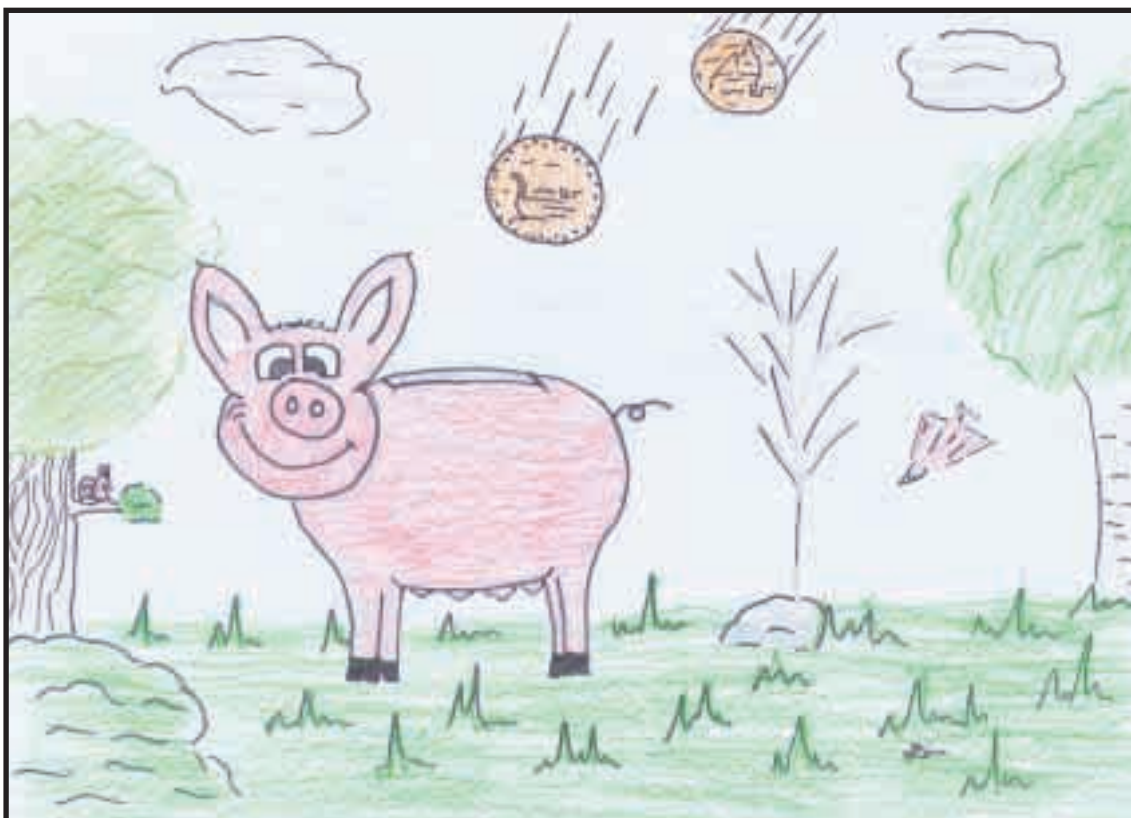
Figur 1: Referanseporteføljens sammensetning pr. 30.11.00. Landvekter i referanseporteføljen (prosent)



Norges Bank kan utnytte rammen for avvik fra referanseporteføljen for to hovedformål. For det første kan slike avvik foretas med sikte på å oppnå høyere avkastning enn referanseporteføljen. Dette kalles gjerne aktiv forvaltning. For det andre vil det ikke være kostnadseffektivt å la den faktiske beholdning av verdipapirer hele tiden nøyaktig tilsvare sammensetningen av verdipapirer i referanseporteføljen. Spesielt i forbindelse med oppdatering av referanseporteføljen kan det være hensiktsmessig å tillate litt større avvik i en overgangsperiode. Den øvre grensen for relativ markedsrisiko skal imidlertid overholdes hver dag. En del av risikorammen må derfor anvendes som en buffer, slik at den målte risikoen holder seg under grensen selv ved uventet uro i markedene.

I tillegg til grensen for forventet relativ volatilitet har Finansdepartementet også fastsatt grenser for blant annet renterisiko, for hvilke andeler av fondet som kan investeres i aksjer og obligasjoner, og for fordelingen av fondet på de tre hovedregionene Europa, Amerika og Asia/Oceania.

Det er dessuten satt et tak på maksimal eierandel i selskaper. Fra 12. mai 2000 ble denne grensen hevet fra 1 prosent til 3 prosent av aksjekapitalen i hvert selskap. Grensen gjelder fra samme dato ikke bare for andelen av alle aksjer, men også for andelen av de aksjer som gir stemmerett ved selskapets generalforsamling.



2. Mål og organisering

Norges Bank skal etter forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond søke å oppnå en høyest mulig avkastning, gitt de begrensninger som følger av forskriften. Strategien for å oppnå best mulig resultat i forvaltningen ble presentert i en temaartikkel i årsrapporten for 1999 om «Strategi for høyest mulig avkastning».

Norges Bank opprettet 1. januar 1998 en egen enhet for kapitalforvaltning. Norges Bank Kapitalforvaltning utfører den operative forvaltning av Statens petroleumsfond, og dessuten den operative forvaltning av Statens petroleumsforsikringsfond og den del av valutareservene som ikke er øremerket for kortsiktige likviditetsbehov. Ved utgangen av 2000 var verdien av de samlede porteføljer under forvaltning om lag 531 milliarder kroner.

Hovedstyret i Norges Bank har det overordnede ansvar for virksomheten. Lederen for Norges Bank Kapitalforvaltning rapporterer til sentralbanksjefen. I månedlige oppfølgingsmøter med sentralbanksjefen gjennomgås resultater, risikostyring og kontroll i forvaltningen. Beslutninger om de aktive posisjonene som tas i forvaltningen er delegert til lederen for Norges Bank Kapitalforvaltning. Til støtte for oppfølgingen av forvaltningen bruker sentralbanksjefen sin sentrale stab og et eget rådgivende utvalg. Disse mottar omfattende informasjon om forvaltningen i ettertid og gir sin vurdering til sentralbanksjefen. I tillegg er det et omfattende kontrollsystem både i og utenfor forvaltningsorganisasjonen.

Innen Norges Bank Kapitalforvaltning er det gjennomført klare skiller mellom avdelingene som tar investeringsbeslutninger, og avdelingene som forestår oppgjør av transaksjonene, risikomåling, avkastningsmåling og regnskap. En egen avdeling har ansvar for å påse at internkontrollsystemene fungerer. Norges Banks Revisjon, som rapporterer til bankens representantskap, utfører den løpende revisjonen av kapitalforvaltningen. Riksrevisjonen har ansvaret for den overordnede revisjon av Statens petroleumsfond og bygger sitt arbeid på det revisjonsarbeid som utføres av Norges Banks Revisjon. Kontrollsystemet er nærmere beskrevet i avsnitt 8 nedenfor.

Nærmere om utviklingen av forvaltningsorganisasjonen

I tidligere årsberetninger er det redegjort for etableringen av Norges Bank Kapitalforvaltning (KAP). Siden høsten 1999 har hele produksjonskjeden vært samlet i KAP, etter at oppgjørs-, regnskaps-, avkastningsmålings- og IT-funksjonene ble flyttet over fra en annen del av Norges Bank. Dermed ble KAPs resultatansvar for forvaltningen klare. En hovedoppgave i 2000 har vært å integrere disse funksjonene best mulig i organisasjonen.

I august 2000 ble det besluttet å slå sammen avdelingene for oppgjør/regnskap («back office») og for avkast-

ningsmåling/risikomåling («mid office»). Formålet var å oppnå effektiviseringsgevinster ved å samordne beslektede funksjoner. Den nye avdelingen for forvaltningsstøtte er etablert, men integrasjonen av funksjonene vil ikke bli fullt ut gjennomført før ny leder er på plass våren 2001. Fra januar 2001 er avdelingen for taktisk allokering lagt under lederen for aksjeforvaltningen. Virksomheten vil bli opprettholdt som et eget resultatområde.

Norges Bank har fra tidligere et kontor i New York. Kontoret benyttes i hovedsak til forvaltning av renteinstrumenter. Høsten 2000 åpnet Norges Bank et kontor i London. Kontoret skal dels benyttes til å styrke oppfølgingen av viktige tjenesteleverandører til forvaltningen og dels benyttes i arbeidet med å innhente markedsinformasjon til den interne aksjeforvaltningen.

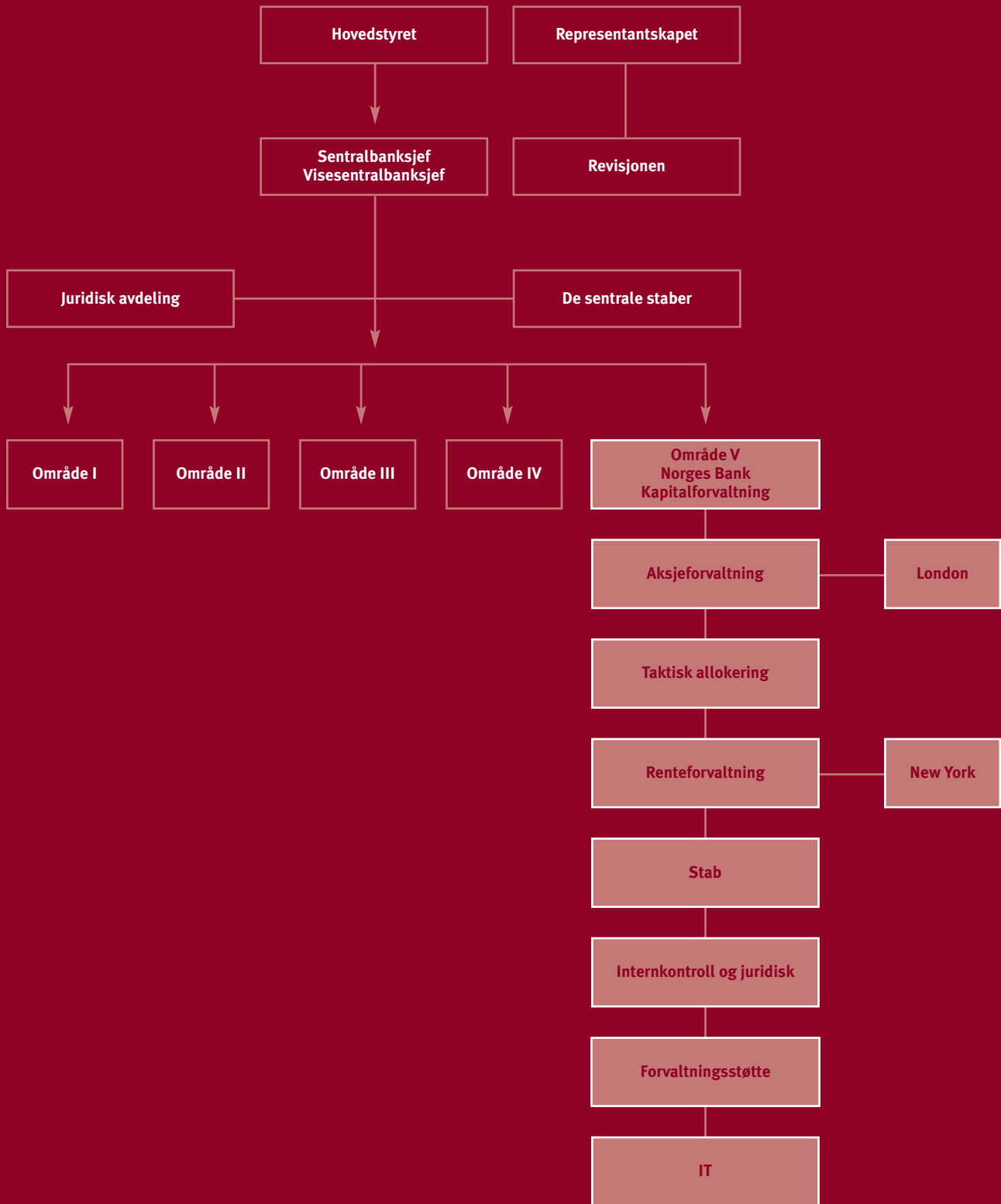
Ved starten av 2000 hadde KAP 79 medarbeidere. I løpet av året er det rekruttert 20 nye medarbeidere inklusive vikarer, mens åtte medarbeidere har sluttet. Fire av de nyansatte hadde tidligere erfaring fra forvaltningsvirksomhet utenfor Norges Bank. Ved utgangen av året hadde KAP 86 fast ansatte, og i tillegg seks vikarer. Det arbeidet fem personer både ved kontoret i New York og ved kontoret i London.

Norges Bank Kapitalforvaltning har hatt noen vansker med å rekruttere medarbeidere med høy kompetanse og lang erfaring. Til tross for utlysninger og aktive forsøk på rekruttering har enkelte stillinger blitt stående ubesatt i lange perioder. Forholdet reflekterer at det er stor knapphet i Norge på den spesialistkompetansen som det er behov for.

Norges Bank er innstilt på at oppgaven med å forvalte Statens petroleumsfond krever aktiv bruk av lønns- og personalpolitiske virkemidler. Arbeidsmarkedet for personer med erfaring fra finans- og kapitalforvaltning er preget av et høyt lønnsnivå, med innslag av variabel resultatlønn kombinert med ekstraordinære krav til fokusert arbeidsinnsats. Hvorvidt banken lykkes med å oppnå gode resultater i forvaltningen vil ha nær sammenheng med bankens evne til å rekruttere, utvikle og beholde høyt kvalifiserte personer fra dette markedet.

For 27 medarbeidere med resultatansvar for investeringsbeslutninger er deler av lønnen fra 2000 basert på oppnådde resultater. Den resultatavhengige delen av lønnen kan utgjøre opp til like mye som den faste delen av lønnen. Det forberedes også bruk av prestasjonsbasert lønn i enkelte andre deler av organisasjonen. Lederen for Norges Bank Kapitalforvaltning fikk utbetalt en lønn på 1.113.711 kroner.

Figur 2: Organisasjonskart



3. Markedsutviklingen i 2000

3.1. Hovedtrekk i utviklingen

Ved inngangen til år 2000 var det høyt aktivitetsnivå i verdensøkonomien. Konjunkturtoppen ble imidlertid passert en gang på våren i USA, mens Europa og Japan lå noe etter. Utover høsten ble det klart at konjunkturtoppen i USA ikke bare var passert, men at fallet i den økonomiske aktiviteten var større og mer omfattende enn aktørene i verdipapirmarkedene tidligere hadde forventet. Obligasjonsrentene falt som følge av forventninger om reduksjon i signalrentene, etter strømmen av svakere aktivitets-tall. I desember kom klare signaler om et nært forestående rentekutt fra den amerikanske sentralbanken. Rentereduksjonen kom i begynnelsen av januar 2001 og var på et halvt prosentpoeng. Den fulgt opp av enda en reduksjon i slutten av måneden.

I aksjemarkedet ble forventninger om fall i bedriftenes inntjening etter omslaget i konjunkturrene diskontert i aksjekursene. Dette førte til kursnedgang, særlig i USA og Japan, i både tredje og fjerde kvartal.

Figur 3 viser at vekstanslagene for år 2000 ble oppjustert i løpet av de tre første kvartaler for så å flate ut. Markedsanalytikere undervurderte veksten i år 2000 ved begynnelsen av året. Utover året oppjusterte de anslagene i takt med at den økonomiske veksten ble sterkere enn antatt. I siste kvartal erkjente de fleste at konjunkturrene hadde snudd, og analytikerne ble i løpet av høsten mer og mer pessimistiske til utviklingen i år 2001.

2000 var et meget turbulent år i valutamarkedet. Hovedbildet var at amerikanske dollar steg sterkt i løpet av året mot de fleste andre valutaer. Årsaken til dette fin-

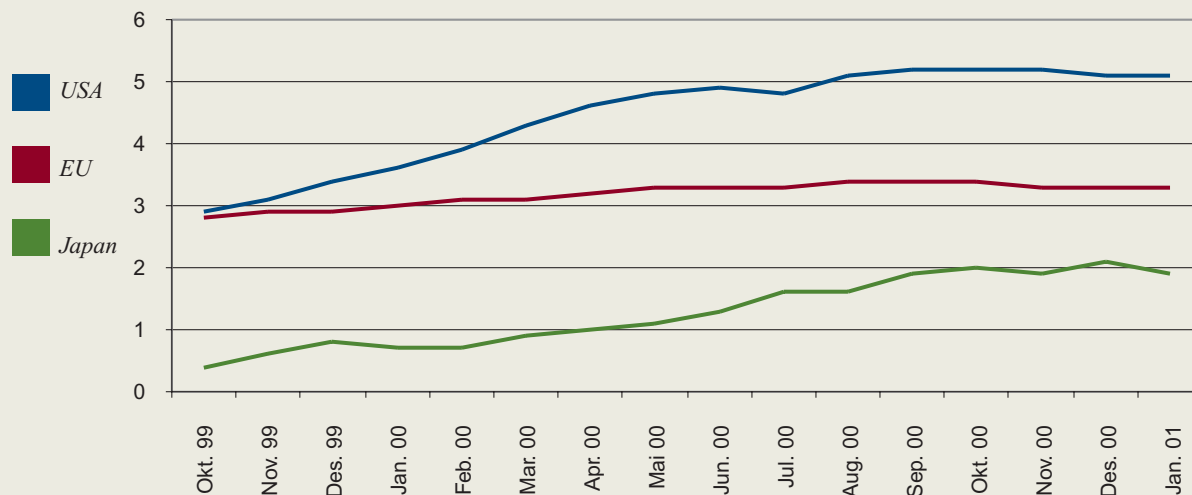
ner en delvis i konjunktursituasjonen, der veksten i USA var meget høy sammenlignet med de andre hovedlandene. Kraftig vekst i USA tiltrakk utenlandsk kapital i et stort omfang. I tillegg fikk dollaren hjelp av meget sterke produktivitetstall, som indikerte at USA kunne ha en vedvarende sterkere vekst over tid enn sine handelspartnere. Den kraftige svekkelsen av aktiviteten i amerikansk økonomi i løpet av høsten snudde imidlertid dollarstyrkingen til en viss svekkelse.

Figur 4 viser hvor mye ulike markeder, det vil si summen av obligasjoner, aksjer og valuta, bidro til avkastningen i Petroleumsfondet i år 2000. USA skiller seg ut på den positive siden, ettersom det amerikanske obligasjonsmarkedet ga en høy positiv avkastning og dollaren styrket seg mot de fleste øvrige valutaer. Dette ble ikke oppveid av den negative aksjeavkastningen i USA. Japan skiller seg ut på den negative siden. Der bidro aksjemarkedet negativt, samtidig som avkastningen i obligasjonsmarkedet ikke veide opp for dette. Det svake resultatet i 2000 kan ses i sammenheng med at de japanske markedene i 1999 ga det største bidraget til Petroleumfondets avkastning. De fleste europeiske land bidro positivt til totalavkastningen for år 2000.

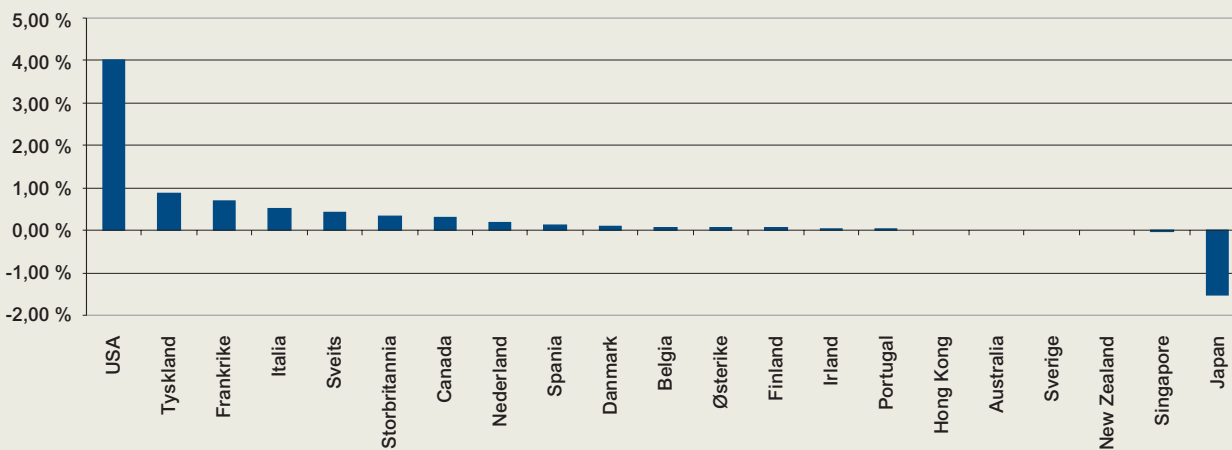
3.2. Rentemarkedene

Mens obligasjonsmarkedene i 1999 opplevde betydelige renteøkninger, ble bildet snudd helt om i 2000. Særlig i USA falt rentenivået. Mens avkastningen på Salomon Smith Barney's verdensindeks i 1999 var negativ på -0.8 prosent, var den i 2000 positiv med 7,7 prosent, målt i

Figur 3 Anslag på BNP-vekst for 2000. Fra Consensus Forecasts Inc.



Figur 4 De enkelte lands bidrag til Petroleumsfondets avkastning i 2000. Prosentpoeng målt mot norske kroner



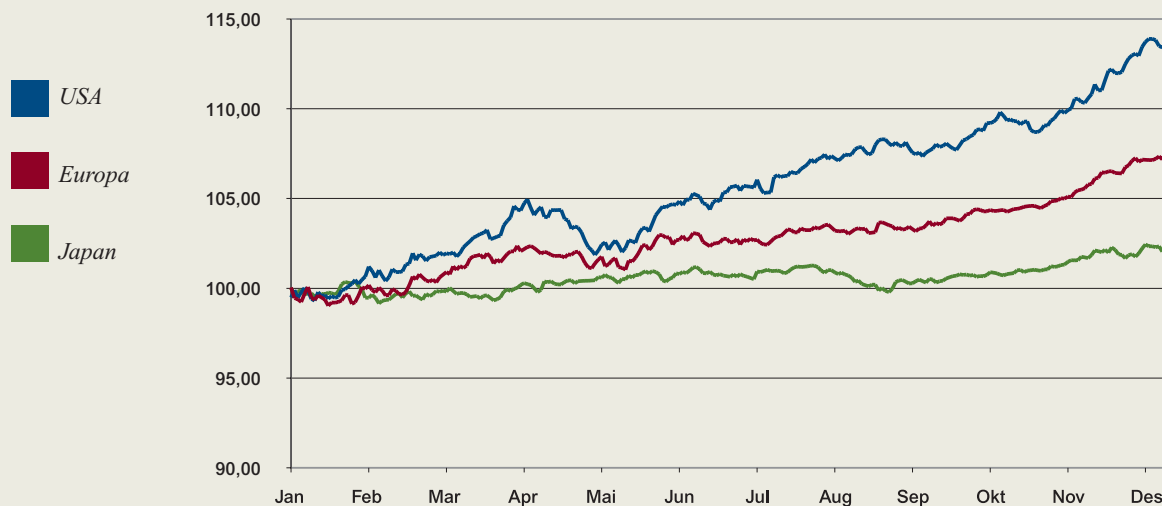
lokal valuta. Ser vi på de største landene i denne indeksen hadde USA i 2000 en avkastning på 13,5 prosent, Japan 2,1 prosent, Storbritannia 9,0 prosent og Euro-området 7,2 prosent.

Obligasjonsavkastningen i USA var meget høy både i forhold til innskuddsrentene i bank, i forhold til inflasjonen, og i forhold til aksjer. Prisavkastningen på aksjer var -9,4 prosent i USA, målt ved FTSE indeksen. Forskjellen mellom avkastningen for obligasjoner og aksjer var dermed mer enn 20 prosent i favør av obligasjoner. Historisk sett er dette en meget stor forskjell.

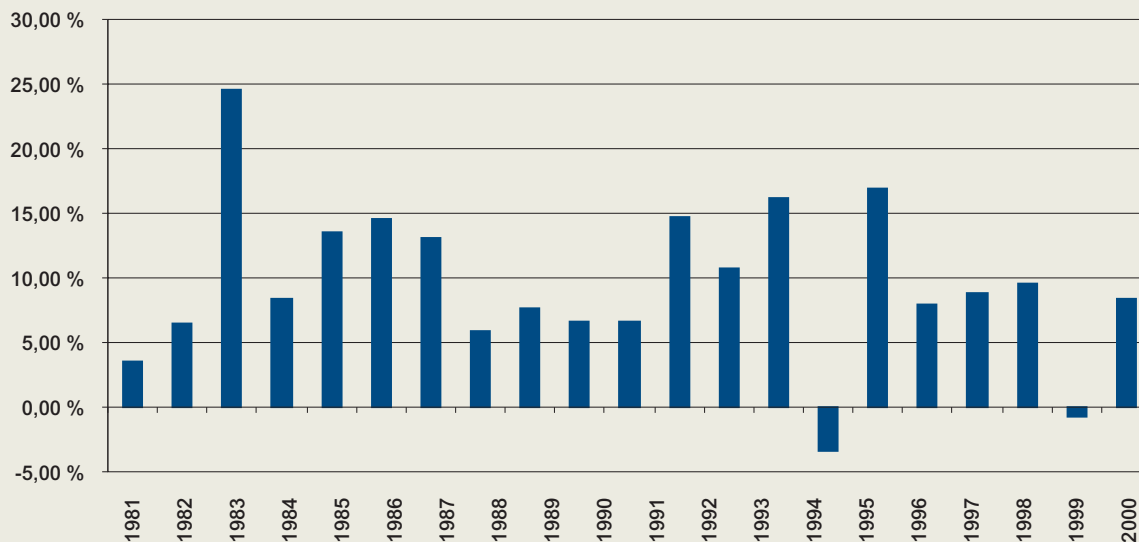
En viktig faktor, som særlig i første halvår bidro til rentefallet i obligasjonsmarkedet, var statlige tilbakekjøp av statsobligasjoner. Store overskudd på statsfinansene i USA, sammen med betydelige inntekter for mange europeiske stater i forbindelse med salg av mobilnettlicenser, førte til store tilbakekjøp eller forventninger om tilbakekjøp av statsobligasjoner. Mindre tilbud av statsobligasjoner fører isolert sett til en høyere pris på de obligasjoner som er igjen i markedet.

En annen faktor som bidro til rentefallet var at mange investorer solgte aksjer som følge av det kraftige fallet i

Figur 5 Verdiutviklingen på Salomon Smith Barney's statsobligasjonsindekser i 2000



Figur 6 Avkastning i rentemarkedene 1980-2000



aksjemarkedet, og kjøpte mindre risikofylte statsobligasjoner.

Obligasjonsavkastningen var høy i 2000 til tross for at både den amerikanske, den europeiske og den japanske sentralbanken satte opp signalrentene i løpet av året. Markedet så heller ikke ut til å legge vekt på en økende inflasjon forårsaket av stigende oljepriser i år 2000. Obligasjonsmarkedet diskonterte relativt tidlig en rentenedgang for lån med korte løpetider.

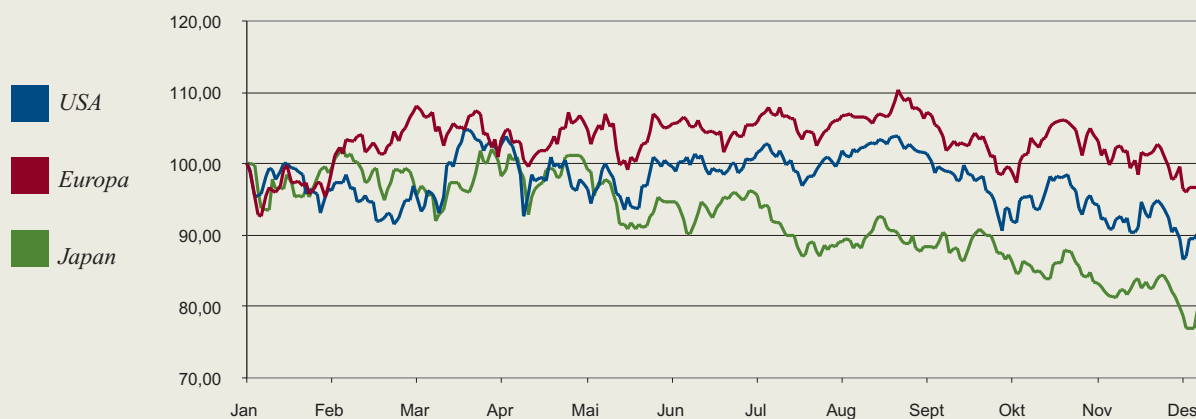
Figur 6 viser en hypotetisk årsavkastning, målt i referanseporteføljens valutakurv, for en obligasjonsportefølje

dersom den siden 1980 hadde blitt forvaltet i samsvar med den referanseporteføljen som i dag gjelder for Petroleumsfondet. Avkastningen i rentemarkedene i 2000 var noe over middels i en historisk sammenheng.

3.3. Aksjemarkedene

Årsavkastningen i de fleste aksjemarkeder var negativ i 2000. Aksjemarkedene var preget av store forskjeller i avkastning mellom land og sektorer. Utviklingen fra 1999

Figur 7 Verdiutviklingen på FTSE aksjeindekser i 2000



der teknologi og sykliske bransjer var vinnere, mens de øvrige sektorene som preges av stabil inntjening var tapere, ble snudd i år 2000. Året vil i aksjemarkedet bli husket som det året da teknologiboblen sprakk. Konjunkturomslaget var en viktig medvirkende faktor til sprekken.

Aksjekursene i verden målt ved FTSE verdensindeks falt med 7,7 prosent mot en stigning på 28,3 prosent for 1999, målt i lokal valuta. Avkastningsutviklingen mellom land ble også reversert fra 1999 til 2000. Mens Japan gjorde det best i 1999, var Japan det markedet som falt mest av de store i år 2000.

Figur 7 viser utviklingen av aksjekursene i Euroområdet, USA og Japan. Første kvartal var preget av en fortsettelse av trenden fra 1999. Teknologiaksjer steg sterkt, mens aksjer i tradisjonelle sektorer utviklet seg svakt. Rundt påsketider var det store kursbevegelser i markedet. Fram til sommeren var det likevel små netto kursendringer i USA og Europa, mens kursene i Japan falt måned for måned. Årets siste kvartal var preget av både stor volatilitet og store fall i aksjemarkedene.

Japan falt mest av de store aksjemarkedene, blant annet fordi teknologi og sykliske aksjer utgjør en relativt stor andel av dette markedet. I tillegg har en del spesifikke faktorer i det japanske markedet virket negativt. Det har vært usikkerhet med hensyn på politisk beslutnings-evne, og dessuten noen store konkurser i japansk næringsliv. Videre er det innført nye regnskapsregler som i praksis tvinger finansinstitusjoner og bedrifter til å selge aksjer i markedet. Mangel på kjøpere av disse aksjene har lagt et generelt press på kursene i det japanske aksjemarkedet.

Tabell 1 viser utviklingen for hovedsektorene i FTSE

Tabell 1: Avkastning på Petroleumsfondets referanseportefølje* for aksjer i fjerde kvartal og i året 2000, fordelt på hovedsektorer. I prosent mot lokal valuta

	Fjerde kvartal	År 2000
Råvarebasert industri	3,39	-12,26
Konjunkturfølsomme varer	-3,53	-11,78
Konjunkturfølsomme tjenester	-2,56	-10,92
Finansielle tjenester	3,49	15,46
Teknologibasert industri	-1,66	3,46
Informasjonsteknologi	-13,68	-18,47
Ikke-konjunkturfølsomme varer	-0,31	17,62
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	-13,76	-34,17
Energi- og vannforsyning	-7,38	0,94
Utvinning av naturressurser	-4,14	16,21
Totalt	-5,00	-6,31

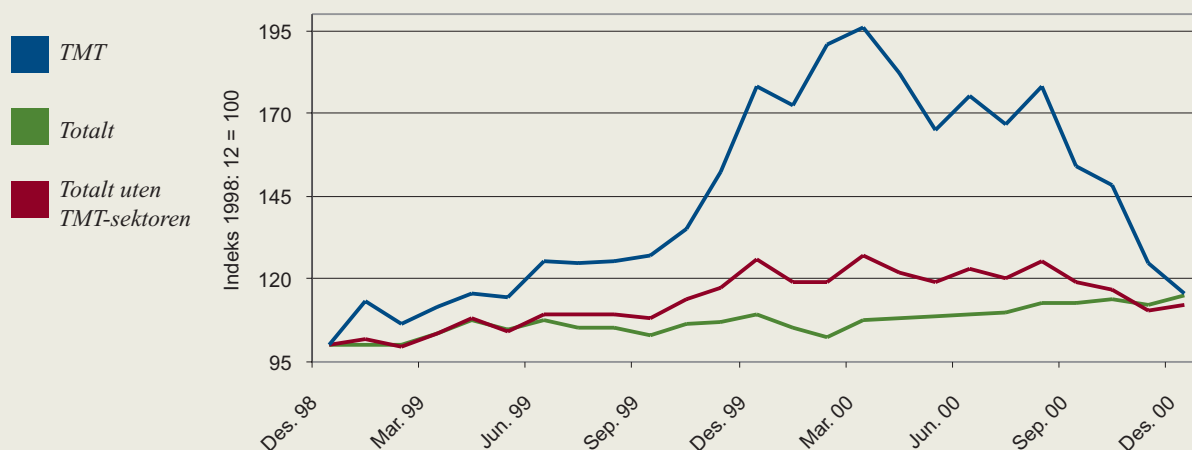
Kilde: Datastream

* FTSE verdensindeks med Petroleumsfondets regionvekter ved inngangen til hvert kvartal.

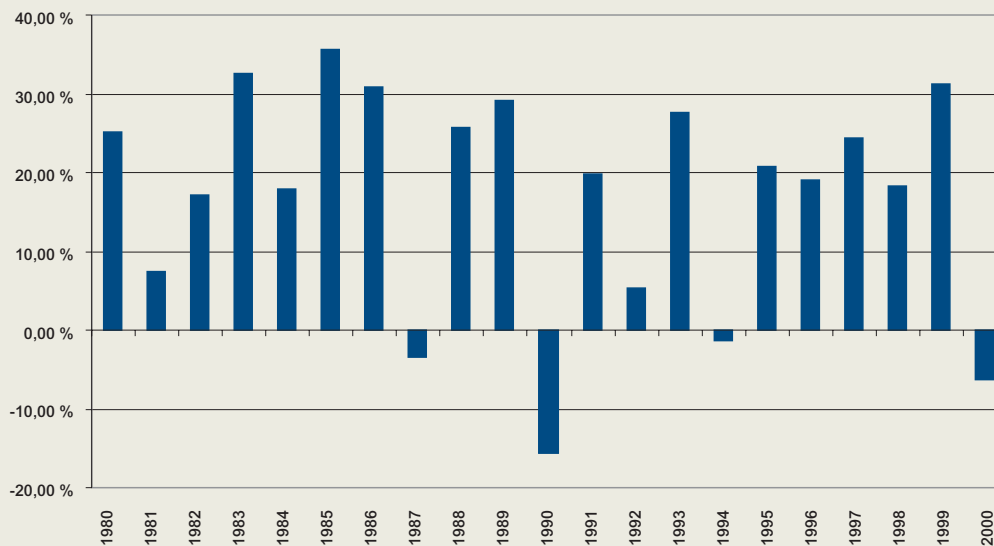
verdensindeks for aksjer, vektet med Petroleumsfondets regionvekter. Denne vektingen er årsaken til at totalavkastningen i tabellen skiller seg fra totalavkastningen som foran er oppgitt for FTSE-indeksen. Det var sterk nedgang i enkelte av de sektorer der det året før var meget høy avkastning.

Over de to siste årene har det som vist i figur 8 vært spesielt store svingninger i undersektorene teknologi, media og telekommunikasjoner (TMT-sektorene). Disse sto for 23,3 prosent av FTSE-indeksen desember 1998, og etter en avkastning på 78,3 prosent i 1999 (målt i lokal valuta) økte de sin andel til 33,7 prosent av indeksen i desember 1999. Årsavkastningen på FTSE-indeksen totalt

Figur 8 FTSE global aksjeindeks 1999-2000: Totalt og sektorene teknologi, media og telekommunikasjon (TMT)



Figur 9 Avkastning i aksjemarkedene 1980-2000



var 28,3 prosent i 1999; uten TMT-sektorene ville avkastningen ha vært 13,1 prosent. I 2000 var bildet omvendt. TMT-sektorene falt med 35,0 prosent, mens de øvrige sektorene i FTSE-indeksen i gjennomsnitt hadde en positiv avkastning på 6,2 prosent, alt målt i lokal valuta.

I et lengre perspektiv var avkastningen i aksjemarkedet i år 2000 lav. Figur 9 viser en hypotetisk årsavkastning, målt i referanseporteføljens valutakurv, for en aksje-

portefølje dersom den siden 1980 hadde blitt forvaltet i samsvar med den referanseporteføljens som i dag gjelder for Petroleumsfondet. Vi ser at 2000 var det første året siden 1994 der avkastningen var negativ. Vi må tilbake til 1990 for å finne et år med større negativ avkastning enn 2000, og årets avkastning var den nest svakeste i perioden fra 1980 til i dag.



4. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets valutaportefølje var ved utgangen av 1999 på 222,4 milliarder kroner. Finansdepartementet overførte i løpet av 2000 til sammen 150 milliarder kroner¹ til fondets kronekonto, og motverdien av disse midlene ble umiddelbart tilført valutaporteføljen. Overføringene kom i fire omganger, fordelt med 30 milliarder kroner 31. mars, 40 milliarder kroner 30. juni, 45 milliarder kroner 29. september og 35 milliarder kroner 30. november. Overføringene er basert på anslag for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten slik den er anslått i nysaldert budsjett. Avvik mellom det som viser seg å bli faktiske regnskapsførte petroleumsinntekter og budsjettanslaget vil det bli korrigeret for i 2001.

Av de 150 milliardene ble 64,5 milliarder kroner overført til aksjeporteføljen og 85,5 milliarder til renteporteføljen. Investering av disse beløpene i markedene utgjorde en betydelig driftsoppgave i 2000. Kostnadene ved nyinvesteringene var særlig høye i aksjemarkedene, med en totalsum på om lag 160 millioner kroner eller 0,25 prosent av tilført beløp. Dette anses som rimelig kostnadseffektivt, se nærmere omtale i temaartikkelen om «Utfordringer i den løpende driften av porteføljen og styringen av risiko i Petroleumsfondet».

Tre avdelinger i Norges Bank Kapitalforvaltning står for investeringene av Petroleumsfondets midler, enten ved at de selv foretar investeringene eller ved at de velger eksterne forvaltere til å gjøre det. I tillegg til avdelinger for aksje- og renteforvaltning, er det også en avdeling for taktisk allokering mellom aktivaklasser og markeder.

4.1. Aksjeforvaltning

Aksjeporteføljen er gjennom året blitt tilpasset langs to dimensjoner: Den aktive forvaltningen har økt fra 28 prosent ved inngangen av året til 40 prosent ved utgangen av året. Samtidig har den interne forvaltningen gradvis blitt økt fra 4 prosent (3 milliarder kroner) til 21 prosent (32 milliarder kroner). Se Norges Banks brev til Finansdepartementet (vedlegg til Nasjonalbudsjettet 2001 og tilgjengelig på bankens sider på Internett) for en nærmere redegjørelse om valget mellom egen og ekstern forvaltning i Statens petroleumsfond.

Bruken av eksterne forvaltere i 2000

Ved utgangen av 2000 ble 79 prosent av aksjeporteføljen forvaltet eksternt, mot 96 prosent ved inngangen til året. Reduksjonen skyldes i første rekke at andelen som forvaltes av eksterne indeksforvaltere er redusert fra 72 til 52 prosent.

Nye eksterne forvaltere har fått aktive mandater, og det er tilført ytterligere midler til eksisterende aktive forvaltere. Andelen av fondet som blir forvaltet av eksterne aktive forvaltere har økt med nærmere 19 milliarder kroner i løpet av året, fra 24 til 27 prosent av hele aksjeporteføljen.

Tre nye aktive forvaltere er blitt tildelt mandater: Dresdner RCM Global Investors forvalter et aktivt sektormandat i Nord-Amerika, Zürich Scudder Investors forvalter et aktivt mandat i Japan og ABN Asset Management forvalter et aktivt mandat i Europa. Valget av disse forvalterne har vært en videreføring av den prosessen som ble

Tabell 2: Markedsverdien av Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsportefølje

	31.12.99	31.03.00	30.06.00	30.09.00	31.12.00
Aksjer	93 651	105 634	121 797	142 738	152 829
ekstern indeks	67 276	63 633	74 430	83 952	80 895
ekstern aktiv	22 728	27 179	30 411	34 733	39 672
intern sektor	3 124	7 870	7 531	7 429	30 816
interne future- og rebalanseringskonti	523	6 952	9 425	16 625	1 446
Renteinstrumenter	128 757	158 520	182 786	207 963	227 323
ekstern forvaltning *	-	9 438	18 299	15 464	16 797
intern forvaltning	128 757	149 082	164 487	192 499	210 526
Taktisk allokering **				6 233	6 297
ekstern forvaltning				6 253	6 395
intern forvaltning				-20	-98
Totalt	222 408	264 154	304 583	356 935	386 450

* Ved utgangen av juni var Taktisk allokering inkludert i Obligasjoner ekstern. Dette utgjorde 3,1 milliarder

** Taktisk allokering inneholder både aksje- og renteinstrumenter.

¹ Brutto avsetning til Petroleumsfondet var på 151,4 milliarder kroner. I 1999 var det imidlertid overført 1,4 milliarder for mye, og dette ble det korrigeret for i 2000. Netto overføring til kronekontoen ble dermed 150 milliarder.

Eksterne aksjeforvaltere

Indeksforvaltere

Barclays Global Investors
Deutsche Asset Management
Gartmore Investment Management

Aktive aksjeforvaltere

ABN Asset Management
Capital International Limited
Gartmore Investment Management
Storebrand Kapitalforvaltning
Merril Lynch Investment Managers
Capital International Limited
Fidelity Pensions Management
Zürich Scudder Investors
Dresdner RCM Global Investors

Mandat indeksforvaltning

Global
Global
Storbritannia

Mandat aktiv forvaltning

Europa
Europa utenom Storbritannia
Europa utenom Storbritannia
Europa utenom Storbritannia
Storbritannia
Japan
Japan
Japan
Nord-Amerika

startet i 1998. Prosessen med valg av eksterne forvaltere er presentert i egen temaartikkel i årsrapporten for 1998.

Gjennomføring av den interne forvaltningen i 2000

Omfanget av den interne aksjeforvaltningen har økt gradvis gjennom 2000. Ved inngangen til året ble litt over 3 milliarder kroner forvaltet aktivt internt, mens det ved utgangen av året var 31 milliarder under intern forvaltning. For 13 av disse milliardene ble det benyttet utvidet indeksering, der formålet er å oppnå meravkastning bare ved utnyttelse av spesielle prisingssituasjoner. De resterende 18 milliarder kroner ble forvaltet aktivt i utvalgte sektorer.

Den interne aktive forvaltningen er konsentrert om aksjevalg innenfor sektorene finans, informasjonsteknologi, telekommunikasjon, media og handels/servicenæringen. Sektorene er valgt både på grunn av at de er store og på grunnlag av en kvalitativ vurdering av gevinstmuligheter i aktiv forvaltning knyttet til de strukturelle endringer som sektorene gjennomgår. De resterende sektorene som inngår i referanseindeksen blir indeksert. Risikoen i den interne aktive forvaltningen, målt ved forventet relativ volatilitet, er holdt på et begrenset nivå. Dette skyldes at posisjoner i første rekke er blitt tatt som relativ eksponering mellom selskaper innenfor de ulike sektorene.



4.2. Renteforvaltning

Petroleumsfondets portefølje av rentebærende papirer er i 2000 i hovedsak blitt forvaltet internt. Fra april ble det tilført midler til tre eksterne forvaltere. Prosessen med utvelgelse av disse ble påbegynt i 1998. Den nordamerikanske porteføljen er forvaltet fra Norges Banks kontor i New York. Markedsverdien av den interne renteporteføljen var ved utgangen av året på 210,5 milliarder kroner. Porteføljen har i hovedsak bestått av verdipapirer som enten er utstedt av de 18 statene som inngikk i referanseporteføljen for obligasjoner, eller er garantert av de samme statene. Garantiene er vanligvis eksplisitte, men det kan i enkelte tilfeller oppfattes å være implisitte garantier knyttet til obligasjonene. Det siste gjelder særlig obligasjoner utstedt av føderale kredittinstitusjoner i USA.

Etter retningslinjene for Petroleumsfondet kan det også investeres i obligasjoner utstedt av bedrifter og institusjoner med høy kredittverdighet. Dette har ikke vært gjort i 2000, men det arbeides med å forberede slik forvaltning.

Den interne forvaltningen

Den interne forvaltningen ble utviklet videre i 2000. Aktiviteten er inndelt i to hovedområder; indeksering og annen indeksrelatert forvaltning på den ene siden, og aktiv forvaltning på den andre. Aktivitetene i disse områdene er igjen oppdelt i ulike spesialfunksjoner.

Utvidet indeksering har som mål å replikere referanseporteføljen på en effektiv måte og samtidig utnytte spesielle prisingssituasjoner til å oppnå en liten meravkastning. Dessuten utnyttes inntjeningspotensialet ved utlån av obligasjoner fra porteføljen. En viktig oppgave er også å investere nye midler i rentemarkedene, og å korrigere uønskede avvik fra referanseporteføljen på en mest mulig effektiv måte.

Innen aktiv forvaltning er det et mål å utnytte systematiske prisforskjeller mellom obligasjoner med omtrent like egenskaper til å oppnå meravkastning. En annen strategi for å oppnå meravkastning er å ta posisjoner som avhenger av framtidig renteutvikling. Et viktig mål for forvaltningen er å sikre bredde i de aktive posisjonene i renteforvaltningen. I tiden framover vil vi også søke å utnytte prisingforskjeller innen universet av obligasjoner utstedt av bedrifter og institusjoner med høy kredittverdighet.

Det meste av risikoen i renteporteføljen, målt ved forventet relativ volatilitet, tas i den interne forvaltningen.

Den eksterne forvaltningen

Gjennom 2000 ble tre forvaltere tilført midler til forvaltning. De hadde til sammen 17 milliarder kroner under forvaltning ved utgangen av året. Mandatene har den samme referanseportefølje som gjelder for fondets renteportefølje. Risikonivået i det enkelte mandat, målt ved forventet relativ volatilitet, er avtalt særskilt for hvert mandat. Forvaltningsmandatene er alle globale og forvalterne er gitt tilnærmet det samme investeringsunivers som gjelder for den interne renteforvaltningen.

Eksterne renteforvaltere

	Mandat
Bridgewater Associates Inc.	Globalt aktivt
Morgan Stanley Dean Witter	Globalt aktivt
Gjensidige Nor Kapitalforvaltning	Globalt aktivt

4.3. Taktisk allokering

Den interne taktiske allokeringen er inndelt i to hovedaktiviteter. En gruppe har arbeidet med utgangspunkt i en kvantitativ modell som genererer kjøps- og salgssignaler avhengig av utviklingen i en rekke forklaringsfaktorer. En annen gruppe har basert sine posisjoner på kvalitativ analyse av markedsutviklingen. Samlet risikokvote for begge grupper har vært beskjedent.

Gjennom 2000 ble to eksterne forvaltere tilført midler til forvaltning. Til sammen hadde de ved utgangen av året seks milliarder kroner til forvaltning. Mandatene har samme referanseportefølje som rentedelen av Petroleumsfondet. Risikonivået er avtalt for hvert mandat, og er høyt i forhold til den portefølje de har fått tildelt. Målt i forhold til hele Petroleumsfondet er risikotakingen likevel beskjedent.

Eksterne forvaltere taktisk allokering

	Mandat
Bridgewater Associates Inc.	Globalt aktivt
Mellon Capital Management	Globalt aktivt

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene²

Avkastningen beregnes etter markedsverdiprinsippet, det vil si at porteføljene verdsettes til de aktuelle markedspriser ved beregningsperiodens begynnelse og slutt. I avkastningsberegningene er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbytte, beholdningsendringer og verdi-papirprisendringer inkludert og periodisert. Handedato benyttes ved periodisering av inngåtte, ikke oppgjorte transaksjoner. Avkastningen sammenlignes med avkastningen på den fastsatte referanseporteføljen. Differanseavkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen måles som en aritmetisk differanse.

For en portefølje der det skjer inn- og utbetalinger, bør tidsvektet metode benyttes i avkastningsberegningene. Metoden krever at man beregner markedsverdien av porteføljen ved hvert tidspunkt for inn-/utbetaling og finner avkastningen som endring i markedsverdi fra det ene tidspunktet til det andre. Slik finner man på hvert tidspunkt en indeks for markedsverdien i forhold til forrige kontantstrømstidspunkt. Ved å multiplisere disse indekstallene for de enkelte delperioder avleder man avkastningen for den totale perioden. Kontantstrømsenelementene vil dermed kun bidra til avkastningen fra og med tidspunktet for inn-/utbetaling.

Norges Bank har foreløpig kvalitetssikrede markedsverdier kun ved månedsslutt³, og beregner derfor ikke tidsvektet avkastning internt i måneden. I stedet benyttes en pengevektet metode (modifisert Dietz metode) der den prosentvise månedlige avkastningen beregnes ved å fordele de enkelte kontantstrømmer på inngangs- og utgangsverdi, og avkastningen finnes ved å dividere porteføljens justerte utgangsverdi på den justerte inngangsverdien⁴.

Modifisert Dietz metode kan beskrives ved følgende formel:

$$R_M = \left[\left(\frac{MV_E - \frac{\sum i \cdot K_i}{T}}{MV_B + \frac{\sum (T-i) \cdot K_i}{T}} \right) - 1 \right] \cdot 100$$

der R_M = Pengevektet avkastning i perioden
 MV_B = Inngangsverdi
 MV_E = Utgangsverdi
 T = Antall dager i perioden
 i = Dagnummer i perioden
 K_i = Kontantstrøm på dag nr. i

For lengre perioder, som kvartals-, års- og hittil i år avkastning, benyttes geometrisk avkastning. Det vil si at avkastningsindeksene for hver delperiode multipliseres. Denne avkastningen er således en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

Avkastningen beregnes både i norske kroner og i lokal valuta. Den totale avkastningen i norske kroner beregnes ved å summere markedsverdien i norske kroner for alle enkeltvalutaer og fordele totale kontantstrømmer i norske kroner, som beskrevet i formelen. WM/Reuters valutakurser⁵ benyttes ved omregning fra lokal valuta til norske kroner.

Valutakursens bidrag til referanseporteføljens avkastning beregnes som differansen mellom avkastningen i norske kroner og lokal valuta, målt i referanseporteføljens valutafordeling. Den sier hvor mye kronen har appresiert/depresiert målt mot referanseporteføljens valutafordeling.

Avkastningsberegningene utføres i separate modeller som avstemmes mot regnskapssystemet. Avvik i beregnet avkastning mellom avkastningsmodellene og regnskapet forekommer på grunn av ulike vurderingsprinsipper. Avvik vil skyldes forskjeller i behandlingen av opptjente renter og av ikke tilbakebetalt kildeskatt. I regnskapet blir det også foretatt avsetninger til dekning av forvalterhonorar til Norges Bank.

² For en mer detaljert fremstilling av avkastningsberegningene henvises det til temaartikkel i årsrapporten for 1999.

³ Det beregnes også daglige markedsverdier, men dette er foreløpig ikke på kvalitetssikrede data. Det jobbes kontinuerlig med å bedre kvaliteten på disse dataene.

⁴ Tilførsler til Statens petroleumsfond skjer normalt ved kvartalsslutt. Det skjer heller ikke tilførsler/uttrekk fra aksje- og renteporteføljen innad i en måned. Dette betyr at for totalfondet, renteporteføljen og aksjeporteføljen vil de to metodene (modifisert Dietz metode og tidsvektet metode) gi det samme resultatet for den månedsvise avkastningen som beregnes. Det er kun ved beregning av avkastning for delporteføljer (valutaporteføljer og enkeltmandat) at man vil kunne få forskjeller i beregningene avhengig av hvilken metode som benyttes.

⁵ WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London tid.

5. Avkastning av fondet

Petroleumsfondet hadde i 2000 en avkastning på 2,50 prosent, målt i den valutakurv som defineres av landvektene i referanseporteføljen. Avkastningstallene var henholdsvis -5,82 prosent for aksjeporteføljen og 8,41 prosent for obligasjonsporteføljen. Disse tallene finnes i tabellene 3 og 4, som også angir periodeavkastningen i hvert kvartal. Det framgår at avkastningen på totalporteføljen var negativ i fjerde kvartal, mens første kvartal ga best avkastning. Referanseporteføljens valutakurv har vekter som dels skal gjenspeile de ulike lands betydning i verdensøkonomien, og dermed det tilbudet av importvarer som Norge står overfor, og dels dagens faktiske importmønster. Disse vektene skiller seg dermed fra de faktiske importvektene. Det kan også ha interesse å se på avkastningen i en importveid valutakurv. Tabell 4 viser at avkastningen i 2000 har vært 4,34 prosent målt på denne måten.

I løpet av 2000 ble norske kroner i underkant av fire prosent mindre verdt regnet i fondets valutakurv. Petroleumsfondets avkastning regnet i norske kroner ble 6,53 prosent, eller 14,2 milliarder kroner. Siden fondets regnskap føres i norske kroner, er dette det offisielle avkastningstallet. Men den delen av denne avkastningen som skyldes svekkelsen av kronen bedrer ikke fondets internasjonale kjøpekraft. Avkastningen regnet enten mot fondets valutakurv eller mot importveid valutakurv gir bedre uttrykk for hvordan fondets kjøpekraft har utviklet seg.

Forskjellen mellom faktisk avkastning og referanseporteføljens avkastning er ikke vesentlig påvirket av hvilken referansevaluta som brukes. I 2000 var forskjellen på 0,20 prosentpoeng. Dette representerer en meravkastning som ikke ville kommet om fondets portefølje hele tiden hadde vært lik referanseporteføljen. Figur 10 viser at faktisk avkastning i første kvartal 2000 var klart høyere enn referanseavkastningen, mens meravkastningen i andre og tredje kvartal var på et mer normalt nivå. I fjerde kvartal var det en betydelig mindreakstning i forhold til referanseporteføljen. Dette skyldes i første rekke svake resultater i den eksterne aktive forvaltningen i alle aktivaklassene. Men tallet er også påvirket av kostnadene ved å tilføre store midler i aksjemarkedene, og av at det var sesongmessig lite utbetaling av utbytte i kvartalet, mens det i referanseavkastningen forutsettes jevn utbyttebetaling over året.

Tabell 5 viser at intern og ekstern aksjeforvaltning og intern renteforvaltning bidro positivt til meravkastningen i 2000. Bidragene fra de øvrige resultatområdene var negative. Den interne forvaltningen bidro til en omtrent like stor andel av meravkastningen som den eksterne forvaltningen. Den interne forvaltningen sto imidlertid for en mindre del av den aktive risikoen i forvaltningen enn den eksterne.

De direkte transaksjonskostnadene relatert til tilflyten av midler i aksjeporteføljen utgjorde om lag 25 basis-

Tabell 3: Avkastningstall i prosent for hvert kvartal og for året 2000

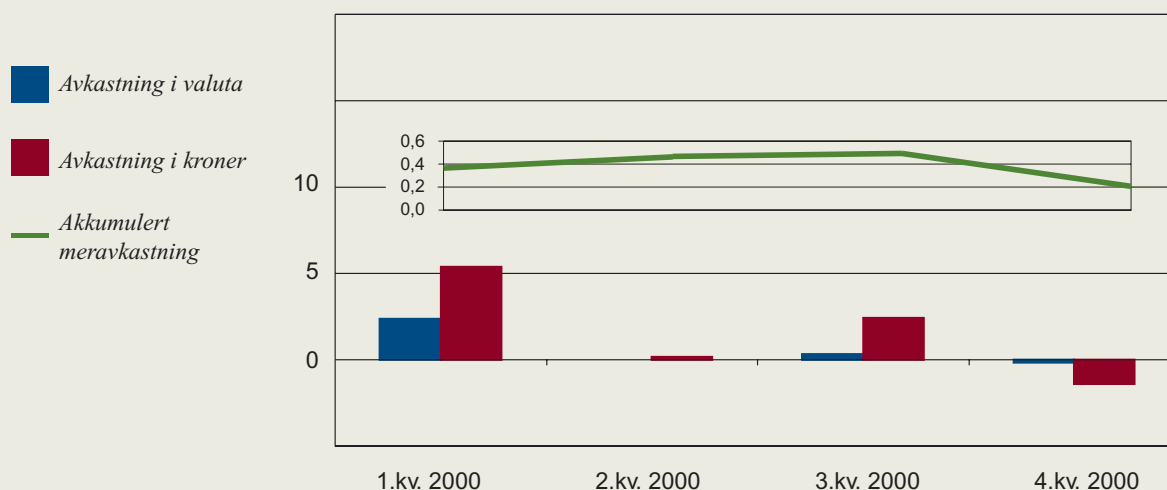
	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse*
Første kvartal	2,37	2,01	5,36	4,98	0,37
Andre kvartal	0,00	-0,10	0,16	0,06	0,09
Tredje kvartal	0,30	0,27	2,41	2,38	0,03
Oktober	0,24	0,48	0,63	0,88	-0,24
November	-1,02	-0,97	-0,84	-0,79	-0,04
Desember	0,62	0,62	-1,21	-1,21	0,00
Fjerde kvartal	-0,17	0,11	-1,42	-1,14	-0,28
Året 2000	2,50	2,30	6,53	6,33	0,20

* Differanseavkastningen er beregnet som aritmetisk avvik, det vil si prosentpoeng.

Tabell 4: Avkastningen i prosent for 2000 målt mot ulike referansevalutaer

	Aksjeporteføljen	Obligasjonsporteføljen	Totalporteføljen
Referanseporteføljens valutakurv	-5,82	8,41	2,50
Importveiet valutakurv	-4,06	10,28	4,34
Amerikanske dollar	-10,72	2,63	-2,91
Euro	-4,68	9,57	3,66
Norske kroner	-2,04	12,60	6,53

Figur 10 Avkastning og akkumulert differanseavkastning i hvert kvartal 2000 (prosent)



punkter av investert beløp. Dette er lavt i forhold til markedsstandard, men fordi det var en så betydelig tilførsel av nye midler er virkningen på målt avkastning også stor, anslagsvis 8 basispunkter. I det tallet inngår en skatteeffekt som følger av at Petroleumsfondet betaler kildeskatt på aksjeutbytte i enkelte land. En nærmere beskrivelse av kostnadene ved å investere nye midler i markedene finnes i temaartikkelen om «Utfordringer i den løpende driften av porteføljen og styringen av risiko i Petroleumsfondet».

Meravkastningen på den interne aksjeforvaltningen bidro med 5 basispunkter til totalresultatet, mens den eksterne aktive forvaltningen bidro med 24. Innen de aktivt forvaltede porteføljene hadde den interne sektorforvaltningen en meravkastning på 522 basispunkter, mens de eksterne aktive porteføljene hadde en meravkastning på 188 basispunkter, målt mot sine respektive referanseporteføljer. Risikoen i de eksterne aktive porteføljene var samlet betydelig høyere enn i de internt forvaltede porteføl-

jene. For de eksterne, indekserte aksjeforføljene var det en meravkastning på 6 basispunkter. I en mindre intern portefølje ble det benyttet ulike teknikker for utvidet indeksforvaltning, blant annet for å utnytte spesielle prisingsituasjoner ved endringer i referanseindeksene. Denne porteføljen ga en meravkastning på 111 basispunkter. Meravkastning av denne størrelse kan ikke forventes i svært store indeksporteføljer.

Tabell 6 viser at eksternt aktiv aksjeforvaltning i Europa og Storbritannia bidro positivt til meravkastningen, mens aktiv forvaltning i Asia bidro negativt. Den store meravkastningen i det japanske markedet i 1999 er delvis reversert i 2000, men ikke mer enn at det er en solid meravkastning for de to årene under ett.

Avkastningstillene inkluderer inntekter fra utlån av verdipapirer. Det dreier seg om kortsiktige utlån til motparter som både har høy kredittverdighet og stiller full sikkerhet for verdien av de papirer som blir lånt. Tabell 7

Tabell 5: Dekomponering av forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen, i prosent av totalporteføljen

Resultatområde	Totalt	Intern forvaltning *	Ekstern forvaltning *
Renteforvaltning	0,04	0,09 (0,17)	-0,05 (-0,09)
Aksjeforvaltning	0,29	0,05 (0,10)	0,24 (0,59)
Taktisk aktivaallokering	-0,09	-0,03	-0,06
Uforklart	0,03	-	-
Totalt før fundingkostnader og skatteeffekter	0,28	0,11	0,13
Fundingkostnader og skatteeffekter for aksjeforføljene	-0,08	-	-
Totalt	0,20		

*Tallene i parentes er målt mot delporteføljene.

Tabell 6: Avkastning* mot norske kroner (i prosent) for eksterne aksjeforvaltere i 2000**

	Faktisk avkastning	Referanseavkastning	Meravkastning
Indeksforvaltere	-1,29	-1,37	0,07
Aktive forvaltere i Europa og Storbritannia	7,17	1,98	5,19
Aktive forvaltere Japan og Oceania	-26,03	-21,29	-4,74

* Avkastningen er beregnet ved å vekte hver enkelt forvalters avkastning i NOK med forvalterens vekt i gruppen basert på månedlige inngående markedsverdier.

** Avkastningen per forvalter er beregnet på grunnlag av avkastningstall fra og med fundingmåneden.

Tabell 7: Inntekter fra utlån av verdipapirer i 2000

	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	4. kvartal	Året 2000	
	Basispunkter*	Basispunkter	Basispunkter	Basispunkter	Basispunkter	1000 NOK
Utlån av aksjer	2,03	4,23	1,22	1,44	2,23	63 800
Utlån av obligasjoner	3,77	2,51	1,86	2,66	2,70	74 575
Utlånsinntekter totalt	5,80	6,74	3,07	4,10	4,93	138 374

* Tallene er i basispunkter (hundredel av et prosentpoeng) av totalporteføljen. Kvartalstallene er annualiserte.

viser at utlånsinntektene til sammen ble 138,4 millioner kroner, som utgjør 0,05 prosent av gjennomsnittlig verdi på Petroleumsfondets portefølje.

Utlånsinntektene er en avkastningskomponent som ikke inngår i referanseavkastningen. På den annen side påløper det en rekke kostnader i den faktiske porteføljen som det ikke tas hensyn til ved beregning av referanseavkastningen. Tilsammen utgjør disse kostnadskomponen-

tene noe mer enn utlånsinntektene. Se temaartikkelen i årsrapporten for 1999 om «Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning?» for en nærmere drøfting av dette. I år med stor tilflyt av nye midler, som i 2000, vil disse kostnadene gi et betydelig negativt avvik mellom referanseporteføljen og den avkastningen Norges Bank ville ha oppnådd ved perfekt indeksforvaltning av hele porteføljen.



6. Risikoeksponering

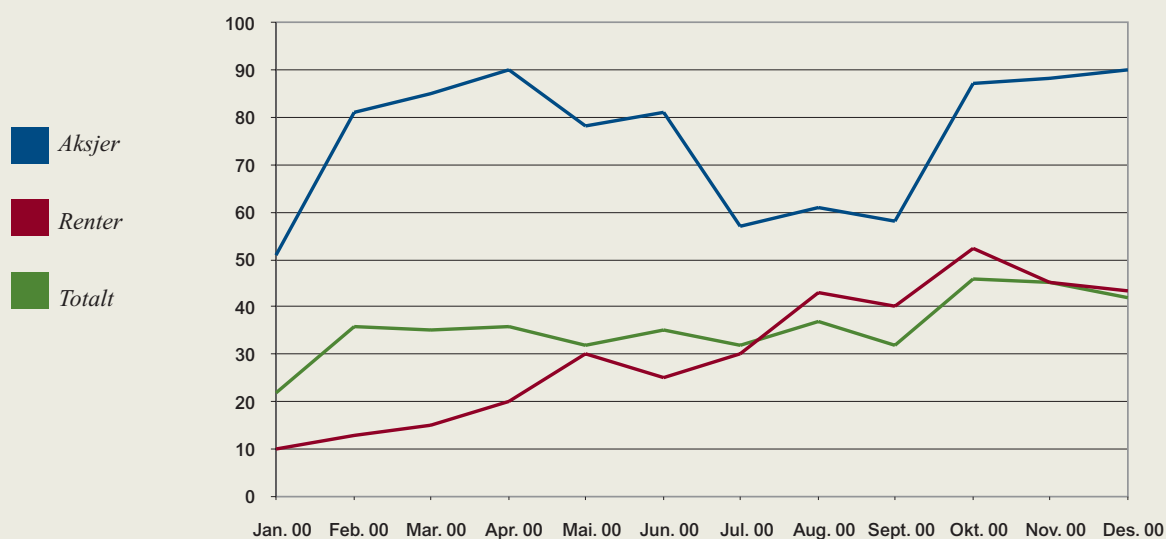
Finansdepartementet har satt en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen regnet i forhold til referanseporteføljen, ved å kreve at forventet relativ volatilitet alltid skal være lavere enn 1,5 prosentpoeng. Beregningene av forventet relativ volatilitet skjer ved bruk av risikomodellen BARRA. Den øvre grensen for forventet relativ volatilitet har ikke vært overskredet, se figur 11. Det har vært tatt betydelig mer markedsrisiko i aksjeforvaltningen enn i forvaltningen av renteinstrumenter, men heller ikke for aksjer alene har relativ forventet volatilitet vært nær 1,5 prosentpoeng. De avvik som er gjort fra referanseporteføljen, har i 2000 ikke brakt forventet relativ volatilitet for totalporteføljen høyere enn 0,3-0,5 prosentpoeng.

I ettertid kan risikoen i 2000 beregnes til 0,62 prosentpoeng, målt som det annualiserte standardavviket til de månedlige differanseavkastningene. Som året før var det i 2000 unormalt store forskjeller i aksjeavkastningen innen enkeltsektorer mellom selskaper som gjorde det godt og selskaper som gjorde det dårlig. Store forskjeller i avkastningen mellom bedrifter med relativt like kjennetegn gjør det spesielt krevende å modellere selskapsespesifikk risiko. Dette gir en bakgrunn for at BARRA-modellen underestimerte markedsrisikoen for aksjeforvaltningen.

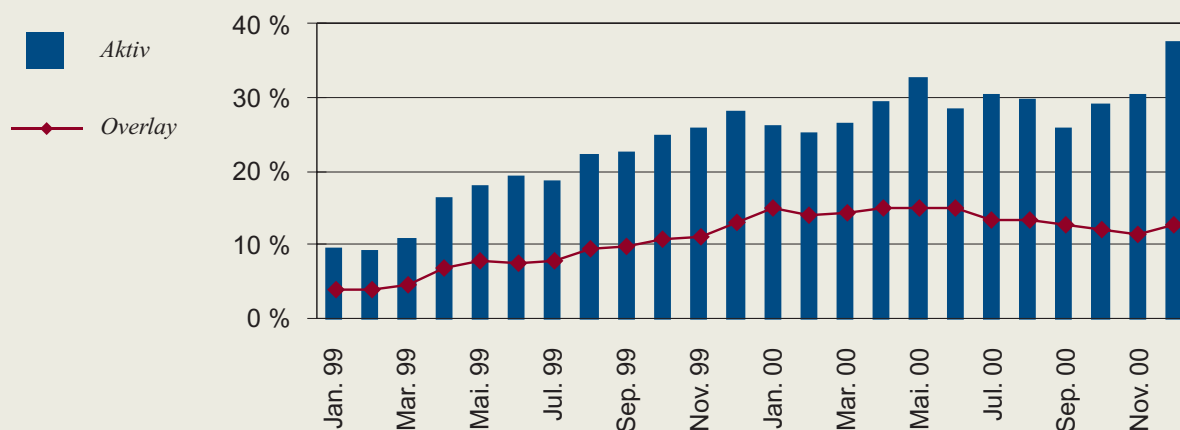
Tallene for forventet relativ volatilitet er fra og med oktober 2000 beregnet i en ny versjon av BARRA-modellen. Den nye modellen gir i gjennomsnitt noe lavere tall enn den gamle. Dette har blant annet sammenheng med at den nye versjonen benytter land og regionmodeller som er mer detaljerte og finmaskede. Dette er særlig tilfellet på aksjesiden. Tallene for de tre siste månedene i figur 11 er derfor justert opp, med 18 basispunkter for totalporteføljen, slik at de skal være sammenlignbare med tallene for de ni første månedene.

Figur 12 viser at omfanget av aktiv aksjeforvaltning i 2000 har vært noenlunde stabilt gjennom 2000, regnet som andel av totalporteføljen. Figuren viser både andelen av aksjeporteføljen som forvaltes i aktive mandater og den andelen av aksjeporteføljen som består av andre papirer enn de som følger av referanseporteføljen (overlay). Det siste er en indikator på hvor store posisjoner som tas i den aktive forvaltningen. Figuren indikerer at graden av aktiv forvaltning har holdt seg noenlunde stabil i 2000 selv om andelen av aksjeporteføljen som forvaltes aktivt har økt. Økningen i desember skyldes overføring til intern sektorforvaltning. Denne utøves med klart lavere risiko enn den aktive forvaltningen som utøves av eksterne forvaltere.

Figur 11 Forventet relativ volatilitet ved månedslutt i 2000. Basispunkter (hundre deler av et prosentpoeng)



Figur 12 Andel av aksjeporteføljen i aktiv forvaltning i 1999-2000 og andel av aksjeporteføljen som ikke faller sammen med referanseporteføljen (overlay)



Tabell 8 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's. Klassen +++ inneholder statsobligasjoner i egen valuta uten kredittvurdering, det vil stort sett si obligasjoner utstedt av stater med så høy kredittverdighet at de ikke har behov for rating for å kunne plassere gjelden sin. Videre i tabellen kommer papirer med kredittvurdering. Beste klasse er vist øverst og jo lenger ned i tabellen en går, desto dårligere er klassen for kredittvurdering. På nest

siste linje kommer de obligasjonene som verken har eksplisitt statsgaranti eller noen rating fra de to byråene. Dette er likevel i hovedsak papirer som antas å ha en form for implisitt statsgaranti.

I tillegg til grensen for markedsrisiko har Finansdepartementet også satt andre grenser for plasseringen av Petroleumsfondets midler. Tabell 9 oppsummerer disse reglene og illustrerer at forvaltningen av Petroleumsfondet i 2000 har vært gjort på en slik måte at det har vært gode marginer til de fastsatte grenseverdiene.

Tabell 8: Obligasjonsporteføljen pr. 31. desember 2000 fordelt etter kredittvurdering

Karakter	Moody's		Karakter	Standard & Poor's	
	Markedsverdi NOK	Del av total (i prosent)		Markedsverdi NOK	Del av total (i prosent)
+++*	62 354	25,4	+++*	104 802	42,8
Aaa	77 621	31,7	AAA	111 502	45,5
Aa1	14 066	5,7	AA+	11 381	4,6
Aa2	58 601	23,9	AA	15 682	6,4
Aa3	32 247	13,2	AA-	437	0,2
Ingen rating**	135	0,1	Ingen rating**	1 220	0,5
Sum	245 025	100,0	Sum	245 025	100,0

* Karakteren +++ er gitt til stats- og statsgaranterte papirer i egen valuta uten rating.

** Klassen «ingen rating» inneholder papirer som verken har eksplisitt statsgaranti eller rating, men som antas å ha en form for implisitt statsgaranti.

Tabell 9: Forskriftens grenser for risikoeksponering

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk 31.12.99	Faktisk 31.03.00	Faktisk 30.06.00	Faktisk 30.09.00	Faktisk 31.12.00
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,23	0,31	0,54	0,32	0,31
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70% Aksjer 30-50%	57,9 42,1	60,0 40,0	60,0 40,0	60,0 40,0	60,5 39,5
§ 6	Valutafordeling	Europa 40-60% Amerika 20-40% Asia/Oceania 10-30%	50,1 29,8 20,1	49,9 30,1 20,0	50,2 30,0 19,8	50,0 30,7 19,3	52,4 29,2 18,4
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,25	5,34	5,30	5,53	5,27
§ 8	Kredittrisiko*	Maks 20% i bankinnskudd	9,4	7,2	13,5	6,2	10,6
§ 10	Maksimal eierandel	Maks 3% av et selskap**	0,7	0,5	0,9	0,9	0,8

* I tillegg til ordinære bankinnskudd er reinvestert kontantsikkerhet fra utlån av verdipapirer inkludert i tabellen.

** Inntil 12. mai 2000 var grensen 1 prosent.



7. Kostnader i forvaltningen

Tabell 10 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i 2000. Kostnadene består dels av honorarer til eksterne forvaltere og depotinstitusjoner og dels av Norges Banks interne driftskostnader. Norges Bank Kapitalforvaltning forvalter foruten Petroleumsfondet også Statens petroleumsforsikringsfond og den største delen av Norges Banks valutareserver. De totale interne kostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av et sett internpriser. De interne kostnadene omfatter ikke bare Norges Bank Kapitalforvaltning, men også alle støttefunksjoner i andre deler av Norges Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjer som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Kostnadene i tabellen utgjør 0,208 prosent av gjennomsnittlig portefølje for aksjer og 0,045 prosent av gjennomsnittlig portefølje for renteinstrumenter. I kostnadene ved aksjeforvaltning inngår avkastningsavhengige honorarer til eksterne aktive forvaltere med 80 millioner kroner, som tilsvarer 0,070 prosent av gjennomsnittlig aksjeforfølje. Beløpet må ses i sammenheng med den store meravkastningen som ble oppnådd hos aksjeforvalterne, særlig mot slutten av 1999. Siden honorarene avhenger av meravkastningen de siste fire kvartalene, har dette hatt store virkninger for kostnadene i 2000. De lave kostnadene i renteforvaltningen skyldes at omfanget av ekstern renteforvaltning fortsatt er mindre enn det vil være når forvaltningsmodellen er fullt gjennomført.

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsfondets porteføljer. Utgangspunktet er at godtgjøringen skal dekke de kostnader banken har. For 2000 utgjør godtgjøringssatsene 0,148 prosent av gjennomsnittlig aksjeverdi i refe-

ranseporteføljen og 0,046 prosent av gjennomsnittlig renteverdi i referanseporteføljen. Dette svarer til en gjennomsnittlig godtgjøring på 0,087 prosent av Petroleumsfondets markedsverdi gjennom året. Utenom denne godtgjøringen skal honorarer til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning dekkes. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er i hvert enkelt tilfelle godkjent av Finansdepartementet.

Eksklusive avkastningsavhengige honorarer er kostnadene i aksje- og renteforvaltningen på henholdsvis 0,138 og 0,045 prosent, regnet av gjennomsnittlig portefølje. For hele porteføljen er forvaltningskostnadene eksklusive avkastningsavhengige honorarer på 0,082 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi. Det er en nedgang fra 0,089 prosent i 1999. Om lag halvparten av forvaltningskostnadene ville påløpt også om Petroleumsfondet ble forvaltet etter en rent passiv indekseringsstrategi. Den andre halvparten er dermed merkostnadene ved å drive utvidet («enhanced») indeksering og aktiv forvaltning.

Tabell 10: Forvaltningskostnader i 2000 (1000 kroner)

Honorar til eksterne aksjeforvaltere	145 840
- derav avkastningsavhengige honorarer	80 884
Honorar til aksjedepot og oppgjør	26 798
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	66 407
Sum aksjeforvaltning	239 045
Honorar til eksterne renteforvaltere	14 493
Honorar til rentedepoter	11 525
Interne kostnader i renteforvaltningen	51 749
Sum renteforvaltning	77 767
Sum forvaltningskostnader	316 812



8. Kontroll med og oppfølging av forvaltningen

Norges Banks hovedstyre har vedtatt at banken skal ha et system for etablering og oppfølging av internkontroll i samsvar med Kredittilsynets forskrift fra 1997 om internkontroll i finansinstitusjoner. Hovedstyret har det overordnede ansvaret for internkontrollen, mens den enkelte linjeleder har ansvar for at det er etablert internkontroll innenfor egen avdeling og at kontrollen fungerer.

Hver av de operative avdelingene innenfor Norges Bank Kapitalforvaltning utarbeider rutinebeskrivelser og annen dokumentasjon av virksomheten, foretar risikoanalyser og har etablert rutiner for å fange opp eventuelle brudd på retningslinjene for forvaltningen, samt følge opp dersom dette skulle inntreffe. En egen avdeling har til oppgave å påse at dette blir gjort, og for øvrig bidra til at internkontrollopplegget i Norges Bank Kapitalforvaltning samlet sett er tilfredsstillende. I 2000 ble det ikke avdekket brudd på Finansdepartementets forskrifter eller andre overordnede retningslinjer.

Norges Bank Kapitalforvaltning følges opp av sentralbanksjefen og Hovedstyret. De sentrale staber i Norges Bank og et eget rådgivende utvalg fra avdelinger utenfor

kapitalforvaltningen bistår sentralbanksjefen i dette arbeidet.

Norges Banks revisjon foretar revisjon av bankens forvaltning av fondet i forbindelse med revisjon av bankens regnskap for øvrig. Norges Banks revisjon rapporterer til Norges Banks representantskap, som er oppnevnt av Stortinget, og har dermed en selvstendig stilling i forhold til Norges Banks organisasjon. Riksrevisjonen har ansvaret for den overordnede revisjon av Statens petroleumsfond. Riksrevisjonen bygger på det arbeid som utføres av Norges Banks revisjon når det gjelder den løpende revisjon.

Finansdepartementet blir som oppdragsgiver for forvaltningen av Statens petroleumsfond holdt løpende orientert om forvaltningen. Den viktigste informasjonen gis i kvartalsvise og årlige rapporter som er offentlig tilgjengelige. For å ivareta sitt tilsynsansvar har departementet engasjert konsultentselskapet Bacon & Woodrow for å evaluere resultatene av forvaltningen. Norges Bank Kapitalforvaltning er pliktig til å gi departementets konsulenter full adgang til sine databaser.



9. Regnskapsrapportering

Etter forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond § 2 har Norges Bank plassert fondets kroneinnskudd særskilt i aktiva denominert i utenlandsk valuta. Innestående på kronekonto etter tilførsel av 150 milliarder kroner fra Finansdepartementet i løpet av 2000, hensyntatt regnskapsmessig avkastning og påløpt forvaltningsgodtgjørelse for året 2000 utgjør samlet *kr. 386 126 118* pr. 31.12.2000.⁶

Pr. 31.12.2000 fordeler porteføljen seg på instrumenter som vist i tabell 11. Tabellen inneholder i tillegg sammenligningstall for perioden 31.12.1999 – 30.09.2000.

Plasseringene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedskurser pr. 31.12.2000 notert på WM Reuters London 4.00 pm. Regnskapet gjort opp med markedsverdivurdering av verdipapirene.

Tabell 11: Petroleumsfondets portefølje pr. 31.12.2000 (tusen kroner)

	31.12.99	31.03.00	30.06.00	30.09.00	31.12.00
Innskudd i utenlandske banker	16 903 860	9 969 146	11 527 738	29 895 011	34 366 637
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	22 343 063	36 544 709	42 765 478	66 003 651	79 461 351
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-39 330 224	-42 981 738	-46 062 732	-78 296 617	-123 569 470
Utenlandske rentebærende verdipapirer	129 315 220	162 782 345	184 352 315	212 970 664	245 849 939
Utenlandske aksjer	93 202 745	98 019 840	112 050 732	126 434 111	150 197 422
Reguleringer av terminkontrakter	-1 656	-2 787	-26 639	-31 983	150 257
Fordring på Norges Bank	6 244	6 244	6 244	-	-
Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse	222 439 252	264 337 759	304 613 136	356 974 837	386 456 136
Påløpt forvaltningsgodtgjørelse	-161 570	-212 694	-111 875	-238 715	-330 018
Total portefølje regnskapsført verdi	222 277 682	264 125 065	304 501 261	356 736 122	386 126 118

Tabell 12: Petroleumsfondets regnskapsmessige avkastning pr. 31.12.2000 (tusen kroner)

Tall i hele tusen kroner	31.12.99	31.03.00	30.06.00	30.09.00	31.12.00
Bokført avkastning					
Rentelementer	6 319 779	1 892 312	4 211 425	6 784 066	9 719 526
Dividende	1 150 698	310 074	862 442	1 247 786	1 552 377
Valutakursregulering	2 630 182	5 842 298	6 437 912	12 173 320	7 907 405
Urealisert verdipapirtap/gevinst	17 336 928	1 373 115	-1 082 664	-2 628 242	-6 318 289
Realisert verdipapirgevinst	2 476 599	2 501 631	2 083 473	2 338 275	1 661 195
Kurtasje	-12 789	-1 418	-3 155	-10 792	-22 221
Resultat terminhandel valuta	-4 913	-315	-760	-1 375	-1 741
Gevinst/tap futures	399 000	-19 188	-173 218	-205 884	-319 798
Bokført avkastning på plasseringer	30 295 484	11 898 509	12 335 455	19 697 154	14 178 454
Påløpt forvaltningsgodtgjørelse	-161 570	-51 125	-111 875	-238 715	-330 018
Netto opptj. bokført avkastning	30 133 914	11 847 384	12 223 580	19 458 439	13 848 436
Netto avkastning markedsverdi	25 991 360	11 847 384	12 223 580	19 458 439	13 848 436

⁶ Dette avviker fra det tallet som brukes tidligere i beretningen fordi det i regnskapet er foretatt avsetning til dekning av forvalterhonorar til Norges Bank. Det er også noen forskjeller i behandlingen av opptjente renter og av ikke tilbakebetalt kildeskatt.

Pr. 31.12.2000 var det kjøpt børsnoterte futurekontrakter med samlet markedsverdi 42 916,0 millioner kroner, og solgt futurekontrakter med en samlet markedsverdi på 44 627,5 millioner kroner. Pr. 31.12.2000 var det kjøpt valuta på termin med samlet verdi 20 746,1 millioner kroner og solgt valuta på termin for samme beløp. Pr. 31.12.2000 var det inngått rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 15,7 milliarder kroner.

Etter forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond § 3 skal Norges Banks netto bokførte avkastning på de utenlandske plasseringene tillegges Statens petroleumsfonds kronekonto. Bokført (akkumulert) avkastning på kronekonto pr. 31.12.2000 består av de komponenter som framgår av tabell 12. Tabellen inneholder i tillegg sammenligningstall for perioden 31.12.1999 – 30.09.2000.

Bokført avkastning bygger på de samme regnskapsprinsipper som Norges Banks regnskap. Dette innebærer at markedsverdier for verdipapirene er lagt til grunn. Inntekter og kostnader i valuta er omregnet til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Bokført akkumulert avkastning pr. 4. kvartal 2000 utgjør 13 848 millioner kroner, mot 30 134 millioner kroner i 1999. Nedgangen i avkastning skyldes i hovedsak svakere resultater i forvaltningen, se avsnittene ovenfor. Det er i 2000 oppnådd valutakursgevinster som følge av at den norske krone har svekket seg mot gjennomsnittet av plasseringsvalutaer.

Beregnet forvaltningsgodtgjørelse pr. 31.12.2000 utgjør 330 millioner kroner.



Beretning om forvaltning av Statens petroleumsfond er avgitt av Norges Banks hovedstyre 7. februar 2001.

Uttalelse til Finansdepartementet

STATENS PETROLEUMSFOND – ÅRSRAPPORT 2000

Vi har revidert årsrapporten for Statens petroleumsfond for 2000 som viser en markedsverdi på fondet ved utgangen av året på 386,1 milliarder kroner. Hovedstyret i Norges Bank er ansvarlig for årsrapporten. I tråd med forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank, er vår oppgave å uttale oss om rapporten og vurdere hvorvidt fondet forvaltes i henhold til lov av 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond og forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond av 3. oktober 1997. Vår revisjon omfatter regnskapsinformasjonen presentert i avsnitt 9 i beretningsdelen. Vi har også revidert tabellene i avsnitt 1-8 vedrørende avkastning, forvaltning og risikoeksponering og tallmessige opplysninger i beretningsdelen om disse forhold.

Vi har utført revisjonen i henhold til vår revisjonsinstruks og god revisjonsskikk. Vi avgir vår uttalelse i samsvar med Den norske Revisorforenings revisjonsstandard 800 "Revisors uttalelser ved revisjonsoppdrag med spesielle formål". God revisjonsskikk krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at presentasjonen av årsrapporten ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i årsrapporten, vurdering av de benyttede regnskapsprinsipper, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsrapporten. Vi har kontrollert at de regnskapsmessige opplysninger er konsistente med Norges Banks årsregnskap for 2000, som er revidert av oss. Vår revisjonsberetning er avgitt pr. 7. februar 2001. I den grad det følger av god revisjonsskikk og vår revisjonsinstruks, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av Norges Banks formuesforvaltning og regnskaps- og intern kontroll-systemer for fondet. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- regnskapsinformasjonen i årsrapporten gir et uttrykk for Statens petroleumsfonds midler og avkastning pr. 31. desember 2000, i samsvar med Norges Banks årsregnskap og regnskapsprinsipper.
- tallmessig informasjon i årsrapporten om avkastning, forvaltning og risikoeksponering i fondet er i samsvar med underliggende dokumentasjon og registreringer i Norges Banks regnskaps- og oppfølgingssystemer.
- fondet i 2000 er forvaltet i henhold til de lover og forskrifter det er henvist til i første avsnitt.

 Oslo, den 7. februar 2001
 NORGES BANKS REVISJON


 Svinn Erik Forsstrøm
 Statsautorisert revisor


 Mats Leonhard Pedersen
 Statsautorisert revisor

Temadel



Forvaltningsstrategi i store utenlandske fond

Petroleumsfondet er i norsk sammenheng et meget stort fond. Internasjonalt finnes mange fond med langsiktig strategi for forvaltningen som er betydelig større, og som har vært forvaltet gjennom mange år. I denne artikkelen presenteres de overordnede valgene av strategi som er gjort av andre store fond, med særlig fokus på amerikanske pensjonsfond. Det gis en innføring i hvilke valg som er gjort, blant annet av hvor stor andel som plasseres i aksjemarkedene, og av forhold som kan forklare disse valgene. Avslutningsvis drøftes forskjeller mellom disse fondene og Petroleumsfondet.

Innledning

Det finnes ulike typer av store institusjonelle kapitalforvaltere som har en langsiktig forvaltningsstrategi. Mest utbredt er pensjonsfond og livsforsikringsselskaper. En annen kategori er institusjoner som forvalter andre lands akkumulerte overskudd, som Government of Singapore Investment Corporation¹. Andre slike fond, hvor kilden til akkumuleringen av kapital er mer beslektet med Petroleumsfondet, er Alaska Permanent Fund, Alberta Heritage Savings Trust Fund og oljefondene til Kuwait og Oman. Enkelte stiftelser og lega-

ter som støtter særskilte formål, vil også forvalte betydelige beløp med en langsiktig strategi.²

For en del av disse fondene finnes lite informasjon om sammensetningen av porteføljene. Blant de nevnte forvalterne av akkumulerte statlige overskudd, er det for eksempel kun Alaska- og Alberta-fondene som rapporterer offentlig om porteføljenes sammensetning og avkastning. For pensjonsfondene er det imidlertid god tilgang til informasjon.

I likhet med pensjonsfondene har Petro-

leumsfondet en lang investeringshorisont. I utgangspunktet kan man derfor forvente en viss grad av samsvar mellom Petroleumsfondets og pensjonsfondenes aktivasammensetning. Men vi skal se at det av flere årsaker vil være betydelige forskjeller både mellom Petroleumsfondet og pensjonsfondene, og mellom de enkelte pensjonsfond.

Pensjonsfond: Størrelse og tilhørighet

Blant de 12 største pensjonsfondene i verden befinner 11 seg i USA³. Størst av dem alle er California Public Employees' Retirement System (CALPERS), med USD 170 milliarder under forvaltning ved utgangen av oktober 2000. Pensjonsfondet for de offentlige ansatte i Nederland, ABP,

Tabell 1: Landfordelingen av store pensjonsfond

Land	> USD 40 mrd	> USD 80 mrd	> USD 120 mrd
USA	25	8	1
Nederland	2	1	1
Sverige	2	0	0
Japan	2	0	0
Storbritannia	1	0	0

¹ GSIC forvalter iflg. informasjon på deres hjemmeside et fond på i overkant av USD 80 milliarder.

² For eksempel forvalter Wellcome Trust, som finansierer medisinsk forskning, i overkant av USD 20 milliarder. Et annet eksempel er Harvard Endowment Fund, som er en viktig bidragsyter til drift av de enkelte fakultetene på Harvard University. Pr. 30.6.99 var dette fondet på i underkant av USD 15 milliarder

³ Kilde: International Pension Funds and their Advisors 2000. Aspire Publications.

hadde på samme tid vel USD 125 milliarder under forvaltning⁴, og plasserer seg derfor som nummer to på en liste over pensjonsfond sortert etter størrelse.

I tabell 1 vises landfordelingen for pensjonsfond med mer enn henholdsvis USD 40 milliarder, USD 80 milliarder og USD 120 milliarder under forvaltning. Kapitalen i Petroleumsfondet ved utgangen av 2000 er til sammenligning vel USD 43 milliarder.

Verdens største forvalter av pensjonskapital, det amerikanske Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equity Fund (TIAA-CREF) inngår ikke i denne oversikten. TIAA-CREF forvalter pensjonskapital til lærere/professorer etc. ved høyskoler og universiteter

over hele USA. Formelt er dette to adskilte selskap som er regulert av forskjellige lover. Mens TIAA er organisert som et livsforsikringsselskap, er CREF et forvaltningsselskap som overvåkes av det amerikanske tilsynsorganet

Securities and Exchange Commission (SEC). TIAA tilbyr først og fremst livrenteprodukter med avkastningsgaranti, hvor underliggende investeringer er fastrenteinvesteringer. CREF på sin side tilbyr langsiktig sparing uten

avkastningsgaranti i aksjemarkedet. Selv om TIAA-CREF i juridisk forstand er to forskjellige selskaper og ikke et pensjonsfond, er enhetene likevel sammenlignbare med slike fond. Sett fra omverdenen er TIAA-CREF ett selskap som tilbyr innskuddsbasert pensjonssparing i rente- og aksjeprodukter. Den øverste ansvarlige leder for investeringene er felles for begge enhetene, enhetene har til dels sammenfallende styringsstruktur⁵, og det er én forvaltningsorganisasjon som har det operative ansvaret for investeringene. TIAA-CREF forvaltet ved utgangen av desember 2000 i alt i overkant av USD 275 milliarder, hvorav vel 150 milliarder er plassert i børsnoterte aksjer i USA og resten av verden.



Betydningen av aktivaallokering

Strategisk aktivaallokering kan defineres som den langsiktige fordeling av kapital i fondene mellom de enkelte aktivaklasser: innenlandske og utenlandske aksjer, innenlandske og utenlandske obligasjoner, kontanter, fast eiendom og alternative investeringer (som for eksempel ikke-børsnoterte aksjer). Strategiske beslutninger om aktivaallokering vil ligge fast over en lengre periode. I store pensjonsfond defineres gjerne et konkret mål for andelene til de enkelte aktivaklasser. Slike mål vil være direkte sammenlignbare med fordelingen på aksjer og obligasjoner i Petroleumsfondets referanseportefølje.

En helt passiv forvaltningsstil vil bestå i bare å kjøpe fondets referanseportefølje. Men dette er et svært uvanlig valg av forvaltningsstil. I enkelte aktivaklasser, som fast eiendom og alternative investeringer, vil det dessuten være nærmest umulig å definere en passiv investeringsstil. Om trent alle pensjonsfond har innslag av aktiv forvaltning. Et eksempel på aktiv forvaltning kan være taktisk aktivaallokering, det vil si kortsiktig begrunnede avvik mellom den faktiske aktiva fordelingen og andelene i referanseporteføljen. Aktiv forvaltning innebærer videre som regel valg av forvaltningsstil innen hver aktiva-

klasse og valg av spesifikke verdipapirer.

Undersøkelser gjort på amerikanske data viser at strategisk aktivaallokering forklarer rundt 90 prosent av variasjonen i avkastningen til de enkelte fond over tid. Langsiktig aktivaallokering er med andre ord den dominerende faktor for den absolute risikoen i det enkelte fond. Hvis man derimot søker å forklare forskjeller i avkastning mellom de enkelte fond, har de aktive beslutningene vært viktigere. Bare rundt 40 prosent av avkastningsforskjellene mellom de enkelte fond er forklart ved at fondene har hatt ulik langsiktig aktivaallokering⁶.

⁴ Vurdert til kursen mellom euro og dollar pr. oktober 2000.

⁵ De samme 7 personer inngår i de to selskapenes «Board of Overseers», men de har ulikt ansvar overfor henholdsvis TIAA og CREF. I begge tilfeller er ansvaret for endringer av selskapsvedtektene plassert i «Board of Overseers». I TIAAs tilfelle utpekes også selskapets «Board of Trustees», eller selskapets styre, av «Board of Overseers», mens dette for CREFs vedkommende gjøres direkte av medlemmene.

⁶ Se f.eks. Brinson, Hood og Beebower: «Determinants of Portfolio Performance», *Financial Analyst Journal* jul/avg 1986, og Ibbotson og Kaplan: «Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90 or 100 per cent of Performance?», *Financial Analyst Journal* jan/feb 2000.

Ytelsesbaserte og innskuddsbaserte pensjonsordninger

Pensjonsfondenes forvaltningsstrategi vil være påvirket av hvorvidt disse er organisert som ytelsesbaserte eller innskuddsbaserte ordninger. En dominerende andel av pensjonsfondene både i USA og i andre land er ytelsesbaserte. Pensjonistene i et slikt system er garantert en viss ytelse, gjerne definert som en prosentsats i forhold til sluttlønn. Ytelsesnivået, sammen med den løpende avkastning på midlene, vil bestemme hvor store de årlige innbetalinger må være. Av sparekapitalen i de 200 største pensjonsfondene i USA i 1999 var 81 prosent plassert i ytelsesbaserte ordninger.⁷

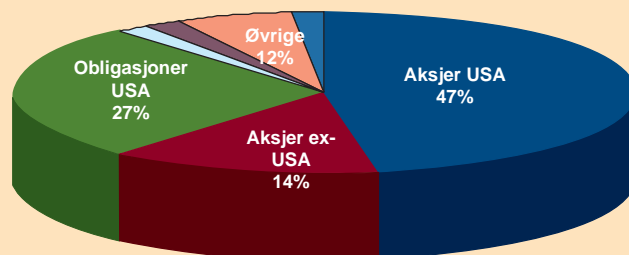
De resterende 19 prosent var plassert i innskuddsbaserte ordninger. I slike ordninger er det størrelsen på innskuddet sammen med avkastningen på sparekapitalen som bestemmer ytelsen. Pensjonisten er ikke garantert et bestemt nivå på ytelsen. Innskuddsbaserte ordninger kombineres gjerne med at det enkelte medlem i pensjonsordningen får råderett over investeringsbeslutningene på sin oppsparte kapital. Dette kan skje ved at pensjonskassen setter sammen ulike porteføljer i de forskjellige aktivaklassene, og lar enkeltmedlemmene fordele sin sparekapital mellom de enkelte aktivaklassene.

I en ytelsesbasert ordning vil fordelingen av kapital på de enkelte aktivaklasser være bestemt av pensjonsfondet. Det er ikke noe prinsipielt i veien for at fondet også kan bestemme aktivafordelingen i en innskuddsbasert ordning, men som nevnt over vil gjerne aktivafordelingen i slike ordninger være en funksjon av enkeltmedlemmenes individuelle valg. Det synes rimelig at den som bærer risikoen ved valg av aktivaallokering, også tar beslutningen om dette.

Aktivaallokering i større, ytelsesbaserte pensjonsordninger

Et pensjonsfond med ytelsesbaserte ordninger fastsetter sin aktivafordeling med utgangspunkt i pensjonsforpliktelsene. I en ytelsesbasert ordning kan man beregne når disse forpliktelsene forfaller til betaling, og hvor store betalingene da vil være i reell verdi.

De minst risikable investeringene som slike fond kan ha, er investeringer med en kjent kontantstrøm som inntreffer samtidig med utbetalingene. Realrenteobligasjoner med lang tid til forfall, og som er utstedt av myndigheter i det landet/de landene hvor fondet har sine pensjonsforpliktelser, er instrumenter med et slikt kjennetegn. Som navnet antyder, vil en utsteder av realrenteobligasjoner utbetale en rentegodtgjørelse som i tillegg til en spesifisert realrente også dekker prisstigningen.



Figur 1: Gjennomsnittlig kapitalvektet aktivafordeling, USAs 200 største pensjonsfond, ytelsesbaserte ordninger

Den nominelle rentegodtgjørelsen vil derfor variere i takt med prisstigningen. Når pensjonsfond likevel velger å ha til dels betydelige andeler av sin portefølje i andre instrumenter enn dette, er én av grunnene at selv ikke lange realrenteobligasjoner vil ha en tilbakebetalingsprofil som er fullt tilpasset pensjonsforpliktelsene. Dernest vil dette for spesielt de større fondene ikke være noe realistisk alternativ, da markedet for realrenteobligasjoner fortsatt er relativt begrenset.

En enda viktigere grunn er at andre in-

vesteringer, spesielt aksjer, har en høyere forventet avkastning på lang sikt enn statsobligasjoner. Det gjelder enten man sammenligner med realrenteobligasjoner eller med det mye større markedet for statsobligasjoner med en fast nominell kuponrente. Ved å erstatte statsobligasjoner med aksjer øker pensjonsfondenes forventede avkastning. Usikkerheten omkring størrelsen på og tidspunktet for kontantstrømmene øker, men samtidig vil den økte forventede avkastningen på sikt redusere nødvendige innbetalinger til pensjonsordningen for å finansiere forpliktelsene. Alternativt vil den økte forventede avkastningen på sikt bidra til en høyere dekningsprosent (forholdet mellom nåverdien på investeringene og nåverdien på fondets pensjonsforpliktelser), noe som trykker de fremtidige utbetalingene til pensjonistene.

I figur 1 vises den gjennomsnittlige, kapitalvektede aktivafordelingen til ytelsesbaserte ordninger blant USAs 200 største pensjonsfond i 1999.⁸ De dominerende aktivaklassene er aksjer i USA og verden for øvrig, samt obligasjonsinvesteringer i hjemlandet. Øvrige aktivaklasser i figuren er obligasjonsinvesteringer utenfor USA (2 prosent), kontanter (2 prosent), ikke-børsnoterte aksjer og fast eiendom (6 prosent), og andre investeringer (2 prosent).

Figuren viser ikke spredningen i aktivaallokering mellom de fond som inngår i datagrunnlaget. Blant de ti største pensjonsfondene med ytelsesbaserte ordninger,⁹ varierer aksjeandelen fra 55 til 74 prosent. Holdes høyeste og laveste observasjon utenfor, ligger aksjeandelen mellom 63 og 71 prosent. En legger merke til at gjennomsnittlig aksjeandel i de ti største fondene uansett er høyere enn gjennomsnittet for de 200 største fondene som gruppe. Det kan likevel ikke trekkes en generell konklusjon om at det er (en posi-

⁷ Kilde: Pensions and Investments 1000 issue, 24.01.00.

⁸ Kilde: Pensions and Investments 1000 issue, 24.01.00.

⁹ Med unntak av pensjonsfondet til General Motors, hvor det ikke foreligger data.

tiv) sammenheng mellom størrelse på fond og aksjeandel. Sammenligner man aksjeandelen i de 200 største fondene med aksjeandelen i de neste 800, er det kun en marginal forskjell.

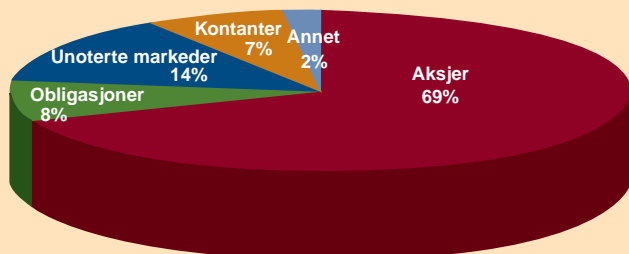
Aktivaallokering i innskuddsbaserte ordninger

Det er ikke bare størrelsen på kapital under forvaltning som skiller ytelsesbaserte fra innskuddsbaserte ordninger. Også aktivafordelingen skiller disse to typer pensjonsfond fra hverandre, se figur 2.

Figuren skjuler en viktig forskjell mellom to ulike kategorier av innskuddsbaserte ordninger: pensjonsfond for arbeidstakere og pensjonister i privat kontra offentlig sektor. I 1999 utgjorde fond for privat sektor 39 prosent og offentlig sektor 53 prosent av gruppen innskuddsbaserte pensjonsfond.

I privat sektor er aksjer i eget selskap en viktig del av pensjonskapitalen. I 1999 var 36 prosent av samlet kapital til innskuddsbaserte pensjonsfond i privat sektor plassert i egne selskapsaksjer. Dette var vel 50 prosent av samlet aksjekapital som disse pensjonsfondene eide. Investeringene i egne selskapsaksjer i privat sektor fører til at aksjeandelen i privat sektor er høyere enn i pensjonsfondene i offentlig sektor. Det fører også til at aksjeandelen i innskuddsbaserte ordninger som helhet er høyere enn i ytelsesbaserte ordninger i USA. Sammenligner man innskuddsbaserte ordninger i offentlig sektor med ytelsesbaserte ordninger, er det kun små forskjeller i aktivaallokeringen

«Unoterte markeder» er i figuren benyt-



Figur 2: Gjennomsnittlig kapitalvektet aktivafordeling, USAs 200 største pensjonsfond, innskuddsbaserte ordninger

Tabell 2: Gjennomsnittlig aksjeandel i europeiske pensjonsfond, i prosent

Land	Aksjeandel	Andel utenlandske aksjer
Belgia	53,0	42,8
Danmark	37,5	20,5
Frankrike	27,6	3,5
Nederland	50,7	38,5
Spania	26,1	16,1
Storbritannia	74,2	22,6
Sveits	37,6	15,3

tet som en fellesbetegnelse for fast eiendom og ikke-børsnoterte aksjer. Betegnelsen henspiller på at det ikke noteres noen markedspris på disse investeringene på daglig basis. Tilsynelatende vil disse investeringene derfor ha lavere volatilitet. Spesielt for ikke-børsnoterte aksjer vil dette imidlertid være misvisende for den reelle risiko.

Aktivaallokering i pensjonsfond utenom USA

I en rekke land i Europa vil aktivafordelingen være sterkt påvirket av myndighetenes grenser for aksjeeksponering i pensjonsfondene. En sammenligning mellom amerikanske og europeiske fond har derfor begrenset verdi. Dette er nærmere omtalt i en temaartikkel i Petroleumsfondets årsrapport for 1998.

Europas største pensjonsfond, ABP, er hjemmehørende i Nederland, hvor myndighetene ikke har satt grenser for aktivaallokeringen i pensjonsfondene. Nederlandske pensjonsfond har derfor en høye

aksjeandel enn gjennomsnittet i Europa (45 mot 36 prosent).¹⁰ ABP har likevel en lavere aksjeandel enn hva som er vanlig i USA, se figur 3. I aksjeandelen inngår også en mindre andel plasseringer i ikke-børsnoterte aksjer.

Storbritannia har i likhet med Nederland ikke fastsatt grenser for pensjonsfondenes aksjeandel. Britiske pensjonsfond har også en lengre tradisjon for å plassere store deler av pensjonskapitalen i aksjemarkedet. I Storbritannia lå den gjennomsnittlige aksjeandelen i pensjonsfondene i 1998 på over 70 prosent.

Tabell 2 gjengir den gjennomsnittlige aksjeandelen i pensjonsfondene i enkelte europeiske land, basert på undersøkelser som hovedsakelig er foretatt i 1999.¹¹

I tabellen er ikke data for store land som Tyskland og Italia oppgitt. Her har tradisjonelt hoveddelen av pensjonskapitalen vært plassert i rentebærende instrumenter. Ifølge undersøkelser foretatt i markedet, har imidlertid aksjeandelen økt betydelig i disse landenes pensjonsfond forrige år.

I motsetning til i disse to landene har svenske pensjonsfond tradisjonelt hatt en stor andel av sin kapital plassert i aksjer. For eksempel har det aller største premiepensjonsfondet innenfor det nye svenske pensjonssystemet, det syvende AP-fondet, en aksjeandel i sin portefølje på 85 prosent. Av dette fondets portefølje er 65 prosent plassert i aksjer utenfor Sverige.

Både i Nederland og på kontinentet for øvrig er det en klar tendens til at aksjeandelen økes på bekostning av obligasjoner, og at investeringer flyttes fra innenlandske plasseringer til internasjonale aksje- og obligasjonsmarkeder. Ifølge markedsundersøkelser har aksjeandelen for gjennomsnittet av europeiske pensjonsfond i 2000 vært høyere enn tidligere år. Både oppmyking av regelverk i enkeltland og at obligasjonsinvesteringer har gitt en lavere

¹⁰ Kilde: Greenwich Associates: «Investment Management, Continental Europe», oktober 2000.

¹¹ Kilde: Investment & Pensions Europe, januar 2001. Tall for Nederland og Storbritannia avviker fra tall oppgitt i teksten p.g.a. ulike kilder og ulikt tidspunkt for innsamling av data.

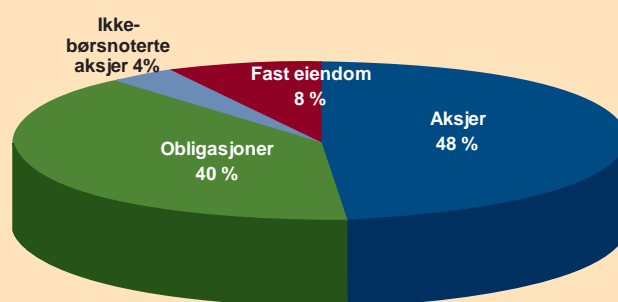
løpende avkastning enn tidligere, kan være grunner til dette.

I de fleste europeiske land har myndighetene satt grenser som reduserer muligheten for videre vekst i aksjeandelen til pensjonsfondene. EU-kommisjonen har imidlertid foreslått et direktiv som på lengre sikt vil gi pensjonsfondene økt fleksibilitet til å velge sin aktivafor-
deling.¹² Dersom dette forslaget får tilslutning, er det grunn til å vente en økning i aksjeandelen i fondene i disse landene.

Det tredje store markedet for langsiktig sparing i verden, etter USA og Europa, er Japan. I likhet med tyske og italienske

pensjonsfond, har japanske pensjonsfond tradisjonelt plassert en dominerende andel av sin portefølje i rentebærende investeringer. I henhold til tall fra OECD var kun i overkant av 14 prosent av de japanske pensjonsfondenes eiendeler plassert i aksjer i 1998.¹³ Den gjennomsnittlige aksjeandelen var samtidig bare marginalt høyere hos de japanske livselskapene, som har en mye viktigere rolle

enn pensjonsfondene når det gjelder institusjonell sparing i Japan.



Figur 3: Pensjonsfondet ABP's aktivafor-
deling

Hva forklarer fondenes aktivaallokering, og forskjellen mellom selskapene ?

Ved valg av aktivaallokering vil alle investorer stå overfor et grunnleggende problem: Å velge en fordeling av kapital på de enkelte aktivaklasser som gir et optimalt bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko. For pensjonsfondene vil den grunnleggende risikoen være ikke å kunne betale ut pensjoner når disse forfaller til betaling.

Det kan være forskjeller mellom de enkelte pensjonsfonds utbetalingsprofil. Enkelte fond har en overvekt av yngre arbeidstakere som medlemmer, slik at gjennomsnittlig utbetalingstidspunkt ligger langt frem i tid. Andre har en større andel eldre arbeidstakere eller pensjonister, med gjennomsnittlig utbetalingstidspunkt mye nærmere i tid. Det legges ofte til grunn at investeringer i en bred aksjeforfølje er mindre risikabelt dersom man har en lengre tidshorison.¹⁴ Jo lengre tidshorison man har, jo mindre sannsynlig blir det at aksjenes realverdi faller. Ut fra denne teorien bør en forvente at forskjeller mellom pensjonsfondenes utbetalingsprofil vil resultere i ulik aksjeandel.

Det kan også være sammenheng mellom pensjonsfondenes dekningsgrad og aksjeandel. Dekningsgraden er forholdet mellom verdien på fondets investeringer og den beregnede nåverdien på de pensjonsforpliktelsene som fondet har påtatt seg. Sett over en kortere periode, for eksempel ett år, er det en reell mulighet for at aksjemarkedene kan falle kraftig og redusere fondets dekningsgrad. Dersom fondets risikotoleranse er slik at en redusert dekningsgrad på for eksempel 5 prosent oppleves som verre hvis dekningsgraden i utgangspunktet er 100 prosent enn hvis den er 120 prosent, vil dekningsgraden i seg selv påvirke aktivafor-
delingen.

Allokeringen bør også ta andre hensyn, for eksempel hvordan fordelingen av pensjonsforpliktelser endres over tid. Det er en svært kompleks oppgave, og kan føre til at også enklere og mindre relevante hensyn blir vektlagt. Et slikt hensyn kan være aktivaallokeringen i gjennomsnittet av pensjonsfond. Selv om aktivaallokeringen ideelt sett burde være forskjellig

fra fond til fond, kan det hende at andre fonds aktivaallokering i praksis blir en viktig forklaringsfaktor for allokeringvalg. Ved å velge samme allokering som andre, reduserer et fond sannsynligheten for at det over en periode får en avkastning som er vesentlig svakere enn andre fond.

Innenfor innskuddsbaserte pensjonsfond i privat sektor er aksjer i eget selskap en viktig del av pensjonskapitalen. Slike investeringer fortrenge investeringer i en bredere aksjeforfølje og i andre aktivaklasser. Også utover dette kunne en vente at aktivaallokeringen var forskjellig i ytelses- og innskuddsbaserte pensjonsordninger. I en innskuddsbasert ordning er det ikke gitt noen garanti for en fremtidig ytelse. Sett fra pensjonsfondets side vil da aksjeinvesteringer fremstå som mindre risikable, og i større grad foretrekkes enn i en ytelsesbasert ordning. En bredere omtale av dette, med empiri også fra markeder utenfor USA, er gitt i en temaartikkel i Petroleumsfondets årsrapport for 1998. Artikkelen viser at bortsett fra investere-

¹² EU-kommisjonens forslag til Europa-parlamentets og rådets direktiv om arbeidsmarkedsorienterte pensjonskassers aktiviteter, 11.oktober 2000. Forslaget er en del av handlingsplanen for finansielle tjenester innen 2005. Etter planen skal forslaget behandles i 2002.

¹³ Kilde: OECD Institutional Investors, Statistical Yearbook 2000.

¹⁴ Dette er for eksempel en viktig konklusjon i Jeremy Siegels kjente bok «Stocks for the long run», McGraw-Hill, 1998 (2. utgave).

ringer i egne selskapsaksjer, er det ingen stor forskjell mellom de to ordningene.

Innskuddsbaserte ordninger kombineres ofte med rett til individuelle investeringsvalg for deltakerne i ordningen. Deltakerne velger selv hvilke aktivaklasser de ønsker å være investert i, og (i mer begrenset omfang) om andre enn pensjonsfondet

selv skal forvalte deler av pensjonskapitalen. Når deltakerne har bestemt aktivaforordningen (valg mellom aksjer, obligasjoner og evt. andre aktivaklasser), og geografisk spredning eller sektorspredning innen disse aktivaklassene, er de viktigste faktorer som bestemmer avkastningen på pensjonskapitalen fastlagt. Valg av forval-

ter eller forvaltere i hver aktivaklasse vil da i mindre grad påvirke avkastningen. Hvorvidt deltakeren selv har anledning til å velge forvaltningsselskap for hver delportefølje, eller om dette gjøres av pensjonsfondet, varierer mellom de enkelte pensjonsfond.

Nærmere om de enkelte aktivaklasser

Investeringer i børsnoterte aksjer og obligasjoner innenlands og utenlands utgjør en dominerende andel av pensjonsfondenes samlede investeringer. Nærmere 90 prosent av de innenlandske aksjeplasseringene i USA er i selskaper som omtales som «large cap», det vil si store selskaper som gjerne er børsnotert på New York-børsen.¹⁵ Resten er investert i «small cap». Mindre teknologiselskaper som noteres på Nasdaq, vil gjerne inngå i denne gruppen. Avkastningen på pensjonsfondenes innenlandske aksjeporteføljer måles som regel mot de mest kjente aksjeindeksene, som S&P 500 (large cap) eller Russell 3000/Wilshire 5000 (hele markedet). Tallet i indeksnavnet refererer til det omtrentlige antallet aksjer som inngår i indeksen, og illustrerer at dette er referanseindekser som omfatter et stort antall selskaper.

Den dominerende referanseindeksen for de amerikanske pensjonsfondenes investeringer utenfor USA er indeksen til Morgan Stanley/Capital International (MSCI) for 22 utviklede aksjemarkeder i Europa, Australia/New Zealand og Asia (EAFE).¹⁶ Disse landene utgjør sammen med Canada investeringsuniverset for plasseringer i internasjonale utviklede aksjemarkeder. I underkant av 10 prosent av de internasjonale plasseringene er rettet mot fremvoksende aksjemarkeder, hovedsakelig i Sør-Amerika og Asia.

Andelen av innenlandske plasseringer er betydelig større for obligasjonsporteføljene enn for aksjeporteføljene i de amerikanske pensjonsfondene. Figur 1 viser at vel 23 prosent (14/61) av samlet aksjeka-

pital i amerikanske ytelsesbaserte ordninger er plassert utenfor USA. Til sammenligning er 6,5 prosent av obligasjonsplasseringene plassert internasjonalt. Langsiktige investeringer med en fast kontantstrøm i samme valuta som fondets forpliktelser vil være det investeringsalternativ som klart reduserer fondets risiko. I større grad enn hva som gjelder for aksjer, vil derfor pensjonsfondene ha et klart insentiv til å foretrekke obligasjonsinvesteringer i hjemlandet.

I motsetning til hva som er tilfellet i Europa og Japan, utgjør ikke innenlandske statsobligasjoner en dominerende del av det amerikanske obligasjonsmarkedet. De amerikanske pensjonsfondenes innenlandske obligasjonsporteføljer blir i hovedsak målt mot brede obligasjonsindekser som for eksempel Lehman Aggregate Index eller Salomon Brothers Broad Investment Grade Index. Felles for disse indeksene er at de omfatter både statsobligasjoner, obligasjoner utstedt av enkelte finansielle institusjoner med formell eller reell tilknytning til føderale myndigheter («agencies»), private selskapsobligasjoner utstedt av foretak med høy kredittverdighet eller verdipapiriserte boliglån («mortgage backed») med garanti fra de føderale «agencies». Disse kategoriene vil derfor inngå i pensjonsfondenes obligasjonsporteføljer. Enkelte av fondene investerer også i obligasjoner fra foretak med lav kredittverdighet, hvor den større risikoen for manglende tilbakebetaling kompenseres gjennom høyere løpende avkastning på obligasjonene.

Grovt sett kan alle børsnoterte aksje- og

obligasjonsplasseringer betraktes som investeringer i omsettelige verdipapirer. Figur 1 viser at amerikanske fond også har en mindre del av sin kapital i investeringer med lav eller ingen omsittelighet. Dette gjelder først og fremst investeringer i ikke-børsnoterte aksjer og fast eiendom, samt direkte utlån.

Ved investeringer i ikke-børsnoterte aksjer danner pensjonsfondene begrenset partnerskap med andre investorer og med en ledende partner som har full råderett over kapitalen som stilles til disposisjon. Gjennom oppkjøp og aktiv ledelse av selskaper søker den ledende partner å oppnå avkastning fra selskapene i partnerskapets portefølje ut over det investeringer i en portefølje av børsnoterte aksjer ville gi. En vanlig strategi er å finansiere et selskap i oppstarts- og utviklingsfasen, og lede dette frem til børsnotering. En annen strategi er å kjøpe opp eksisterende selskaper, gjerne børsnoterte selskaper, og omstrukturere disse med sikte på å selge seg ut med fortjeneste. USA er det dominerende marked for slike investeringer, men pensjonsfondene finansierer også oppkjøp i Europa, i utviklede økonomier i Asia/Australia og i fremvoksende markeder.

Investeringer i fast eiendom foretas gjennom kjøp av andeler i kjøpesentra, kontorbygninger etc. Andre alternativer, som benyttes for å få noe høyere likviditet på eiendomsinvesteringene, er kjøp av andeler i fond som igjen investerer i fast eiendom, eller andeler i spesielle børsnoterte enheter («trust») som igjen investerer i fast eiendom.

¹⁵ Opplysningen er hentet fra Cost Effectiveness Measurement sin rapport om aktivaallokeringen i amerikanske pensjonsfond i 1999.

¹⁶ Fra 1.april 2001 utvides EAFE-indeksen til 23 land som følge av at Hellas omklassifiseres fra et fremvoksende marked til et utviklet marked.

Forskjeller mellom Petroleumsfondets og pensjonsfondenes aktivaallokering

Petroleumsfondet er ikke et pensjonsfond. Når et budsjettunderskudd oppstår, skal Stortinget dekke dette ved overføring fra fondet, uavhengig av hva som er grunnen til underskuddet. Fondet fungerer derfor som en buffer mot svingninger i de faktorer som bestemmer budsjettbalansen, som oljepris og oljeutvinning, og endringer i det oljekorrigerede budsjettunderskuddet. I de nærmeste årene er det overveiende sannsynlig at fondskapitalen vil bli bygd raskt opp. På lengre sikt vil særlig offentlig sektors pensjonsforpliktelser sammen med økte utgifter til helse- og omsorgssektoren føre til økt sannsynlighet for at fondet vil bli bygget ned. I fremtiden er det størrelsen på kapitalen som setter en endelig grense for hvilke beløp som kan bevilges fra fondet. Selv om fondet ikke er noe pensjonsfond i juridisk forstand, har det altså klare fellestrekk særlig med innskuddsbaserte pensjonsfond når det gjelder fremtidig utbetalingsprofil.

Aksjeandelen i Petroleumsfondet er lavere enn i de amerikanske, britiske og nederlandske pensjonsfondene. Amerikanske pensjonsfond er også investert i en

bredere del av markedet enn Petroleumsfondet. De har flere selskaper i sin aksjeportefølje, og er investert i en større del av det samlede obligasjonsmarkedet i USA. Videre investerer de amerikanske pensjonsfondene i aktivaklasser som Petroleumsfondet ikke er investert i.

Som tidligere nevnt, har amerikanske pensjonsfond plassert en stor del av sin kapital i innenlandske kapitalmarkeder. Petroleumsfondet er utelukkende investert i utlandet, av hensyn som er grundig omtalt i flere budsjettokumenter fra Finansdepartementet.¹⁷

Aksjeandelen er primært et spørsmål om risikotoleranse. Dagens aksjeandel (40 prosent) er et kompromiss mellom hensynet til høy avkastning på lang sikt og ønsket om å unngå svært store årlige variasjoner i avkastningen, målt i internasjonal kjøpekraft. Med gjeldende aktivaallokering kan en vente en negativ avkastning på Petroleumsfondet i ett av fem år. Det er da forutsatt at risiko og samvariasjon mellom de enkelte aktivaklasser og regioner i fremtiden vil bli som den har vært de siste 20 år. Det er videre forutsatt at avkastningen på aksjer og obligasjoner blir lave-

re enn hva som har vært tilfellet i foregående 20-årsperiode.¹⁸

Sannsynligheten for negativ avkastning et enkelt år følger av den aktivaallokering som Finansdepartementet har fastsatt etter å ha forelagt saken for Stortinget. Denne er ikke påvirket av Norges Banks beslutninger som forvalter av fondet. Hvis aksjeandelen hadde vært på linje med hva som er gjennomsnittet i de større amerikanske pensjonsfondene, ville sannsynligheten for negativ avkastning et enkelt år være større. Samtidig ville også forventet avkastning på lengre sikt være høyere. Det er imidlertid ikke grunn til å vente at meravkastningen ved å flytte midler fra internasjonale obligasjons- til aksjemarkeder i fremtiden vil bli like stor som den har vært de seneste årene frem til og med 1999.

Petroleumsfondets referanseportefølje for aksjeinvesteringene bygger på FTSE-indeksene i de enkelte land. Selv om investeringsuniverset er videre enn dette, vil definisjonen av referanse likevel ha stor innflytelse på hvilke bedrifter Petroleumsfondet investerer i. FTSE-indeksen inneholder færre og i gjennomsnitt større bedrifter enn for eksempel Russell 3000-indeksen, som er en mer vanlig referanseindeks for store amerikanske investorer. Petroleumsfondet vil derfor være mer eksponert mot utviklingen i store selskaper. Dette må ses i sammenheng med Petroleumsfondets globale profil og ønsket om å ha en referanseindeks som er sammensatt etter identiske kriterier uavhengig av land. Selv om de amerikanske pensjonsfondene som regel har aksjeinvesteringer i flere land enn hva Petroleumsfondet har, har de samtidig en dominerende andel plassert i aksjer på børser i USA. For disse fondene er det derfor mer naturlig å ha en bredest mulig referanseindeks i USA, og i tillegg en smalere referanseindeks som dekker internasjonale plasseringer. Fra og med 1. februar 2001, vil også Petroleumsfondet være investert i enkelte av de fremvoksende aksjemarkedene, se



¹⁷ Se for eksempel Nasjonalbudsjettet 1998.

¹⁸ For en nærmere dokumentasjon av hvorfor historisk avkastning neppe er noe godt anslag på fremtidig avkastning, vises det til sentralbanksjef Svein Gjedrems foredrag i Polyteknisk forening 28. november 2000. Foredraget er tilgjengelig på Norges Banks hjemmesider: www.norges-bank.no.

egen temaartikkel i årsrapporten. Forskjellen mellom Petroleumsfondet og de store pensjonsfondene i USA når det gjelder diversifisering av aksjeinvesteringer vil dermed bli redusert.

Også på obligasjonssiden er de amerikanske pensjonsfondene og det nederlandske ABP eksponert mot en større del av markedet enn hva som er tilfellet for Petroleumsfondets vedkommende. Som regel er avkastningen på statsobligasjoner, det vil si den generelle renteutviklingen, avgjørende også for avkastningen på obligasjoner utstedt av andre. Det har blant annet sammenheng med at kredittrisikoen på disse andre obligasjonene antas å være

lav. Selv om en bredere referanseindeks ville gi bedre risikospredning enn Petroleumsfondets statsobligasjonsindeks, er denne gevinsten neppe særlig stor.

De amerikanske pensjonsfondene og ABP har valgt å allokere deler av sin kapital til illikvide investeringer som ikke-børsnoterte aksjer og fast eiendom. Slike investeringer antas å forbedre bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko. Disse markedene er mindre effektive enn for eksempel markedet for de aksjer som inngår i Petroleumsfondets referanseindeks for aksjeplasseringer i USA: Siden illikvide investeringer pr. definisjon er preget av at det ikke noteres jevnlige om-

setningskurser, er det imidlertid vanskelig å måle den reelle, underliggende risiko i disse investeringene og samvariasjonen med mer likvide investeringer. Siden kapital som allokeres til ikke-børsnoterte aksjer og fast eiendom bindes opp for en svært lang periode, stilles det ekstra store krav til valg og kontroll av investeringsalternativene. For Petroleumsfondets vedkommende har det innenfor eksisterende ressurser vært prioritert å sikre en høy kvalitet på innfasingen av aksjeinvesteringer. Gjennom fordelingen av investeringer mellom aksjer og obligasjoner er den viktigste kilden til diversifisering av markedsrisiko utnyttet.

HVA ER STRATEGISK AKTIVAALLOKERING?

Strategisk aktivaallokering kan defineres som den langsiktige fordeling av kapital i fondene mellom de enkelte aktivaklasser: innenlandske og utenlandske aksjer, innenlandske og utenlandske obligasjoner, kontanter, fast eiendom og alternative investeringer (som for eksempel ikke-børsnoterte aksjer). Strategiske beslutninger om aktivaallokering vil ligge fast over en lengre periode. Strategisk aktivaallokering forklarer rundt 90 prosent av variasjonen i avkastningen til de enkelte fond over tid.

HVOR STOR ER AKSJEANDELEN I STORE PENSJONSFOND?

Pensjonsfondenes forvaltningsstrategi vil være påvirket av hvorvidt disse er organisert som ytelsesbaserte eller innskuddsbaserte ordninger. En dominerende andel av pensjonsfondene både i USA og i andre land er ytelsesbaserte.

Blant store, ytelsesbaserte pensjonsfond i USA er over 60 prosent av forvaltningskapitalen plassert i innenlandske eller utenlandske aksjer. Aksjeandelen er enda høyere blant de innskuddsbaserte ordningene (69 prosent). Men ser man bort fra effekten av plasseringer i egne selskapsaksjer i innskuddsbaserte pensjonsfond i privat sektor, er forskjellen mellom den gjennomsnittlige aksjeandel i innskuddsbaserte og ytelsesbaserte ordninger i USA liten.

I Europa påvirkes aksjeandelen til dels av begrensninger som myndighetene i de enkelte land har satt på pensjonsfondenes porteføljesammensetning. I Storbritannia og Nederland, som ikke har slike begrensninger, ligger den gjennomsnittlige aksjeandelen blant pensjonsfondene på henholdsvis over 70 prosent (Storbritannia) og 45-50 prosent (Nederland). Motsatt har aksjeandelen blant pensjonsfondene i Tyskland vært svært lav, men denne har vist en klart stigende tendens i den senere tid.

Aksjeandelen blant japanske institusjonelle investorer generelt er lav i internasjonal målestokk.

HVA BESTEMMER FORVALTNINGSSTRATEGIEN I PENSJONSFONDENE?

Pensjonsfondenes fordeling av kapital på de enkelte aktivaklasser bestemmes av hvordan de vurderer bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko. For pensjonsfondene vil den grunnleggende risikoen være ikke å kunne betale ut pensjoner når disse forfaller til betaling. De enkelte fonds risikotoleranse kan mellom annet påvirkes av:

- fondets utbetalingsprofil
- fondets dekningsgrad (forholdet mellom markedsverdien på deres investeringer og den antatte nåverdien på deres pensjonsforpliktelser)

HVA ER DE VIKTIGSTE FORSKJELLENE MELLOM PETROLEUMSFONDET OG STORE, INTERNASJONALE PENSJONSFOND?

Petroleumsfondet er ikke noe pensjonsfond. Når et budsjettunderskudd oppstår, skal Stortinget dekke dette ved overføring fra fondet, uavhengig av hva som er grunnen til underskuddet. Det kan likevel være interessant å sammenligne forvaltningsstrategiene, da den langsiktige forvaltningshorisonten er felles.

Petroleumsfondet har lavere aksjeandel enn pensjonsfond i USA, Storbritannia og Nederland, og noenlunde på nivå med gjennomsnittet blant europeiske pensjonsfond. Særlig når det gjelder plasseringer i det amerikanske kapitalmarkedet har Petroleumsfondet en mindre spredning av sine investeringer enn hva som er vanlig blant de store pensjonsfondene. Videre er Petroleumsfondet konsentrert om internasjonale plasseringer i obligasjoner og børsnoterte aksjer, mens store pensjonsfond gjerne har en viss andel plassert også i unoterte aksjer og fast eiendom.

Gjennom fordelingen av investeringer mellom aksjer og obligasjoner er den viktigste kilden til diversifisering av markedsrisiko utnyttet også for Petroleumsfondets vedkommende.

Sammenhenger mellom størrelse, kostnader og avkastning i kapitalforvaltningen

Et omfattende datamateriale fra store nord-amerikanske pensjonsfond viser at forvaltningskostnadene er lavere, målt som andel av beløp under forvaltning, for større fond. Videre er det en tendens til at netto avkastning målt mot fondenes referanseporteføljer er høyere for store fond enn for små. Som et paradoks viser det seg at resultatene i gjennomsnitt er bedre desto større andel av porteføljene som indeksforvaltes. Norges Banks forvaltning av Statens petroleumsfond i 1999 er analysert i forhold til dette datamaterialet. En konklusjon er at forvaltningskostnadene for Petroleumsfondet var noe lavere enn for gjennomsnittet av en gruppe sammenlignbare fond.

Innledning

I all virksomhet er det slik at høyere kostnader potensielt kan gi høyere inntekter eller høyere kvalitet på varene eller tjenestene. Det vil alltid kunne være en avveining mellom kostnader på den ene siden og inntekter og kvalitet på den andre. Forvaltningen av Statens petroleumsfond har en svært stor og lett målbar inntektsside. Høyere ressursbruk i kapitalforvaltningen kan gi betydelige inntekter i form av høyere avkastning på Petroleumsfondet. Netto inntjening er det endelige målet for virksomheten, og det må derfor foretas løpende avveininger mellom kostnader og inntekter i kapitalforvaltningen.

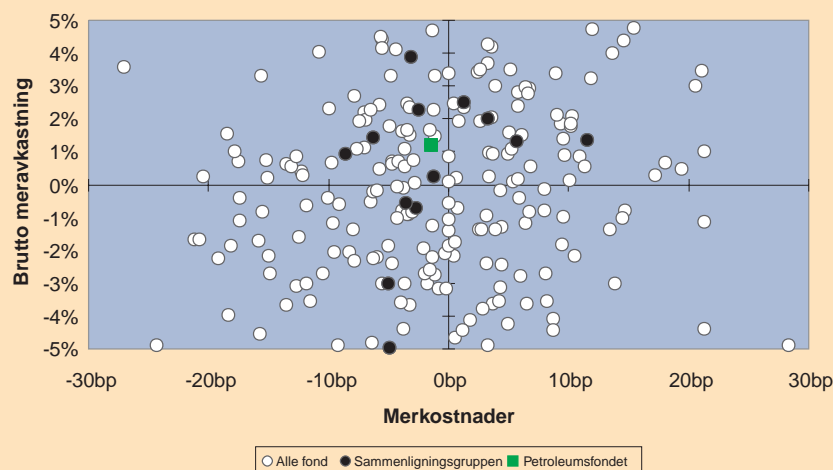
Et eksempel på en slik avveining er omfanget av aktiv forvaltning, det vil si forvaltning som aktivt tar sikte på å oppnå høyere avkastning enn avkastningen på den referanseporteføljen som oppdragsgiveren har fastsatt. Alternativet er indeksforvaltning, som bare tar sikte på å oppnå samme avkastning som referanseporteføljen. Aktiv forvaltning er dyrere enn indeksforvaltning. Dersom aktiv forvaltning skal velges, må netto forventet avkastning være høyere enn ved indeksforvaltning, det vil si at forventet meravkastning må være positiv, og høyere enn merkostnaden. Når den betingelsen er oppfylt, må en forvaltnings-

organisasjon ha frihet til å velge aktiv forvaltning. Det gir høyere kostnader, men det er fornuftig dersom en samtidig kan vente at inntjeningen øker enda mer.

Norges Bank legger vekt på at kostnadene i kapitalforvaltningen skal være lave, og det stilles like strenge krav til kostnadsbevissthet i denne virksomheten som i bankens øvrige virksomhet. Det betyr ikke at forvaltningskostnadene skal

være lavest mulig i absolutt forstand, siden mange typer kostnader må forventes å gi en netto merinntekt for Petroleumsfondet. Men det betyr for det første at forvaltningsstilen skal være slik at den sikrer lavest mulig kostnader for gitt forventet inntjening. For det andre betyr det at forvaltningskostnadene skal være så lave som mulig, gitt den forvaltningsstil som viser seg å være lønnsom.

Figur 1: Meravkastning versus merkostnader i 1999. Pensjonsfond i CEMs database og Petroleumsfondet



Hva forklarer forskjeller i avkastning?

Norges Bank har innledet et samarbeid med et canadisk konsulentfirma, Cost Effectiveness Measurement Inc. (CEM), for å få tilgang til informasjon om avkastning og forvaltningskostnader i andre store investeringsfond. Dette firmaet har en database som for 1999 omfattet 275 nord-amerikanske pensjonsfond, og dessuten åtte europeiske pensjonsfond. Den europeiske delen av databasen er under oppbygging, mens det for den nordamerikanske delen foreligger data for mer enn ti år bakover. Opplysningene i databasen gjelder avkastning og kostnader i kapitalforvaltning, og dessuten aktivsammensetning og forvaltningsstil i pensjonsfondene. Kostnadstallene tar ikke med kostnader til drift av pensjonsordningene.

Netto meravkastning etter fradrag for forvaltningskostnader varierer mye mellom ulike fond. CEM har gjort en analyse av hvilke faktorer som i gjennomsnitt kan forklare forskjellene i avkastning. Analysen har tidligere vært presentert i en artikkel av Tom Scheibelhut¹ i CEM. Nedenfor bruker vi en nyere versjon av analysen, men med de samme konklusjoner som i Scheibelhuts artikkel.

Figur 1 viser sammenhengen mellom merkostnader og brutto meravkastning i 1999 for de pensjonsfond som inngår i databasen til CEM. Merkostnadene er differansen mellom den faktiske forvaltningskostnaden og den normkostnad som CEM har beregnet for vedkommende fond. Meravkastningen er differansen mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på fondets referanseportefølje. Det er ikke noen systematisk sammenheng mellom høyere kostnader og høyere avkastning. Figuren viser også data for en gruppe av fond («sammenligningsgruppen») som i størrelse er nær Petroleumsfondet.

Figur 2 viser sammenhengen mellom netto meravkastning og aktiv risikotaking i forhold til referanseporteføljen over årene 1995–1999 for de pensjonsfond som inngår i databasen til CEM. Risikotakingen er målt som standardavviket til meravkastningen over perioden. I netto meravkastning er det gjort fradrag for forvaltningskostnadene. Av figuren ser vi for det første at gjennomsnittet av fondene ikke skaper merverdi i forhold til sine referanseporteføljer over femårs-perioden. For det andre er det ikke slik at fond som har tatt høyere

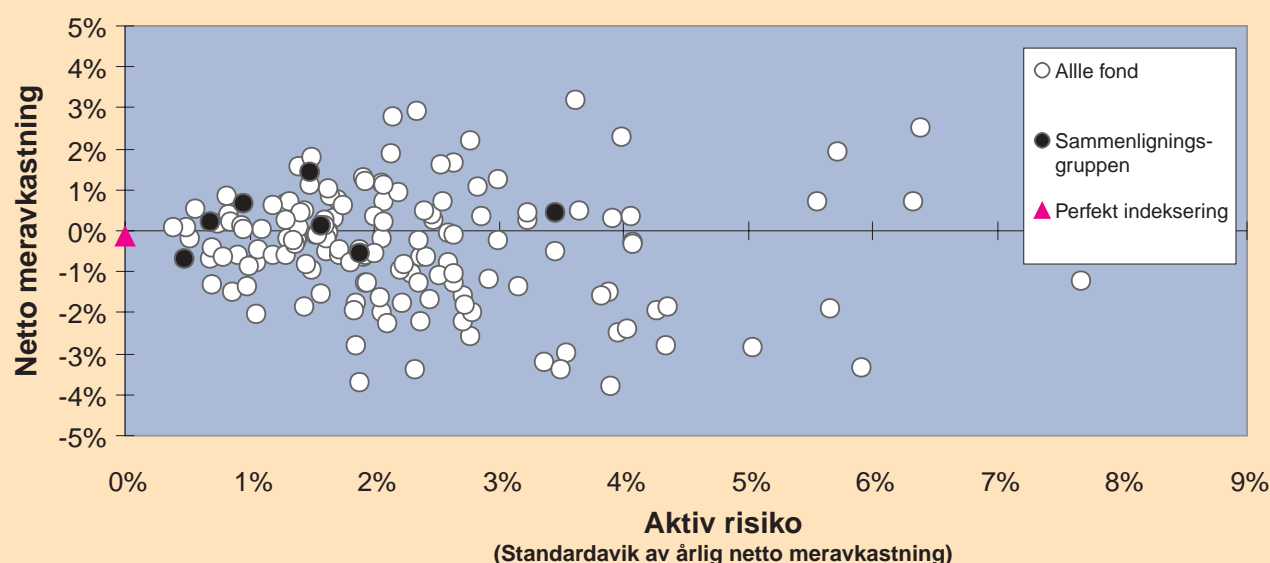
risiko, det vil si drevet mer aktiv forvaltning, har oppnådd bedre resultater.

Merket som angir resultatet ved perfekt indeksering viser negativ avkastning. Som vist i en temaartikkel² i årsrapporten for 1999 er det skatte- og transaksjonskostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet som ikke er medtatt i referanseporteføljen. I år med stor tilflyt av nye midler til fondet er disse kostnadene spesielt store.

De to figurene indikerer at to populære forklaringer på forskjeller i avkastning mellom ulike fond ikke er riktige. Verken høye kostnader eller høy risiko ser i gjennomsnitt ut til å gi høyere netto avkastning. CEM har også gjort analyser for å lete etter andre faktorer som kan forklare hvorfor noen fond har høyere netto meravkastning enn andre, og har funnet interessante sammenhenger.

Størrelsen på fondet viser seg å være viktig. Et dobbelt så stort fond har i gjennomsnitt hatt om lag 0,2 prosentpoeng høyere meravkastning. Dette er svært mye, og bak tallet finnes en rekke forhold som kan ha betydning. Store fond har bedre muligheter til å bygge opp et godt investeringsfaglig miljø, og trolig også

Figur 2: Sammenheng mellom netto meravkastning i aktiv forvaltning og risikotaking. Gjennomsnitt for årene 1995–1999



¹ Tom Scheibelhut, «What makes a top performing fund?» Canadian Investment Review, Fall 1997, pp 34-35.

² Temaartikkel 3 : «Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning?»

bedre muligheter for å få tilgang til relevant markedsinformasjon på et så tidlig tidspunkt at informasjonen kan utnyttes før den gjenspeiles fullt ut i markedsprisene. Store fond har videre bedre muligheter til å bruke de ressurser som trengs for å identifisere gode eksterne forvaltere, og for å følge dem opp på en systematisk måte. I sum kan store fond lettere etablere og vedlikeholde gode investeringsprosesser, og det er rimelig at det gir utslag i høyere avkastning.

Andelen av aktiv forvaltning har også vært viktig. Fond med mer i aktiv forvaltning har i gjennomsnitt hatt lavere netto avkastning. Det har med andre ord vært lønnsomt å ha en andel av fondet i indeksforvaltning. Dette er den forvaltnings-

modellen som Petroleumsfondet har brukt siden starten, med en kjerne av indeksmandater og aktiv forvaltning konsentrert om en mindre del av porteføljen. Dette gir lavere forvaltningskostnader, fordi kostnadene ved aktiv forvaltning bare påløper for en del av porteføljen. Det gir dessuten bedre oversikt over risikotakingen, blant annet ved at det blir lettere å sikre seg mot situasjoner der aktive forvaltere tar posisjoner som opphever hverandre.

Andelen av intern forvaltning har hatt betydning. Et fond med 10 prosentpoeng mer av porteføljen i intern forvaltning har i gjennomsnitt hatt om lag 0,1 prosentpoeng høyere netto avkastning. Det har trolig sammenheng med at det særlig er større fond som har mye av porteføljen i intern

forvaltning, og at det i gjennomsnitt er langt billigere å drive forvaltningen internt. Petroleumsfondet er i ferd med å bygge opp sin interne forvaltning (Se artikkelen om strategi for høyest mulig avkastning i årsrapporten for 1999). Men fondet er for lite til at det er regningssvarende å bygge opp egen spesialkompetanse for alle typer forvaltning. Det vil derfor også i framtida være en betydelig andel av eksternt forvaltning i Petroleumsfondet. Norges Banks strategi for å velge mellom intern og eksternt forvaltning ble beskrevet i et brev sendt Finansdepartementet i september 2000. Dette er gjengitt som vedlegg i Nasjonalbudsjettet 2001 og finnes også på Norges Banks nettsider.

Kostnadssammenligninger

Forvaltningskostnadene er en viktig komponent ved beregning av netto meravkastning. Det er viktig at forvaltningen er kostnadseffektiv, gitt den forvaltningsstil som forvalteren finner mest lønnsom. Sammenligninger med kostnadene i andre store fond kan gi et grunnlag for å vurdere nivået på forvaltningskostnadene i Petroleumsfondet.

Det aller viktigste kriteriet for at forvaltningskostnadene i ulike organisasjoner skal være sammenlignbare, er at forvaltningskapitalen er av samme størrelsesorden. Det er klare stordriftsfordeler i kapitalforvaltning, og et større fond vil alltid kunne drive samme type virksomhet til lavere kostnad enn et mindre fond. For sin analyse av Petroleumsfondet har CEM fra sin database valgt ut en sammenligningsgruppe som består av 17 amerikanske pensjonsfond med regnskapstall fra 1999. Disse fondene hadde i gjennomsnitt omtrent like stor forvaltningskapital som Petroleumsfondet i 1999. Forvaltningskostnadene i fondene varierte fra 3,8 til 41,6 basispunkter av kapitalen. Gjennomsnittskostnaden var 18,2 basispunkter (hundre deler av en prosent).

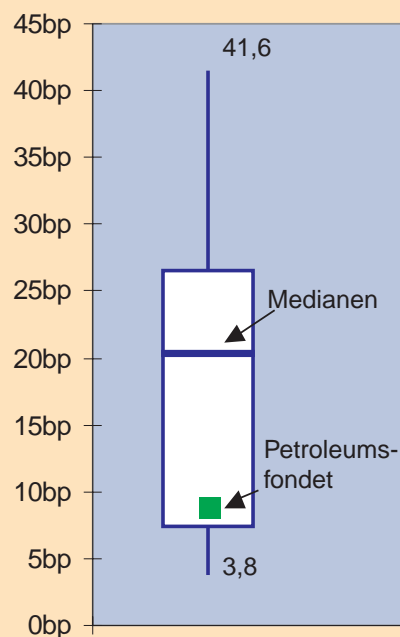
Figur 3 viser totale forvaltningskostnader i sammenligningsgruppen og i Petroleumsfondet. Kvartilene i kostnadsfordelingen er vist med vannrette streker.

Petroleumsfondets kostnader i 1999 var noe høyere enn første kvartil, men klart lavere enn medianen, som er på 20,4 basispunkter.

Den store forskjellen mellom kostnadene i fond som har omtrent like store porteføljer, forteller at andre forhold enn størrelsen også er viktige. Noe av forskjellene kan skyldes ulik grad av kostnadseffektivitet, men det meste skyldes trolig at fondene driver forvaltning på ulike måter. Blant annet varierer aktivasammensetningen mye.

CEM har beregnet en normkostnad for forvaltningen av Petroleumsfondet på grunnlag av hele sin database. CEM har da forsøkt å ta hensyn til at aksjeforvaltning er dyrere enn renteforvaltning, slik at fond med høy aksjeandel i gjennomsnitt har høyere kostnader enn andre. Særlig dyr er forvaltning av aksjer som ikke er børsnoterte og forvaltning av eiendomsporteføljer. Andelen av aksjeforvaltning totalt og andelen aksjer investert på det amerikanske markedet, samt andelen av ikke børsnoterte aksjer og eiendom er de kjennetegn CEM bruker til å korrigere forvaltningskostnadene slik at de blir mer sammenlignbare for ulike fond av samme størrelse.

Når CEM korrigerer kostnadstallene i sin database på denne måten, finner de at Petroleumsfondet må ha en forvaltnings-



Figur 3: Totale kostnader i 1999 som andel (basispunkter) av forvaltet beløp. Sammenligningsgruppen i CEMs database og Petroleumsfondet

kostnad på høyst 10,3 basispunkter for å være mer kostnadseffektivt enn gjennomsnittet av pensjonsfondene i databasen. Kostnadene inkluderer i prinsippet også avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, men ved enkelte former for ekstern forvaltning avregnes denne kostnadskomponenten direkte i forhold til avkastningen. Petroleumsfondets faktiske forvaltningskostnader i 1999 var på 8,9 basispunkter. Petroleumsfondet betaler

honorarer til de eksterne aktive forvalterne som avhenger av oppnådd meravkastning. Det ble ikke betalt slike honorarer i 1999, som var oppstartingsåret for denne forvaltningen. Mange av de eksterne forvalterne oppnådde gode resultater det året og mottok honorar for dette i 2000.

Normkostnaden for Petroleumsfondet er langt lavere enn gjennomsnittlig forvaltningskostnad i sammenligningsgruppen. Det illustrerer at den forvaltningsstilen

som er valgt for Petroleumsfondet, i seg selv sterkt bidrar til lave kostnader i forvaltningen. Normkostnaden er høyere enn de faktiske forvaltningskostnadene i Petroleumsfondet. Det illustrerer at forvaltningen ser ut til å være noe mer kostnadseffektiv enn i gjennomsnittet av sammenligningsgruppen.

Kjennetegn ved sammenligningsgruppen

De kjennetegn som CEM bruker for å gjøre kostnadstallene i ulike fond sammenlignbare, er imidlertid ikke fullstendig dekkende for forskjellene mellom fondene. CEMs database viser således store kostnadsforskjeller for forvaltning av samme aktivaklasse. I sammenligningsgruppen varierer for eksempel kostnadene ved forvaltning av aksjer fra mindre enn ett basispunkt i billigste interne forvaltning til mer enn 100 basispunkter i dyreste eksterne forvaltning. Dette forteller at aksjeforvaltning kan drives på svært ulike måter i ulike fond og for ulike deler av porteføljene. Man må gå ut fra at så store forskjeller i kostnader gjenspeiles i høyere forventet inntjening ved den dyreste formen for aksjeforvaltning, slik at forskjellene

ikke bare kan oppfattes som forskjeller i kostnadseffektivitet.

CEM har foretatt analyser av gjennomsnittskostnadene ved ulike typer aksje- og renteforvaltning. Bruk av denne informasjonen kan gi bedre bakgrunn for å vurdere om den normkostnad for forvaltning av Petroleumsfondet CEM har kommet fram til, er rimelig.

Pensjonsfondene i sammenligningsgruppen på 17 amerikanske fond er omtrent like store som Petroleumsfondet var i 1999, det vil si at gjennomsnittlig forvaltningskapital var om lag 200 milliarder kroner. Sammenligningsgruppen skiller seg likevel fra Petroleumsfondet på flere måter, både i aktivasammensetningen og i den måten forvaltningen har vært drevet på.

Petroleumsfondets referanseportefølje har en aksjeandel på 40 prosent, mens sammenligningsgruppen i gjennomsnitt har 58 prosent av referanseporteføljen i børsnoterte aksjer. I tillegg har sammenligningsgruppen i gjennomsnitt 5 prosent av porteføljen i eiendom. Andelen av renteinvesteringer er i gjennomsnitt på 37 prosent, mot 60 prosent i Petroleumsfondet.

Aksjeforvaltning er i gjennomsnitt dyrere enn renteforvaltning. Denne forskjellen i aktivasammensetning tilsier derfor isolert sett at de gjennomsnittlige forvaltningskostnadene i sammenligningsgruppen skal være noe høyere enn i Petroleumsfondet. Dette har CEM korrigert for, men det kan stilles spørsmål ved hvor pålitelig denne korreksjonen

er. Årsaken er at ingen av pensjonsfondene verken i sammenligningsgruppen eller i databasen for øvrig har tilnærmedesvis så lav aksjeandel som Petroleumsfondet. CEM har beregnet en gjennomsnittlig innsparing ved lavere aksjeandel for det intervall av aksjeandeler som er dekket i databasen, det vil stort sett si et intervall rundt 60 prosent aksjeandel. Beregningen vil dermed ikke være helt pålitelig for Petroleumsfondets aksjeandel på 40 prosent.

Petroleumsfondets aksjefortefølje er godt diversifisert geografisk, mens amerikanske pensjonsfond av naturlige grunner har en mye større konsentrasjon i det amerikanske aksjemarkedet. I gjennomsnitt har sammenligningsgruppen 72 prosent av aksjeforteføljen i dette markedet mens Petroleumsfondet bare har 29 prosent. Siden det er dyrere å drive aksjeforvaltning i andre markeder enn det amerikanske, trekker denne forskjellen i retning av at Petroleumsfondet skal ha høyere forvaltningskostnader enn sammenligningsgruppen.

CEM har også forsøkt å korrigere for at pensjonsfondene i sammenligningsgruppen driver forvaltning av fast eiendom og av unoterte aksjer.

Tabell 1: Sammenligningsgruppens og Petroleumsfondets referanseporteføljer (i prosent)

Aktivaklasse	Sammenligningsgruppen	Petroleumsfondet
Noterte aksjer i USA	42	11
Noterte aksjer utenfor USA	13	29
Unoterte aksjer	2	0
Aksjer totalt	58	40
Renteinstrumenter	37	60
Eiendom	5	0
Sum	100	100

Dette er aktivklasser som Petroleumsfondet ikke er investert i, og som det er forholdsvist dyrt å forvalte. Forskjellen trekker klart i retning av at sammenligningsgruppen skal ha høyere forvaltningskostnader enn Petroleumsfondet.

Selv om beregningen av normkostnad skulle gi en korrekt justering for forskjellen i aksjeandel og forskjellen i eiendomsinvesteringer, gjenstår andre forskjeller som kan være viktige for kostnadene. Beregningene tar således ikke hensyn til ulikheter i forvaltningsstil innenfor aksje- og renteporteføljene. Forvaltningsstilen i sammenligningsgruppen i 1999 og i Petroleumsfondet i 1999 og 2000 er oppsummert i tabell 2.

Petroleumsfondets aksjeportefølje består i all hovedsak av eierandeler i store børsnoterte selskaper. I 2000 ble mer enn 80 prosent av denne porteføljen forvaltet av eksterne forvaltere. I sammenligningsgruppen er andelen til eksterne forvaltere på 56 prosent. Ekstern forvaltning er i gjennomsnitt dyrere enn intern forvalt-

ning. Denne forskjellen tilsier dermed isolert sett høyere forvaltningskostnader i Petroleumsfondet enn i sammenligningsgruppen.

Mindre enn 40 prosent av Petroleumsfondets aksjeportefølje har vært aktivt forvaltet i 2000, og mindre enn 10 prosent i 1999. I sammenligningsgruppen var andelen aktiv forvaltning på 62 prosent, jevnt fordelt på interne og eksterne mandater. Siden aktiv forvaltning er dyrere enn indeksforvaltning, trekker det i retning av at Petroleumsfondet skal ha lavere kostnader enn sammenligningsgruppen.

Om lag 8 prosent av renteporteføljen i Petroleumsfondet har i 2000 vært forvaltet av eksterne aktive forvaltere, mens andelen var nær null i 1999. Sammenligningsgruppen hadde om lag 40 prosent i slike mandater. Siden dette er den dyreste formen for renteforvaltning, trekker forskjellen i retning av at Petroleumsfondet skal ha lavere forvaltningskostnader enn sammenligningsgruppen.

De forskjellene i forvaltningsstil som er

omtalt ovenfor, trekker dels i retning av at Petroleumsfondet bør ha lavere kostnader og dels i retning av at fondet bør ha høyere kostnader enn sammenligningsgruppen. Samlet sett er det ingen tvil om at sammenligningsgruppen driver en dyrere form for forvaltning enn Petroleumsfondet. Det gjenspeiles i at normkostnaden som er beregnet for Petroleumsfondet ligger langt under gjennomsnittet for sammenligningsgruppen. Det er imidlertid ikke like lett å si noe om nettovirkningen av de forskjeller det ikke er tatt hensyn til ved beregning av normkostnaden.

I tillegg til forskjellene i forvaltningsstil kommer at Petroleumsfondet særlig i 1999, men også i 2000, var i en oppbyggingsfase der mye ressurser ble brukt til å søke etter og bedømme eksterne forvaltere, og til å få etablert en organisasjon for intern forvaltning. Dette medførte kostnader som sammenligningsgruppen ikke hadde, og gjenspeiles ved at de administrative kostnadene i Petroleumsfondet var langt høyere.

Tabell 2: Forvaltningsstil i sammenligningsgruppen og i Petroleumsfondet. Andeler i prosent

Faktiske porteføljer	Ekstern forvaltning		Intern forvaltning		Sum
	Indeks	Aktiv	Indeks	Aktiv	
Sammenligningsgruppen 1999					
Noterte aksjer i USA	24	32	14	30	100
Noterte aksjer utenfor USA	21	60	2	18	100
Renteinstrumenter i USA	8	37	8	47	100
Renteinstrumenter utenfor USA	0	75	12	13	100
Petroleumsfondet 1999/2000					
Noterte aksjer i USA	100/62	0/32	0/0	0/6	100
Noterte aksjer utenfor USA	90/62	10/32	0/0	0/6	100
Renteinstrumenter i USA*	0/0	0/6	90/75	10/19	100
Renteinstrumenter utenfor USA*	0/0	0/6	90/75	10/19	100

* Aktiv intern forvaltning gjøres med utgangspunkt i indeksporteføljene. Andelene i tabellen gir bare et omtrentlig uttrykk for omfanget.

Oppsummering

Data fra CEMs omfattende base med informasjon om kostnader, avkastning og risiko ved forvaltningen av pensjonsfond, viser at det ikke er slik at høye kostnader uten videre kan betraktes som investeringer man påtar seg for å sikre gode resultater. Verdiskapingen i forvaltningen later til å være uavhengig av kostnadsnivået. Ettersom kostnader er sikre fradrag i avkastningen, og merinntektene er usikre, følger det at god kostnadskontroll er viktig for den langsiktige avkastningen.

Datamaterialet viser også at gjennomsnittet av pensjonsfond ikke makter å skape merverdi ved å drive aktiv forvaltning. Det er heller ikke noen sammenheng mellom graden av aktiv forvaltning og den meravkastningen som oppnås.

Denne kunnskapen har Norges Bank lagt til grunn ved utviklingen av strategien for hvordan man skal oppnå høyest mulig avkastning i forhold til referanseporteføljen som er fastsatt av Finansdepartementet. Det er lagt stor vekt på å hol-

de kostnadene nede. Viktige grep her er å skille mellom indeksforvaltning og aktiv forvaltning, og å tilstrebe lavest mulige transaksjonskostnader. Videre er et viktig element at den aktive forvaltningen skal være fokusert: man skal kun drive aktiv forvaltning innen markeder der det er rimelig høy sannsynlighet for å lykkes. Strategien er nærmere beskrevet i en temaartikkel³ i årsrapporten for 1999.

Sammenligning av forvaltningskostnadene i Petroleumsfondet med kostnadene i andre fond kan gi grunnlag for å etablere en norm for hva som er riktig kostnadsnivå. Men vi ser at slike kostnadssammenligninger ikke er enkle å gjennomføre på en meningsfull måte. Helt sammenlignbare fond finnes ikke, slik at det alltid må korrigeres for forskjeller i aktivsammensetning og forvaltningsstil. Korreksjonene blir heller aldri riktige i noen absolutt forstand. I siste omgang må det brukes skjønn når en setter normkostnaden for forvaltningen. Normkostnaden er dermed

bare et grovt mål for hvor høye kostnader som bør tillates.

Normkostnaden kan ikke i noe fall være uavhengig av hvordan forvaltningen drives, og vil derfor ikke ligge fast over tid. Det vil i noen tilfeller være slik at høyere kostnader er ønskelige for å oppnå høyere forventet avkastning. Et slikt tilfelle er anvendelse av avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Det er kostnader som bare påløper om det kommer høyere inntjening enn forventet. Da må normkostnaden ta hensyn til det. I praksis foretas løpende avveininger mellom de kostnader en pådrar seg i forvaltningen og den inntjening en forventer som følge av det. For å kunne vurdere om forvaltningen drives effektivt, må en se på kvaliteten av slike avveininger. En slik etterkontroll gir mer hensiktsmessige styringssignaler enn en ren kostnadskontroll.



³ Temaartikkel 1: «Strategi for høyest mulig avkastning.»

Utfordringer i drift av porteføljer og styringen av risiko

Flere forhold gjør forvaltningen av Statens petroleumsfond til en enestående oppgave også i internasjonal sammenheng: Det tilføres hvert kvartal store beløp til investering i markedene, samtidig som resultatet av forvaltningen måles løpende, med store krav til styring av risiko og åpenhet om resultater og kostnader. Over tid vil transaksjonskostnadene knyttet til å investere nye midler utgjøre en vesentlig kostnad i forvaltningen. Norges Bank legger derfor stor vekt på å innrette virksomheten slik at transaksjonskostnadene holdes lavest mulig. Videre er det klare mål om å overvåke risikoen og å følge resultatbidragene i forvaltningen med stor grad av presisjon. I denne artikkelen presenteres de viktigste drifts- og styringsoppgaver i den operative forvaltningen av Petroleumsfondet.

Investering av nye midler

Petroleumsfondet er siden starten tilført 314 milliarder kroner til investering i de internasjonale kapitalmarkedene. En viktig del av forvaltningen er å foreta disse investeringene på billigst mulig måte. Særlig det siste året har det vært svært viktig å fokusere på denne delen av forvaltningsoppgaven.

Tilførsel av nye midler til Petroleumsfondet portefølje av internasjonal valuta over et år avhenger av overskuddet på statsregnskapet for året. Siden den nøyaktige størrelsen på

overskuddet først blir kjent i ettertid, fastsettes overføringene ut fra Finansdepartementets anslag på overskuddet. Dagens ordning er at dette overføringsbeløpet fordeles på fire overføringsdager i løpet av året, mens forskjellen mellom forventet og faktisk overskudd på statsregnskapet jevnes ut i forbindelse med den første overføringen neste år.

Rent teknisk skjer overføringen av midler ved at Finansdepartementet flytter norske kroner fra statens folio-konto over til Petroleumsfon-

det kronekonto i Norges Bank. Norges Bank Kapitalforvaltning sørger samtidig for å overføre fordringer for et tilsvarende beløp i utenlandsk valuta fra valutareservene til Petroleumsfondets internasjonale portefølje.

Valutafordringene som skal over til Petroleumsfondet, tas i dag fra en særskilt delportefølje innen valutareservene. Denne Petrobufferporteføljen mottar på forhånd valutafordringer fra to kilder. For det første mottas løpende valutainntekter fra SDØE (Statens

direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten), uten noen omvei om norske kroner. For det andre kjøper Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank daglig valuta i markedet, som overføres til Petrobufferporteføljen.

Forvaltningen av Petrobufferporteføljen sikrer altså at kjøpene av internasjonale verdipapirer skjer over tid og ikke kun på de dagene Finansdepartementet overfører midler til Petroleumsfondet. Dette er en oppgave Norges Bank har påtatt seg for å redusere om-

Tabell 1: Kostnader ved investering av nye midler i aksjemarkedene i 2000. Tusen kroner og basispunkter (hundredeler av et prosentpoeng)

Dato for tilførsel	31. mars	30. juni	29. sept.	30. nov.	Sum 2000	Basispkt.
Beløp investert	6 495 276	18 063 224	19 205 304	20 687 790	64 451 594	
Kostnader ved kjøp av aksjefutures						
- direkte	109	1 091	1 332	1 409	3 941	0,6
- indirekte	6 411	5 506	19 489	10 482	41 888	6,5
Kostnader ved kjøp av fysiske aksjer						
- direkte	8 021	23 822	40 124	14 288	86 254	13,4
- indirekte	2 793	2 350	7 964	15 504	28 612	4,4
Sum transaksjonskostnader	17 335	32 769	68 909	41 682	160 695	24,9

fanget av og kostnadene ved kjøp og salg av verdipapirer og valuta, regnet samlet for valuta-reservene og Petroleumsfondet. Begge porteføljer er i siste instans statlig formue, og det er fornuftig å se forvaltningen av dem i sammenheng.

Petrobufferporteføljen består i hovedsak av statsobligasjoner utstedt av de land Petroleumsfondet kan investere i, og av futurekontrakter på aksjeindekser i de samme landene.

Verdien av en futurekontrakt følger tilnærmet verdien av den underliggende aksjeindeksen, og kontrakten gir dermed nær samme avkastning som om en hadde kjøpt alle de enkeltaksjer som inngår i indeksen. Motverdien av futurekontraktene holdes som kontantinnskudd i store banker med høy kreditt-rating. Markedene for slike futurekontrakter er svært likvide og har lave transaksjonskostnader. Det er dermed en billig måte å oppnå eksponering mot aksjemarkedene på.

Det er imidlertid ikke hensiktsmessig å beholde futurekontrakter over lang tid, fordi det da med jevne mellomrom vil påløpe kostnader til rulle-ring av kontraktene. Når fordringene blir overført til Petroleumsfondet, vil futurekontraktene derfor i løpet av kort tid bli solgt. I stedet vil det bli kjøpt enkeltaksjer. Til en viss grad kan tidspunktene for slike handler velges med sikte på å oppnå lave transaksjonskostnader. Et eksempel kan være at en annen stor investor ønsker å selge en aksjeportefølje som passer for Petroleumsfondet, slik at det kan gjennomføres en såkalt «crossing» mellom Petroleumsfondet og denne investoren. Det betyr at handelen avtales utenom det ordinære meglerapparatet. Men de største volumene handles som programhandler i det ordinære markedet, det vil si at det leg-



ges inn kjøpsordrer for svært mange ulike aksjer samtidig.

Tabell 1 gir en oversikt over Petroleumsfondets kostnader ved å investere nye midler i aksjer i 2000. Petroleumsfondet ble i løpet av året tilført 150 milliarder kroner fra Finansdepartementet. Av dette ble 64,5 milliarder investert i aksjemarkedene. Ved kjøp av futurekontrakter påløper direkte kostnader til gjennomføring og avregning av handelen, men disse kostnadene er små. Viktigere er de indirekte kostnader som kan påløpe ved at prisene på futurekontraktene ikke nøyaktig gjenspeiler prisene på de underliggende aksjene. Det er en tendens til slik skjevprising rundt hvert kvartalsskifte, som er tidspunktet da futurekontraktene i Petrobufferporteføljen normalt overføres til Petroleumsfondet. I 2000 utgjorde slik skjevprising en kostnad på 0,065 prosent eller 6,5 basispunkter av totalt investert beløp. (For Petrobufferporteføljen og Petroleumsfondet sett under ett er dette imidlertid ikke en kostnad.)

Kostnadene ved kjøp av fysiske aksjer er høyere. De direkte kostnadene omfatter meglerhonorarer og omsetnings-skatter. Samlet meglerkommissjon utgjorde 4 basispunkter, mens skatter og avgifter utgjorde 9,4 basispunkter – til sammen 13,4 basispunkter av totalt investert beløp. Omset-

ningsskatten er særlig høy i Storbritannia, der 17 prosent av aksjeporteføljen blir investert. De indirekte kostnadene består av forskjellen mellom den kjøpskurs som ble oppnådd og gjennomsnittlig omsetningskurs den dagen handelen ble gjennomført. Avvik her kostet 4,4 basispunkter av totalt investert beløp. Dette anses som meget lavt.

Til sammen var kostnadene ved å investere 64,5 milliarder kroner i aksjemarkedene på 160,7 millioner kroner, som utgjør 24,9 basispunkter av investert beløp (og 11 basispunkter av den samlede aksjeporteføljen). Dette er et kostnadsnivå i underkant av det som er normalt når nye midler skal investeres. Fordi tilførselen i 2000 var så stor, ble investeringskostnadene også en betydelig belastning for resultatet av aksjeforvaltningen. Uten disse investeringskostnadene ville avkastningen på Petroleumsfondets aksjeportefølje vært om lag 11 basispunkter høyere.

Petroleumsfondets renteportefølje ble i 2000 tilført 85,5 milliarder kroner. Kostnadene ved kjøp av rentepapirer er langt lavere enn ved kjøp av aksjer. Det betales verken meglerhonorar eller omsetnings-skatter. Kostnadene påløper i stedet ved at det er forskjell på kjøps- og salgskurser i markedene. Petroleumsfondet må kjøpe til kjøpskurser som er

høyere enn de salgskurser som brukes ved beregning av avkastningen på referanseporteføljen. En stor del av obligasjonene som tilføres Petroleumsfondet kjøpes inn i Petrobufferporteføljen og overføres ved kvartalsskifte til midtkurs mellom kjøps- og salgskurser.

Innenfor Petroleumsfondet ble det i 2000 gjennomført rentehandling med en markedsverdi på om lag 35 milliarder kroner som ledd i innfasingen av nye midler. Dette er langt mindre enn tilført beløp, fordi de fleste kjøpene som nevnt foretas i Petrobufferporteføljen før overføring til Petroleumsfondet. De 35 milliardene var fordelt på om lag 200 handler med 30 forskjellige motparter. Resultatet av hver og en av disse handelene ble målt i forhold til kursene som brukes ved verdsetting av referanseporteføljen, det vil si mot sluttkursene de dagene da handelene ble gjort. Målt mot disse referansekursene ga handelene i gjennomsnitt et positivt resultat for Petroleumsfondet, til tross for den forventede spreadkostnaden.

Til Petrobufferporteføljen ble det i 2000 kjøpt aksjefutures for mer enn 60 milliarder kroner og obligasjoner for mer enn 90 milliarder. I tillegg ble det foretatt valutatransaksjoner til en verdi av mer enn 50 milliarder kroner. Kostnadene ved disse transaksjonene kan anslås til 30-50 millioner kroner. Innen forvaltningen av obligasjoner er dette i hovedsak kostnader som ville påløpt også om formålet kun var å bygge opp valuta-reservene. Kostnadene ved å kjøpe eksponering i aksjemarkedet gjennom aksjefutures er noe høyere. Norges Bank anser at meravkastningen over tid ved å være eksponert i aksjemarkedet mer enn oppveier disse merkostnadene.

Rebalansering av Petroleumsfondets portefølje

Finansdepartementet har definert en referanseportefølje for forvaltningen av Petroleumsfondet (se beretningsdelen). Referanseporteføljen konkretiserer strategien til eieren av fondet og er samtidig et utgangspunkt for å måle Norges Banks prestasjoner som operativ forvalter.

Referanseporteføljen består av de aksjer som inngår i FTSE-indeksen i de land aksjeporteføljen kan investeres i, og av de statsobligasjoner som inngår i Salomon Smith Barney-indeksen i de land renteporteføljen kan investeres i. Dette er anerkjente indekser som brukes av mange internasjonale investorer. Indeksene er nærmere beskrevet i en temaartikkel om «Sammensetningen av Petroleumsfondets portefølje» i årsrapporten for 1998.

De ulike landindeksene for aksjer og obligasjoner veies sammen slik at aksjeandelen blir 40 prosent og obligasjonsandelen 60 prosent, og videre slik at fordelingen på regionene Europa, Amerika og Asia/Stillehavsområdet blir 50/30/20. Innen hver region brukes samlet markedsverdi av de selskaper som inngår i FTSE-indeksen som vekter for aksjeporteføljen, mens landenes brutto nasjonalprodukt brukes som vekter for obligasjonsporteføljen. Se temaartikkelen det er vist til ovenfor for en mer detaljert beskrivelse av dette.

Landvektene fastsettes ved hvert kvartalsskifte, og er deretter faste gjennom kvartalet. Det betyr at andelene til de to aktivklassene og til de tre regionene innen hver aktivklasse vil bli endret som en følge av endringer i markedsprisene. Dersom aksjekursene gjennom kvartalet stiger relativt mer enn obligasjonskursene, vil aksjeandelen i referanseporteføljen bli høyere enn de 40 prosent den skal være. Dersom aksjekursene i Europa stiger relativt mer enn aksjekursene i Amerika og Japan/Stillehavsområdet, vil Europaandelen i aksjedelen av porteføljen bli høyere enn de 50 prosent den skal være, og så videre.

Sammensetningen av referanseporteføljen blir derfor oppdatert med jevne mellomrom, slik at en kommer tilbake til de vektene som Finansdepartementet har lagt til grunn. En slik oppdatering kalles en rebalansering og gjøres vanligvis ved hvert kvartalsskifte. Når referanseporteføljen oppdateres på denne måten, vil den faktiske porteføljen til Petroleumsfondet bli tilpasset den nye referanseporteføljen. Siden det drives aktiv forvaltning av Petroleumsfondet, med planlagte avvik fra referanseporteføljen, skal likevel ikke den faktiske porteføljen bli helt lik referanseporteføljen. Men de avvikene som ikke er planlagt som en del av den aktive forvaltningen, vil bli eliminert.

Rebalanseringen av den faktiske porteføljen er en omfattende prosess som krever stor ressursinnsats i Norges Bank Kapitalforvaltning de dagene den pågår. Omfanget av kjøp og salg av verdipapirer avhenger i utgangspunktet av hvor store avvik det er som skal korrigeres. Helt presis informasjon om det får vi ikke før vi kjenner alle eksterne forvalteres porteføljer og markedsprisene den dagen da rebalanseringen skjer. Det vil si at informasjonen kommer i ettertid. Handlene som gjennomføres på rebalanseringsdagen må derfor bygge på porteføljesammensetningen og markedsprisene dagen før. Det gjøres deretter en framskriving på grunnlag av gjennomsnittlig markedsutvikling, men helt presist blir ikke dette. Det må derfor gjøres noen korreksjoner de første dagene etterpå.

Dersom rebalansering skulle gjennomføres i en portefølje som ikke får nye tilførsler av midler, ville behovet for kjøp og salg av verdipapirer kunne bli svært stort. Petroleumsfondet er i den heldige stilling at det regelmessig får tilført nye midler. For å begrense tallet på transaksjoner foretas rebalansering alltid på en dag da det samtidig overføres nye midler til fondet.

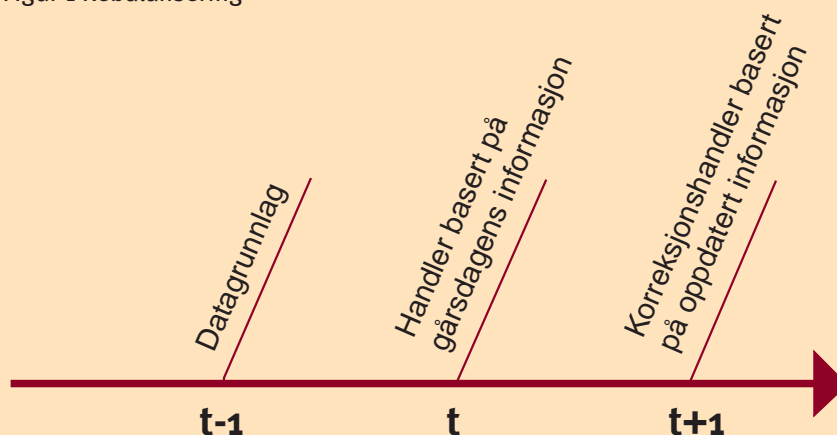
Det betyr at man vanligvis ikke trenger å selge verdipapirer. Man kan i stedet tilpasse kjøpene av nye verdipapirer slik at de sammen med den gamle porteføljen passer til den nye referanseporteføljen. Dersom man for eksempel skal redusere aksjeandelen i Petroleumsfondets faktiske portefølje, oppnås det ved at man i hovedsak bruker de nye midlene til å kjøpe obligasjoner.

Verken i rente- eller aksjeporteføljen ble det nødvendig å selge papirer som ledd i rebalanseringen i 2000. Det påløp dermed ikke større kostnader enn de som følger av at nye midler skulle investeres, se ovenfor.

Dagens regime er altså rebalansering ved hvert kvartalsskifte og i hovedsak fast referanseportefølje innenfor kvartalet. Det fungerer bra så lenge overføringene av nye midler til fondet er store i forhold til størrelsen på fondet. Men dersom overføringene blir relativt mye mindre, kan det bli nødvendig å foreta samtidige salg og kjøp av papirer som et ledd i rebalanseringen. Transaksjonsvolumene kan tenkes å bli svært store dersom markedene i ulike aktivklasser og regioner har beveget seg i ulike retninger.

Det forhold at fondet vokser medfører at overføringsbeløpene over tid vil bli mindre, regnet som andel av fondet. Forventede transaksjonskostnader på grunn av rebalansering vil da øke. Det er mulig å motvirke dette ved å redusere rebalanseringsfrekvensen. Det vil i så tilfelle medføre større og mer langvarige avvik fra det definerte utgangspunktet for vektene i referanseindeksen.

Figur 1 Rebalansering



Etablering av porteføljer til ekstern forvaltning

Ved utgangen av 2000 var 79 prosent av Petroleumsfondets aksjeportefølje og 10 prosent av renteporteføljen forvaltet av eksterne forvaltere. Av aksjeporteføljen var om lag halvparten hos eksterne indeksforvaltere, mens nesten en fjerdedel var hos eksterne aktive forvaltere. All ekstern forvaltning i renteporteføljen var i aktive mandater, og andelen av slik ekstern forvaltning vil antakelig øke noe framover. Petroleumsfondet har også eksterne aktive forvaltere innen taktisk aktivaallokering. Disse har bare mindre porteføljer, men har likevel en betydelig ramme for å ta aktive beslutninger.

De eksterne forvalterne får overført ferdig investerte porteføljer fra Norges Bank, både når de får midler for første gang og når de eventuelt får økte midler til forvaltning. Den viktigste grunnen til at Norges Bank selv gjennomfører disse transaksjonene er Norges Banks ansvar for at Petroleumsfondets midler blir investert til lave transaksjonskostnader. Norges Bank er i særstilling med de store beløp som hvert år skal inn i markedene, og har derfor utviklet spesialkompetanse for denne typen virksomhet. Bedre kompetanse på disse om-

rådene i Norges Bank enn hos de eksterne forvalterne er en viktig grunn til at banken velger selv å etablere porteføljene til de eksterne.

Ved vurdering av den forvaltning som de eksterne forvalterne utfører, er det viktig å ha gode tall for oppnådd avkastning. De aller fleste aktive forvalterne har avtaler som sier at godtgjøringen for forvaltningen avhenger av oppnådd meravkastning. Norges Bank legger vekt på at avkastningen skal kunne måles fra den dag forvalterne mottar midler til forvaltning. Men dersom forvalterne fikk overført kontanter, måtte de foreta kjøp av verdi-

papirer før forvaltningen kunne starte. Av hensyn til transaksjonskostnadene måtte det skje over tid. Da ville Norges Bank ikke kunne måle forvalternes avkastning i etableringsperioden.

De porteføljer som overføres til eksterne forvaltere, består som hovedregel av fysiske verdipapirer. Porteføljene blir satt sammen etter ønske fra de forvaltere som skal overta dem. Indeksforvaltere får porteføljer som svarer til sammensetningen av den indeks forvalteren skal replikere. Aktive forvaltere kan velge en annen sammensetning enn den indeksen de blir målt mot, for å kunne ha de posisjoner de ønsker fra overtakelsesdagen.

De samme prosedyrer som gjelder for første gangs tilførsel av midler til en ekstern forvalter, gjelder også ved senere tilførsler. Norges Bank har videre rutiner for terminering av mandater. Avtalene med eksterne forvaltere gir banken rett til å avslutte et mandat uten forvarsel. Når en forvalter får beskjed om at mandatet skal opphøre, overtar Norges Bank porteføljene, enten for intern forvaltning eller for overføring til en annen ekstern forvalter.



Risikostyring av porteføljen

Finansdepartementet har fastsatt grenser for hvor store avvik det kan være mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen, se for eksempel beretningsdelen i denne årsrapporten og artikkelen om relativ volatilitet i årsrapporten for 1999. Norges Bank må regelmessig forsikre seg om at totalporteføljen er innenfor de grenser som er satt, og eventuelt korrigerer sammensetningen dersom det er fare for at grensene vil bli overskredet. Til nå har avvikene aldri vært så store at det har blitt nødvendig å foreta korreksjoner av den grunn.

Det foretas imidlertid løpende korreksjoner for mindre, men likevel uønskede avvik fra referanseporteføljen. For å kunne identifisere slike avvik og hvilken type avvik det er snakk om, må Norges Bank ha løpende oversikt over sammensetningen av både referanse- og totalporteføljen. Informasjon om delporteføljene til hver enkelt forvalter og porteføljene som forvaltes internt, oppdateres daglig i en database i Norges Bank. En nærmere beskrivelse av informasjonsstrømmene som kreves for å få dette til, finnes i artikkelen om styring av risiko i årsrapporten for 1998. På grunnlag av opplysningene i databasen lager Norges Bank analyser av avvikene mellom den faktiske porteføljen og refe-

ranseporteføljen, og avgjør om det bør foretas korreksjoner i sammensetningen av den faktiske porteføljen.

Avvik innenfor aksjeporteføljen korrigeres vanligvis ved kjøp eller salg av aksjefuturekontrakter. Dette er kontrakter som er knyttet til brede markedsindekser i hvert land. Dersom Norges Bank ønsker å redusere aksjeinvesteringene i et marked, selger vi futurekontrakter i dette markedet. Dersom Norges Bank ønsker å øke aksjeinvesteringene i et marked, kjøper vi futurekontrakter. I noen tilfeller handler vi også med enkeltaksjer. Det gjelder særlig dersom formålet er å regulere eksponeringen mot spesielle sektorer.

Avvik innenfor renteporteføljen korrigeres tilsvarende ved handel med enten rentefuturekontrakter eller med enkeltobligasjoner. Siden likviditeten er gjennomgående høy og kostnadene forbundet med handel i enkeltobligasjoner lave, brukes kjøp og salg av enkeltpapirer i mye større grad enn for aksjeporteføljen.

Avvik fra referanseporteføljen oppstår av en rekke ulike grunner. For eksempel kan høy avkastning i enkelte aktive mandater over forholdsvis kort tid gi store skjevheter i fordelingen på aktivaklasser og land i porteføljen. I den grad disse skjevhetene ikke er begrunnede aktive

posisjoner, vil de bli korrigert. Et annet eksempel er at tilførsler av nye midler til fondet ikke alltid har ønsket sammensetning, slik at justeringer må foretas i ettertid.

Den aktive forvaltningen drives av en rekke ulike forvaltere, som hver har sin spesielle referanseportefølje tilpasset den forvaltning som skal drives. Det er ikke nødvendigvis slik at summen av forvalternes referanseporteføljer blir lik den referanseportefølje som gjelder for hele Petroleumsfondet. Som følge av det kan det oppstå avvik som må korrigeres i den sentrale risikostyringen.

De aktive forvalterne tar posisjoner uavhengig av hverandre. Investeringsmandatene inneholder grenser som skal sikre at de heller ikke i sum skal komme utenfor de retningslinjer som gjelder for fondet. Summen av de ulike forvalteres posisjoner kan likevel utgjøre en større posisjon for fondet enn det Norges Bank mener er betryggende. Det kan for eksempel være situasjoner der avkastningen til fondet blir svært avhengig av en enkelt underliggende forklaringsfaktor, eller til og med av et enkelt selskap. I enkelte situasjoner vil Norges Bank korrigerer for denne uønskede risikoeksponeringen.

Utlån av verdipapirer

Utlån av verdipapirer er en inntektskilde både innenfor aksje- og renteforvaltningen. I år 2000 ble utlånsinntektene til Petroleumsfondet om lag 138 millioner kroner, med noe over halvparten fra utlån av rentepapirer og noe mindre enn halvparten fra utlån av aksjer. Utlån gjøres som regel for noen dager av gangen. Låntakerne kan for eksempel være forvaltere som har solgt

papirer de ikke har, og som derfor må låne for å kunne levere papirene til kjøper.

Fondets verdipapirer er samlet i et lite antall depotinstitusjoner, uavhengig av hvilken forvalter som har kjøpt papirene. Utlånsvirksomheten er basert på beholdningene i disse depotene. Det er mest vanlig at investorene lar depotinstitusjonene stå for utlånene. Disse institusjonene tar

da en andel av utlånsinntektene som betaling for tjenesten. Dette er den ordning Norges Bank i dag har for aksjeporteføljen, med Chase Manhattan Bank som operatør for utlånsvirksomheten. For renteporteføljen driver Norges Bank selv en omfattende utlånsvirksomhet, og bruker bare depotinstitusjonene som supplement.

Norges Bank har et overordnet ansvar for at utlånsvirksomheten fra Petroleumsfondets portefølje drives mest mulig lønnsomt. Vi vil løpende vurdere de ulike løsninger for organisering av utlånsvirksomheten mot hverandre og foreta endringer i dagens ordning når vi finner det regningssvarende for fondet.

Oppsummering

Petroleumsfondets portefølje av internasjonale verdipapirer ble tilført 150 milliarder kroner i 2000. Investeringen av disse midlene i verdipapirmarkedene medførte direkte og indirekte transaksjonskostnader på 160 mill. kroner i aksjeporteføljen, tilsvarende 0,25 prosent av de investerte midlene. Transaksjonskostnader vil nødvendigvis påløpe når tilført kapital skal investeres. Det vil trolig følge flere år med betydelig tilførsel. Dermed får kostnadene som er knyttet til å investere mid-

lene i markedene, stor betydning for Petroleumsfondets netto avkastning. Norges Bank er klart innforstått med betydningen av å gjennomføre slike investeringer på en effektiv og betryggende måte. Banken har derfor bygget opp ekspertise og rutiner for å investere store porteføljer over tid med minimale transaksjonskostnader. Dette apparatet brukes også når eksterne forvaltere tilføres midler.

Finansdepartementet måler Norges Banks prestasjoner som forvalter i forhold til en

fastsatt referanseportefølje. Referansen oppdateres kvartalsvis, og det får også konsekvenser i form av tilpasninger av porteføljen Norges Bank forvalter. Slike tilpasnings-transaksjoner (rebalanseringer) kan være betydelige, men tilflyten av nye midler brukes systematisk for å holde omfanget av transaksjonene nede. Siden Norges Bank måles nøyaktig i forhold til referansen legger man stor vekt på å styre de ulike delporteføljene på en slik måte at man bare tar aktive posisjoner som er tilsik-

tet. Denne styringen av risiko foregår løpende.

Norges Bank har et sterkt fokus på å oppnå en mest mulig effektiv tilførsel av nye midler og løpende drifting av porteføljene, og på å styre risikoen i forvaltningen. Dette er oppgaver som følger av at Norges Bank har det overordnede ansvaret for forvaltningen av Petroleumsfondet, og er uavhengig av hvor stor del av forvaltningen Norges Bank velger å sette ut til eksterne forvaltere.



Aksjeinvesteringer i nye land

Tidlig i 2001 ble aksjeinvesteringene i Petroleumsfondet utvidet til å omfatte fem såkalt framvoksende markeder; Brasil, Mexico, Tyrkia, Taiwan og Sør Korea. Rundt 2 prosent av aksjeporteføljen er plassert i disse landene. Dette avspeiler omtrent størrelsen på markedene. I denne artikkelen beskrives kriteriene som er lagt til grunn for å utvide aksjeinvesteringene til nye markeder. Det gis beskrivelser av oppgjør- og avregningssystemene i de framvoksende markedene og av markedenes størrelse og likviditet. Videre presenteres data for historisk avkastning og risiko. Beslutningen om å inkludere de framvoksende markedene blant Petroleumfondets aksjeinvesteringer er tatt av Finansdepartementet etter råd fra blant annet Norges Bank.

Finansdepartementet åpnet i Nasjonalbudsjettet 2000 for aksjeinvesteringer i syv framvoksende markeder. Disse ble imidlertid ikke inkludert i referanseporteføljen, blant annet fordi det var behov for å vurdere egnede indekser og fordi Norges Bank trengte tid for å forberede utvidelse av forvaltningen. I Nasjonalbudsjettet 2001 ble det varslet at referanseporteføljen ville bli utvidet med seks land: Brasil, Hellas, Mexico, Tyrkia, Taiwan og Sør Korea. Det syvende landet som året før ble godkjent for aksjeinvesteringer, Thai-

land, er lite og ble av operative hensyn ikke inkludert i referanseporteføljen.

Hellas ble opptatt som medlem i Den økonomiske og monetære union fra og med 1. januar 2001. Finansdepartementet har tatt utgangspunkt i den anerkjente markedsindeksen MSCI World Indeks for å skille mellom utviklede og framvoksende markeder. Indeksleverandøren har valgt å redefinere Hellas fra framvoksende marked til utviklet marked fra mai 2001. I oversikten under er Hellas ikke tatt med blant de framvoksende markedene.

Finansdepartementet har basert sine beslutninger om endring av landlisten og referanseporteføljen blant annet på vurderinger som Norges Bank har oversendt i brev. Brevene og Finansdepartementets vurderinger er gjengitt i Revidert nasjonalbudsjett 1999, Nasjonalbudsjettet 2000 og Nasjonalbudsjettet 2001. Etter forskrift om Statens petroleumsfond kan summen av investeringer i de framvoksende markedene ikke overstige 5 prosent av verdien til aksjeporteføljen i Petroleumsfondet.

Hva er framvoksende aksjemarkeder?

Det eksisterer ikke et entydig sett av kriterier som definerer framvoksende aksjemarkeder. I mange sammenhenger nyttes et generelt økonomisk kriterium; gjennomsnittsinntekten i landet, målt ved bruttonasjonalprodukt per innbygger. Deres landets gjennomsnittsinntekt ikke overstiger Verdensbankens grense for høyinntektsland, defineres landet som en framvoksende økonomi. Dette har vært en vanlig måte

å definere framvoksende økonomier og markeder på.

Gjennomsnittsinntekten målt i en felles valuta påvirkes imidlertid i betydelig grad av valutakurssvingninger og kan vokse raskt i enkelte land uten tilsvarende utvikling av aksjemarkedet. Det er heller ingen entydig sammenheng mellom et lands inntekt og aksjemarkedet. Flere kvalitative trekk ved framvoksende markeder, som kvaliteten på regulering,

overvåking, gjennomsiktighet og regnskapsstandarder, bør tillegges vekt i en avgrensning mellom utviklede og framvoksende markeder. Også størrelsen av verdipapirmarkedet i økonomien bør være en sentral faktor i grensedragningen. De mest kjente indeksleverandører nytter nå en kombinasjon av slike faktorer for å skille mellom utviklede og framvoksende aksjemarkeder.

De framvoksende økonomie-

nes andel av samlet BNP i verden i 1998 var om lag 22 prosent, mens deres andel av verdens befolkning var 85 prosent. Markedsverdien av de framvoksende aksjemarkedene utgjorde nesten 9 prosent av verdens samlede aksjemarkedsverdi i 1999¹. Målt som andel av norsk import har framvoksende økonomier en vekt på om lag 15 prosent.

I perioden fra 1960 og framover har den økonomiske vek-

¹ Standard & Poor's: Emerging Stock Markets Factbook 2000. Om lag 80 land regnes blant de framvoksende økonomiene. I mange av disse landene finnes ikke noe aksjemarked. Blant de som har, er markedene i mange tilfeller svært små, illikvide og uten godt fungerende oppgjør- og avregningssystemer.

sten i framvoksende økonomier i gjennomsnitt vært større enn i utviklede økonomier. Dette skyldes primært at de framvoksende økonomiene har akkumulert kapital og økt arbeidsstyrken i et langt raskere tempo enn industrilandene. Disse økonomiene vil også i framtiden kunne ha høyere økonomisk vekst enn de utviklede økonomiene. Det er flere grunner til dette. Veksten starter fra et mye lavere velferdsnivå, og avkastningen på både investeringer i realkapital og utdanning kan derfor bli større. Det er også indikasjoner på at investeringene vil vokse raskere enn i utviklede økonomier i årene framover. Potensialet for utdanning av befolkningen er betydelig. En annen viktig faktor som vil kunne føre til høyere økonomisk vekst i framvoksende økonomier, er at befolkningen og antall sysselsatte øker raskt i disse landene. Mulighetene til å bedre effektiviteten i økonomien gjennom strukturelle reformer i offentlig og privat sektor er også store. Den framtidige avkastningen på investeringer i framvoksende aksjemarkeder vil blant annet avhenge av den framtidige økonomiske veksten i de framvoksende økonomiene.

Framvoksende økonomier har en næringsstruktur som er svært ulik næringsstrukturen i utviklede økonomier. Penge- og finanspolitikken er ulik, de institusjonelle og juridiske regimene er forskjellige, og disse landene står overfor andre utfordringer enn de utviklede landene.

BRASIL:

- Sentralbanken overvåker investeringer fra utlendinger og handel i statspapirer. Verdipapirkommisjonen overvåker porteføljinvesteringer fra utlendinger og kontrollerer børshandelen for uvanlige prisbevegelser og volumer. Markedsaktørene vurderer komisjonen som effektiv i forhold til overvåking og hindring av markedsmanipulasjon og innsiddehandel. Det er fortsatt behov for visse justeringer av det juridiske rammeverket, men Brasil ligger langt framme i forhold til andre framvoksende markeder.
- Registrerings- og depotsystemene er tilfredsstillende og på høyde med systemene i utviklede markeder.
- Det er innført prosedyrer som bidrar til å sikre at verdipapirer og betaling finner sted på avtalt tidspunkt.
- Oppgjørsdag er tre dager etter handelsdag. Rettskraftig overføring av verdipapirer skjer to dager etter oppgjørsdag og etter at betaling har funnet sted. Dette fører til opp til to dagers eksponering mot det sentrale verdipapirregisteret. Rettskraftig betaling mottas på oppgjørsdagen, men reflekteres i selgers sentralbankkonto først morgenen etter. Dette betyr at selger har sikkerhet for pengene på oppgjørsdag, men først kan disponere midlene dagen etter oppgjørsdag.

Både på kort og lang sikt vil framvoksende økonomier være utsatt for andre typer sjokk enn utviklede økonomier. Framvoksende økonomier har ofte et konjunkturfølge som avviker fra utviklede økonomier, og lav samvariasjon mellom avkastningsrater i ulike land kan skyldes at landene har økonomiske sykler som er ute av fase. Som et utgangspunkt kan en vente at samvariasjonen i avkastningsrater er lav ved stor geografisk avstand, ingen felles tilhørighet til institusjonelle valutakursordninger, lite samhandel, betydelige kulturelle forskjeller og ulikheter i økonomisk basis. For en internasjonal investor som Statens petroleumsfond kan derfor investeringer i framvoksende

markeder bidra til å redusere porteføljens samlede risiko.

Landrisiko kan ses som en kombinasjon av politisk og makroøkonomisk risiko. Politisk risiko materialiseres når myndighetene i et land eksproprierer eiendom, innfører valutarestriksjoner eller handelsrestriksjoner, endrer skattelovgivningen og innfører andre regler som begrenser utbytte og rentebetalinger og som reduserer verdien av aksjer og obligasjoner. Makroøkonomisk risiko er blant annet knyttet til finans- og pengepolitikken innretning, samt hvor utsatt landet er for økonomiske sjokk. Landrisikoen ved investeringer i framvoksende markeder er vesentlig større enn ved investeringer i utviklede markeder.

Oppgjørs- og avregningssystemer

For strategiske formål, dvs for beslutninger om hvilke land som bør inngå i investeringsuniverset og referanseporteføljen, representerer kravene til oppgjørssystemer og verdipapirregistre minimumskrav. Generelt er det slik at den forventede avkastningen på en verdipapirportefølje øker med porteføljens markedsrisiko. Det er ingen slik sammenheng mellom oppgjørssystemer og forventet avkastning. Investorene kan ikke tjene penger på å ta oppgjørssystemer, og de vil derfor være interessert i at denne risikoen skal være så liten som mulig.

Da Norges Bank startet prosessen med å vurdere framvoksende aksjemarkeder som bakgrunn for rådgivningen til Finansde-

partementet, ble markedene i nesten 30 land vurdert. I disse landene er standarden på aksjemarkedene vesentlig bedre enn i de øvrige framvoksende økonomiene. Til slutt stod en igjen med 7 markeder (inkludert det greske). Flere av de landene som ble utelatt tilfredsstilte ikke de kravene til oppgjørs- og avregningssystemer, lovgivning og tilsyn som det er ønskelig å stille til et marked en vurderer å investere i.

Det er naturlig å stille flere krav til oppgjørssystemene i land som Petroleumsfondet investerer i.

Det er viktig at prosessen med å koble handler inkluderer samtlige aktører i transaksjonen, dvs. den lokale depotmottaker, den globale depotmottaker, investo-

rer og lokale mellommenn. Lokale depotmottakere er ansvarlig for 'oppbevaring' av verdipapirene i det enkelte nasjonale marked, mens den globale depotmottakeren skal koordinere og føre tilsyn med oppbevaringen av verdipapirene i de lokale depotene. En kobling mellom de ulike aktørene i oppgjøret reduserer risikoen for feil i levering av og betaling for verdipapirer. Organiseringen på dette området er ikke like god i framvoksende som i utviklede markeder.

I enkelte framvoksende markeder nyttes fysiske oppgjørssystemer. De mest primitive systemene fungerer slik at verdipapirer fysisk må flyttes fra selger til kjøper. I slike systemer er sannsynligheten for

TYRKIA:

- Tilsynsapparatet har så langt ikke vært utsatt for store kriser, og mangler etter vestlig standard noe erfaring, men utvikles i riktig retning. Også det juridiske rammeverket er under utvikling. Vurdert i forhold til andre framvoksende markeder holder lovgivning og tilsyn bra standard, men i forhold til utviklede markeder har Tyrkia fortsatt potensiale for forbedringer.
- Landet har ett sentralt elektronisk register for eierrettigheter. Dette er som i utviklede markeder.
- Depotinstitusjonene søker å kople handler på vegne av klienter, og det eksisterer rutiner som skal sikre at handler gjøres opp som avtalt.
- Oppgjør skjer to dager etter handelsdag. Rettskraftig overføring av eiendomsretten skjer når verdipapirene krediteres depotinstitusjonens konto i sentralregisteret på oppgjørsdag. Dette skjer før betaling finner sted. God betaling mottas ved sjekk eller samme dags elektronisk overføring på oppgjørsdag. Når betalingen gjøres med sjekk påføres selger opp til to dagers eksponering mot lokal megler.

svindel, tyveri, svinn av verdipapirer og forsinkelser som følge av begrenset oppgjørskapasitet, større enn når verdipapirer og betaling overføres i et elektronisk kontosystem.

Mange framvoksende markeder mangler sentrale rettighetsregistre, som f.eks. Verdipapirsentralen i Norge. Flere og desentraliserte rettighetsregistre bidrar til å øke risikoen i oppgjørssystemet.

Det er en klar fordel om eiendomsretten til verdipapirer skifter samtidig som pengeoppjøret finner sted, at dette ikke kan reverseres, og at prosessen er slutført i løpet av maksimalt tre dager. Utviklede markeder har normalt bedre prosedyrer på dette området enn framvoksende markeder.

Fra tid til annen oppstår det feil i handler eller oppgjør, og det er derfor nødvendig med prosedyrer som sikrer feiloppretting og som håndheves konsistent av en uavhengig enhet, som en børs eller et tilsynsorgan. Også på dette området er risikoen normalt mindre i utviklede enn i framvoksende markeder.

Standardiserte og automatiserte informasjons- og meldingssystemer reduserer muligheten for feil og korter også ned på den tiden det tar å oppdage / lokalisere feil. SWIFT er et internasjonalt meldings- og informasjonssystem som nyttes mye, og det vil være en fordel om aktørene i verdipapirmarkedet nytter enten SWIFT eller et lignende system. Slike informasjons- og meldingssystemer er ikke like utbredt i framvoksende som utviklede markeder.

Det er viktig at bestemmelser som er fastsatt for å sikre åpenhet om transaksjoner i markedet håndheves. Videre er det viktig at et kompetent tilsynsorgan med vide fullmakter er etablert og at reguleringer tolkes og håndheves på en konsis-

tent måte. Sentrale områder må være underlagt betryggende lovgivning. Særlig eiendomsrett, kontraktsrett, verdipapirlovgivning, konkursrett, skattelovgivning og domstols- og voldgiftssystemer er viktige komponenter i en vurdering av det legale rammeverket. Framvoksende markeder ligger etter utviklede markeder på disse områdene.

Av de 30 markedene som ble vurdert,

tilfredsstilte 7 markeder (inklusive Hellas) de kravene som det er rimelig å stille for å kunne investere midler fra Petroleumsfondet. Selv for de gjenværende markedene varierer imidlertid kvaliteten på oppgjørs- og avregningssystemer, lovverk og tilsynsmyndigheter, og det er ikke i alle tilfeller samsvar mellom det formelle apparatet og reell oppfølging fra myndighetenes side. Systemene for registrering og oppbevaring av verdipapirer holder imidlertid jevnt over en tilfredsstillende kvalitet i samtlige av landene.

I få av markedene oppnås samtidighet i betaling mot levering, men jevnt over varer risikoeksponeringen over relativt korte tidsrom. Generelt gjelder at motpartene til Norges Bank må oppfylle de kravene til kredittverdighet som er fastsatt i regelverket for kapitalforvaltningen i Norges Bank. Dette begrenser den risikoen banken tar. I rammer gjennomgås enkelte sentrale trekk ved de institusjonelle forholdene i de 6 framvoksende markedene, som ble tatt med i landlisten for Petroleumsfondet fra januar 2000.

MEXICO:

- De operative prosedyrene for tilsynet er under utvikling, og det arbeides med å bedre håndhevingen ved å plassere ansvaret for de ulike delene av lovverket i tilsynsinstitusjonene og derved sikre konsistens i oppfølgingen.
- Depotsystemet har samme kvalitet som i mange utviklede markeder og er bedre enn gjennomsnittet for framvoksende markeder. Aksjer oppbevares i et sentralt depot og eiendomsrett til aksjene overføres i et elektronisk kontosystem.
- Depotinstitusjonene sjekker på vegne av kjøper og selger at antall verdipapirer, pris og leveringstidspunkt er i overensstemmelse med kjøps- og salgsordrene. Disse og andre rutiner bidrar til å sikre at handler gjennomføres som avtalt på oppgjørsdag.
- Oppgjør for aksjer finner sted to dager etter handelsdag. Rettskraftig overføring av eiendomsretten til aksjer er effektiv når papirer mottas i verdipapirregisteret i løpet av oppgjørsdagen. Kontanter er tilgjengelig for ytterligere oppgjør i løpet av dagen, men ikke tilgjengelig for uttak før på slutten av dagen. Det oppstår en ubetydelig intradag eksponering for selger mot avregningsbanken som følge av at selger gir fra seg verdipapirene før betaling godskrives selgers konto senere samme dag.²

TAIWAN:

- Institusjoner som har operert i markedet i flere år, uttaler at regulerende myndigheter har en historie bak seg med effektiv overvåking av markedsaktørene, og at det juridiske rammeverket i verdipapirmarkedet har vært testet og vurderes som effektivt.
- Taiwan har etablert et sentralt rettighetsregister, som er obligatorisk for utlendinger og frivillig for innlendinger. Samtlige aksjehandler må imidlertid gjøres opp via verdipapirregisteret.
- Depotinstitusjonene søker å kople handler på vegne av sine klienter. Myndighetene opererer et sanksjonssystem i form av store bøter, som i praksis i betydelig grad reduserer sannsynligheten for at handler ikke gjøres opp som avtalt.
- Oppgjør skjer to dager etter handelsdag, som er i tråd med internasjonale anbefalinger. Oppgjørssystemet påfører selger en mindre intradag risikoeksponering mot lokal megler og depotinstitusjon. Det skyldes at eiendomsretten til verdipapirene overføres før god betaling mottas. Risikoen vurderes av sentrale aktører som liten.

² Intradag eksponering betyr at risikoen består gjennom deler av dagen, men ikke over natten.

Markedenes størrelse og likviditet

Det er nødvendig å stille krav om en viss størrelse og likviditet i de markedene Petroleumsfondet investerer i. Både krav til oppgjørs- og avregningssystemer og til størrelse og likviditet bidro til å redusere antall aktuelle framvoksende aksjemarkeder fra om lag 30, som var det antall nye markeder som ble vurdert, til 6 markeder. I dette avsnittet sammenlignes størrelse og likviditet i framvoksende markeder med hverandre og med utviklede markeder, som allerede inngikk i fondets investeringsunivers. Det portugisiske aksjemarkedet er det siste markedet som ble inkludert i fondets referanseportefølje, mens markedet i New Zealand er det minste markedet i fondets portefølje.³ Det norske markedet er velkjent og representerer derfor et bra sammenligningsgrunnlag.

Aksjemarkedene i Brasil og Taiwan er store og betydelig større enn i mange utviklede markeder, jf tabell 1. Også markedene i Mexico, Sør Korea og Tyrkia er større enn blant annet markedene i Norge og Portugal. Det er kun aksjemarkedet i Thailand som er mindre enn det portugisiske. Thailand har vært gjennom en omfattende krise som har redusert verdien av landets aksjemarked betydelig de siste årene. Verdien av aksjemarkedet i Thailand har imidlertid i lange perioder på 1990-tallet vært betydelig høyere enn verdien av både det portugisiske og norske markedet.

Det var en betydelig økning i markeds-kapitaliseringen i mange av de framvoksende aksjemarkedene på 1990-tallet. I det brasilianske, meksikanske og tyrkiske markedet har den årlige veksten vært høy. Krisen i de asiatiske landene gjenspeiles i en lav vekst i markeds-kapitaliseringen for disse landene. For øvrig karakteriseres de framvoksende markedene av relativt store variasjoner i de årlige vekstene; et fenomen som reflekterer den høye prisvolatiliteten i disse markedene.

Ved utgangen av 1999 var aksjemarkedet i Taiwan det største markedet blant de 6 landene. Det var også tilfelle ved inngangen til 1990, men den relative størrelsen er betydelig redusert. Relativt sett har

markedene i Brasil og Tyrkia vokst mest.

De 6 landene utgjør en vesentlig andel av den samlede markeds-kapitaliseringen innenfor de enkelte regionene. Markedsverdien av det brasilianske og meksikanske markedet samlet utgjorde ved utgangen av 1999 67 prosent av samlet markedsverdi av framvoksende aksjemarkeder på det amerikanske kontinentet. Det betyr at en ved å investere i disse to landene fanger opp mye av utviklingen på det sør- og mellomamerikanske kontinentet. De tre asiatiske landene dekker 49 prosent av framvoksende aksjemarkeder i Asia. Også dette er en betydelig dekning, men de tre landene er mindre representative nå enn ved inngangen til tiåret. Det skyldes primært veksten i det kinesiske og indiske markedet. Det tyrkiske markedet hadde en andel på om lag 45 prosent

av samlet markeds-kapitalisering i de framvoksende aksjemarkedene i Europa. Ved inngangen til tiåret representerte markedene i Hellas og Tyrkia for alle praktiske formål de framvoksende markedene i Europa. Etableringen av aksjemarkeder i Øst- og Sentral-Europa har redusert den relative betydningen av det tyrkiske markedet i Europa.

Mot slutten av 1999 utgjorde markedene i de 6 landene nesten 50 prosent av samlet markeds-kapitalisering i framvoksende aksjemarkeder. Dette er betydelig lavere enn ved inngangen til tiåret, og skyldes i hovedsak framveksten av nye aksjemarkeder i land som blant annet Kina og enkelte land i Øst- og Sentral-Europa. Denne tendensen vil trolig fortsette. Det største markedet i 6-landsgruppen finner en i Taiwan, som utgjorde 12 prosent av samlet

THAILAND:

- Krisen på slutten av 1990-tallet demonstrerte et fortsatt behov for utvikling av regulerings-systemet. Sentralbanken har bedt om råd fra internasjonale institusjoner for bedre å kunne nå sin målsetning om å etablere et effektivt tilsyn. Verdipapirlovgivningen er forholdsvis ny, og markedsaktører vil hevde at det fortsatt er behov for forbedringer.
- Thailand har etablert et system der aksjene er registrert i ett sentralt register. Dette representerer samme standard som i utviklede markeder.
- Det eksisterer et koplingsystem for handler, og systemet som skal bidra til å sikre at handler kan gjøres opp som avtalt, vurderes av aktørene som tilfredsstillende.
- Oppgjør skjer tre dager etter handelsdag, som er i tråd med internasjonale anbefalinger. I oppgjøret pådrar kjøper seg en kort intradag eksponering mot verdipapirregisteret. Selger kan i verste fall være eksponert i to dager mot oppgjørsbanken, som er en vanlig forretningsbank. Dette følger av at verdipapirene rettskraftig overføres før god betaling mottas.

SØR KOREA:

- Krisen i 1997-98 avdekket svakheter i lovgivningen og tilsynssystemet. Etter dette er tilsynet omorganisert og enkelte lover / forskrifter forbedret. Landet manglet som Thailand blant annet en effektiv konkurslovgivning.
- Etablering av ett sentralt register med ansvar for oppgjør av verdipapirer og som er obligatorisk for utlendinger, reduserer risikoen ved å handle i det sør-koreanske aksjemarkedet.
- Handler koples elektronisk, og det er fastsatte retningslinjer som bidrar til å sikre at handler gjennomføres som avtalt.
- Oppgjøret skjer to dager etter handelsdag. Kjøper får overført eiendomsretten til verdipapirene på oppgjørsdag, men fordi betaling kan ha skjedd tidligere på dagen pådrar kjøper seg en intradag eksponering mot lokal megler. Rettskraftig overføring av betalingsmidler skjer på slutten av oppgjørsdagen for elektronisk overføring og dagen etter for banksjekker. Om lag 20 prosent av betalingen skjer imidlertid i form av sjekk, som avregnes over natten. På denne delen av betalingene vil selger ha en risikoeksponering over natten.

³ Det portugisiske aksjemarkedet ble definert som et utviklet marked og inkludert i Morgan Stanley Capital International sine indekser for utviklede aksjemarkeder sommeren 1998, og ble fra det tidspunktet også inkludert i fondets referanseportefølje. De 6 framvoksende markedene er for øvrig alle større enn aksjemarkedet i New Zealand.

markedsverdi i alle framvoksende markeder. Også det sør-koreanske markedet er stort (10 prosent).

De 10 største selskapene i Tyrkia hadde en samlet markedsverdi på om lag 60 prosent av markedsverdien til alle de børsnoterte selskapene. I ingen av de andre markedene var konsentrasjonen høyere enn i Tyrkia. I Brasil utgjorde markedsverdien til de 10 største selskapene om lag 32 prosent av markedsverdien til alle de børsnoterte selskapene, og ingen av markedene hadde lavere konsentrasjon. Dette indikerer at det er et betydelig antall selskaper utenfor gruppen av de 10 største, som også har en viss størrelse.

Omsetningen i flere av de framvoksende markedene er betydelig større enn i det norske og portugisiske markedet og også større enn i Finland og New Zealand. Kun i Mexico var omsetningen lavere i 1999

enn i Portugal, og det kom etter en betydelig nedgang i Mexico fra tidligere på 90-tallet.

Den samlede omsetningen i de brasilianske og meksikanske markedene utgjør om lag 87 prosent av samlet omsetning i de framvoksende markedene på det amerikanske kontinentet. Omsetningen i de tre asiatiske landene utgjør over 70 prosent av samlet omsetning i framvoksende markeder i den asiatiske regionene, mens omsetningen i Tyrkia dekker nesten 70 prosent av totalomsetningen i europeiske framvoksende markeder. Den regionale dekingen er god; de 6 landene står for en betydelig andel av omsetningen i de respektive regionene og representerer de mest likvide av de framvoksende markedene.

Det er et betydelig antall børsnoterte selskaper i alle de 6 framvoksende øko-

nomiene. For noen land, som Brasil og Mexico, har det vært en viss nedgang i løpet av de siste ti årene, mens det for de andre landene har vært en vekst i antall børsnoterte selskaper. Det er flere børsnoterte selskaper i hvert av de 6 landene enn for eksempel i Portugal og, med unntak for Mexico, også flere enn i Norge. Alt annet like burde derfor muligheten til å diversifisere over ulike selskaper være like stor i de 6 framvoksende markedene som i mange av de utviklede markedene. Standard & Poor's / IFC's 'Investable' er en indeks som er konstruert på en slik måte at den skal kunne replikeres av utenlandske investorer.⁴ For samtlige av landene inngår mer enn 50 selskaper i de ulike landindeksene. Et av kriteriene som S&P / IFC bruker for å inkludere selskaper i denne indeksen, er at likviditeten i aksjen er tilfredsstillende. Det store an-

Tabell 1: Markedskapitalisering ved utgangen av 1999 og omsetning i 1999

	Markeds- kapitalisering millioner USD	Andel av fram- voksende markeder i regionen, prosent	Omsetning millioner USD	Andel av fram- voksende markeder i regionen, prosent
Latin-Amerika				
Brasil	227 962	40,2	87 276	61,6
Mexico	154 044	27,1	36 042	25,4
Andre (5 land)	184 568	32,6	18 418	13,0
Sum	566 574	100,0	141 736	100,0
Asia				
Sør Korea	308 534	20,2	733 591	32,0
Taiwan	375 991	24,7	910 016	39,6
Thailand	58 365	3,8	41 604	1,8
Andre (7 land)	781 494	51,3	608 700	26,5
Sum	1 524 384	100,0	2 293 911	100,0
Europa				
Tyrkia	112 716	46,3	81 277	68,2
Andre (5 land)	130 618	53,7	37 895	31,9
Sum	243 334	100,0	119 172	100,0
Utviklede markeder				Andel av utviklede markeder
USA	16 635 114	46,2	18 574 100	59,9
Hong Kong	609 090	1,7	244 886	0,8
Norge	63 696	0,2	54 135	0,2
Storbritannia	2 933 280	8,1	1 377 859	4,4
New Zealand	28 352	0,1	11 980	0,0
Sverige	373 278	1,0	238 237	0,8
Tyskland	1 432 190	4,0	1 357 841	4,4
Portugal	66 488	0,2	40 796	0,1

tallet selskaper som inngår i landindeksene, betyr at det finnes et bredt sett av selskaper i de 6 landene med tilfredsstillende likviditet. Det er videre en tendens til at selskapene i de enkelte markedene vokser i størrelse, noe som investeringsmessig kan være en fordel.

Den gjennomsnittlige omsetningen per selskap har økt betydelig i Brasil, Mexico, Tyrkia og Sør Korea. I Taiwan har det imidlertid vært en sterk nedgang i gjenn-

omsnittsomsetningen, men fra et meget høyt nivå. Ved utgangen av perioden var omsetningen per selskap i Taiwan fortsatt svært mye høyere enn i de andre framvoksende markedene. Gjennomsnittsomsetningen per selskap har vært forholdsvis lav i Thailand de siste årene. I de andre markedene har gjennomsnittet vært om lag like høy eller høyere enn i for eksempel Norge.

De 10 selskapene som hadde størst omsetning i Mexico, sto for mer enn 60 pro-

sent av samlet omsetning på børsen. I ingen av de andre markedene utgjorde omsetningen i de 10 mest omsatte aksjene en så stor andel som i Mexico. I Brasil utgjorde omsetningen i de 10 mest omsatte aksjene om lag 24 prosent av samlet børsomsetning. Ingen markeder hadde lavere konsentrasjon. Tallene indikerer at det også er betydelig omsetning aksjene til selskaper som ikke inngår på listen over de 10 mest omsatte aksjene.



⁴ IFC står for International Finance Corporation, som tidligere var et datterselskap av Verdensbanken.

Avkastning og markedsrisiko

Et viktig forhold som skiller framvoksende og utviklede markeder er avkastning og markedsrisiko knyttet til investeringer i disse landene. Figur 1 viser utviklingen i de framvoksende markedene og i utvalgte utviklede markeder på 90-tallet.⁵ For de fleste av markedene starter tidsseriene i desember 1988, og samtlige slutter i juni 2000. For Tyrkia, Taiwan og Sør Korea er tidsseriene noe kortere. Samtlige avkastningsserier er regnet om til amerikanske dollar for å gjøre det enklere å sammenlikne de ulike landene.

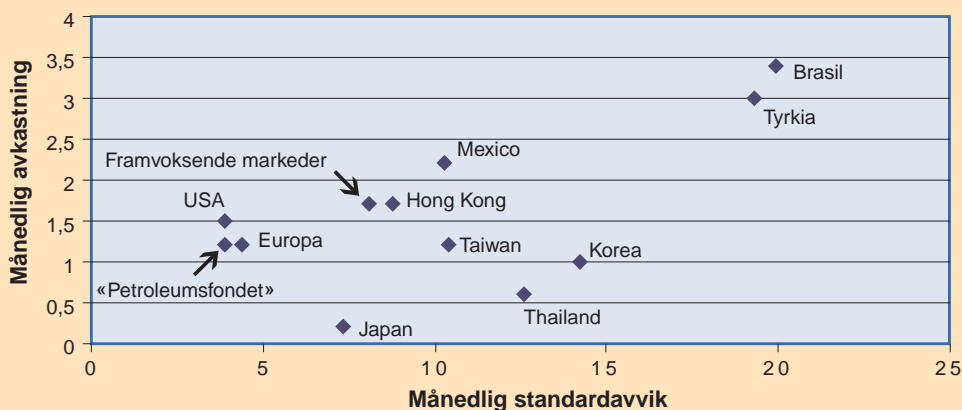
Figuren viser det aritmetiske gjennomsnittet til den månedlige avkastningen og standardavviket til avkastningen.

Det amerikanske aksjemarkedet har hatt en meget gunstig utvikling i denne perioden og representerer derfor et nyttig sammenligningsgrunnlag. Aksjemarkedet i Mexico har steget mer enn det amerikanske. Også i Brasil har aksjekursene økt betydelig, og mer enn i USA. Utviklingen har vært dårligst i de asiatiske landene, og særlig i Sør Korea og Thailand. Det er for øvrig verdt å merke seg at utviklingen i det japanske markedet har vært negativ i denne perioden.

Risikoen i de framvoksende markedene er betydelig større enn i de utviklede markedene. Variasjonen i avkastningen fra måned til måned er gjennomgående stor, og størst i Brasil og Tyrkia, mens markedene i Taiwan og Mexico synes å være minst risikable.

Over lange perioder har avkastningen i de framvoksende markedene vært positiv. Disse periodene har så blitt fulgt av lange perioder med negativ av-

Figur 1 Aritmetisk gjennomsnitt og standardavvik av månedlig avkastning (desember 1988 - juni 2000)



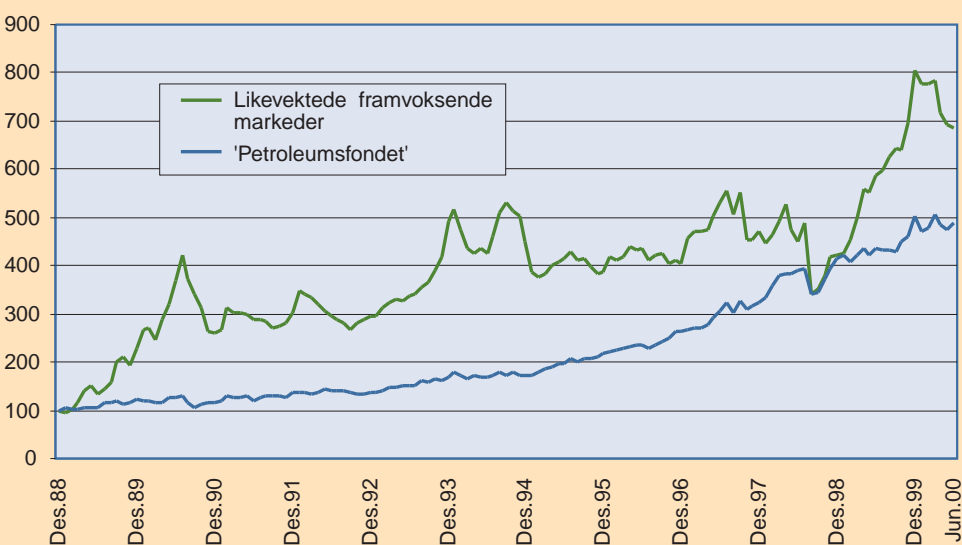
kastning. Dataene indikerer at høyrisikoperiodene i framvoksende markeder er vesentlig mer risikable enn høyrisikoperiodene i utviklede markeder. Generelt synes det som om perioder med høy risiko oftest følges av perioder med høy risiko, mens perioder med lav risiko følges av perioder med lav risiko.

Standardavvikene til de månedlige avkastningsratene viser at det er stor usikkerhet knyttet til å bruke historiske gjennomsnitt som anslag for forventet avkastning. Dette gjelder for alle de framvoksende markedene, og i mindre, men fortsatt betydelig grad for de utviklede markedene.

Tidsseriene med avkast-

ningsdata for de framvoksende aksjemarkedene er forholdsvis korte. De indeksene som utlendinger kan replikere starter først i 1988. I et lengre historisk perspektiv kan det være at utviklingen de siste 12 årene ikke er representativ. I faglitteraturen er det vist at flere av de framvoksende aksjemarkedene tidligere i forrige århund-

Figur 2 Indeksutvikling



⁵ For de framvoksende markedene er indeksene hentet fra S&P/IFC, mens Morgan Stanley Capital International sine indekser er brukt for de utviklede markedene.

re i lange perioder var stengt, og at dersom disse periodene ble inkludert i beregningene, ville avkastningen være mindre og risikoen større enn når beregningene baseres på de siste 12 årene.

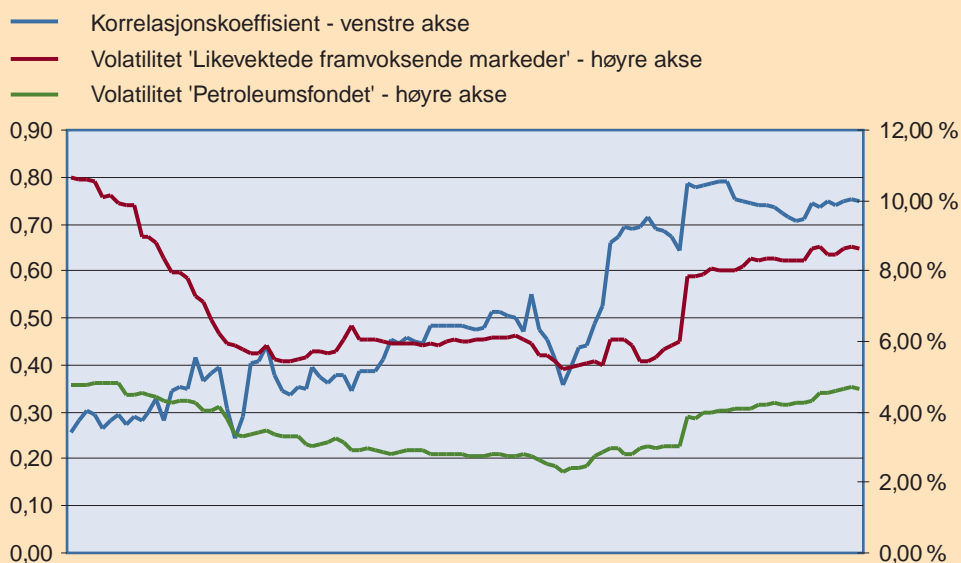
Ved å investere i flere land vil risikoen reduseres. Det følger av at avkastningsratene ikke er perfekt korrelerte. Det er et gjennomgående trekk at korrelasjonskoeffisientene mellom de ulike markedene er forholdsvis lave.

I figur 2 vises resultatene fra beregninger av indeksutvikling og avkastning for en portefølje av framvoksende markeder der hvert marked teller like mye (likevektet).⁶ Indeksene for 'Petroleumsfondet' viser tilnærmet hvordan aksjereferansen til Petroleumsfondet ville utviklet seg.

Den likevektede indeksen for framvoksende markeder steg betydelig på 90-tallet, jf figur 1 og figur 2. Dersom 100 USD hadde vært plassert i den likevektede porteføljen, ville den hatt en verdi på 685 USD ved utgangen av perioden. Indeksen for 'Petroleumsfondet' økte til nesten 500 USD.

Den gjennomsnittlige månedlige avkastningen på den framvoksende aksjeporteføljen var på om lag 1,7 prosent per måned, mens avkastningen på en portefølje med samme sammensetning som aksjereferansen til Petroleumsfondet ville vært på om lag 1,2 prosent. Risikoen ved å investere i framvoksende markeder ville imidlertid også vært større. Standardavviket til avkastningen på porteføljen av framvoksende markeder var i overkant av 8 prosent, mens den for 'Petroleumsfondet' var 3,9 prosent.

Figur 3 Tidsvarierende volatilitet og korrelasjon 1989-2000 for 'Petroleumsfondet' og en portefølje av framvoksende aksjemarkeder



Den høye avkastningen i framvoksende markeder de siste 12 årene kan skyldes både strukturelle endringer som har økt etterspørselen etter aksjer, og høy økonomisk vekst. Flere framvoksende økonomier har åpnet opp verdipapirmarkedene slik at det er blitt lettere å kjøpe og selge aksjer og samtidig er regnskapsregler og regelverket for nyemisjoner forbedret. Det er også gjennomført reformer i mange av landene som kan ha bidratt til å øke veksttakten i økonomiene. I tillegg kommer at flere utenlandske investorer har plassert midler i de framvoksende aksjemarkedene de siste årene.

For porteføljen av framvoksende markeder er risikoen, som målt ved standardavviket, betydelig mindre enn for de enkelte framvoksende markeder isolert sett, men betydelig større enn for en portefølje av utviklede markeder.

For Petroleumsfondet viser

beregningene basert på data fra perioden 1989 til juni 2000 at avkastningen til Petroleumsfondets aksjeportefølje ville ha økt, mens risikoen ville ha blitt noe lavere dersom en hadde investert en liten andel i framvoksende aksjemarkeder. Det skyldes at samvariasjonen mellom avkastningen i framvoksende og utviklede markeder har vært relativt lav. Korrelasjonskoeffisienten på 90-tallet var om lag 0,4. Disse gevinstene ville imidlertid ikke vært særlig store. En viktig grunn til det er at Petroleumsfondet allerede er bredt diversifisert over ulike land og regioner.

Slike analyser er for øvrig meget følsomme for endringer i avkastningsrater og risikoparametre, og det er stor usikkerhet knyttet til anslagene på avkastningsrater, standardavvik og korrelasjonskoeffisienter.

Samvariasjonen eller korrelasjonen mellom avkastningen i utviklede og framvoksende markeder har avgjørende be-

tydning for risikoen i en portefølje av investeringer i utviklede og framvoksende markeder. Samvariasjonen varierer mye over tid, og det kan synes som om den har vært økt noe den siste tiden. Det kan være en indikasjon på at gevinstene ved diversifisering kan bli mindre i framtiden. Økt samvariasjonen kan skyldes at økonomiene er blitt tettere sammenvevd og at trender lettere smitter mellom de ulike landenes verdipapirmarkeder. Figur 3 viser utviklingen i korrelasjonskoeffisienten mellom avkastningen på 'Petroleumsfondets' aksjeportefølje og den likevektede porteføljen av framvoksende markeder. I perioder med høy volatilitet kan det se ut som om korrelasjonen også er høy. Den økonomiske betydningen av dette er at diversifiseringsgevinstene er minst når det er mest bruk for dem.

⁶ Det er mer komplisert å beregne en markedsvektet indeks fordi en må ha tilgang til historiske markedsverdier for en lang tidsperiode. Forenklede beregninger av en markedsvektet indeks viser at utviklingen er om lag lik for de to typene indekser. Vi viser her derfor bare resultatene for den likevektede indeksen.

TIDLIGERE PUBLISERTE ARTIKLER

Tidligere publiserte artikler i årsrapporten for 1998 og 1999 er fremdeles aktuelle. Disse finnes på Norges Banks nettsider under Petroleumsfondet.

ÅRSRAPPORTEN 1998:

1. Et langsiktig perspektiv på markedsutviklingen Svingningene i aksje- og rentemarkedene siden 1978

Hva ville avkastningen på en portefølje som svarer til referanseporteføljen for Petroleumsfondet vært de siste tjue årene? Artikkelen viser at avkastningen ville variert svært mye over tid. Det betyr at en også i framtida må være forberedt på store svingninger i avkastningen av fondet.

2. Sammensetningen av Petroleumsfondets portefølje

Finansdepartementets strategi for Petroleumsfondet er konkretisert i en referanseportefølje som er utgangspunktet for Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet. Artikkelen beskriver Petroleumsfondets referanseportefølje, og tar særlig for seg spørsmål knyttet til aksjeandelen.

3. Valg av eksterne aksjeforvaltere og aksjeinvesteringer

Artikkelen presenterer prosessen med etablering av aksjeforvaltning i Statens petroleumsfond, valg av eksterne aktive forvaltere og rutiner for å følge opp forvalterne over tid, samt strategien for å oppnå meravkastning internt.

4. Styringen av risikoen i Petroleumsfondet

En fullstendig oversikt over porteføljens sammensetning er en grunnleggende forutsetning for å gjennomføre god risikostyring i forvaltningen av Petroleumsfondet. Artikkelen beskriver det kompliserte nettverket av leverandører og mottakere av informasjon som er bygget opp for at det skal være mulig å få en slik oversikt.

ÅRSRAPPORTEN 1999:

1. Strategi for høyest mulig avkastning

Et viktig mål for Norges Banks forvaltning av Statens petroleumsfond er å oppnå høy avkastning. Denne artikkelen presenterer hovedelementer i Norges Banks strategi for å oppnå meravkastning i forhold til referanseavkastningen.

2. Metoder for å måle avkastning

Totalavkastningen på Statens petroleumsfond måles med stor nøyaktighet, siden det alltid beregnes kvalitetssikret markedsverdi av fondet når det kommer tilførsler av nye midler. Målt avkastning på delporteføljer kan imidlertid avhenge av den metoden for avkastningsmåling som blir valgt.

3. Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning?

Denne artikkelen gjennomgår grunnen til den faktiske avkastningen for de porteføljene som Norges Bank forvalter etter passive indeksstrategier, normalt blir lavere enn referanseporteføljens avkastning.

4. Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko

Den viktigste rammen for hvor stor markedsrisiko Norges Bank kan ta i forhold til referanseporteføljen er definert som et øvre nivå på forventet relativ volatilitet. Her presenteres begrepet relativ volatilitet, samtidig som vi ser på hvor strenge de øvrige grensene for markedsrisiko er i forhold til den grensen som er satt for relativ volatilitet.

Dokumentasjonsdel



Mandat for forvaltningen

Lov om Statens petroleumsfond Vedtatt 22. juni 1990

- § 1. Loven skal regulere disponerings- og plasseringsmåtene for et fond som skal underbygge de langsiktige hensyn ved anvendelse av petroleumsinntekter.
- § 2. Fondets inntekter er kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som blir ført over fra statsbudsjettet og avkastningen av fondets formue. Kontantstrømmen framkommer som summen av
- de samlede skatte- og avgiftsinntekter av petroleumsvirksomheten som innkreves ifølge petroleumsskatteloven og petroleumsløven
 - avgiftsinntekter ved utslipp av CO₂ i petroleumsvirksomhet på kontinentalsokkelen
 - inntekter som følge av statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten, definert som driftsinntekter og andre inntekter fratrukket driftsutgifter og andre direkte utgifter
 - statlige inntekter på nettooverskuddsavtaler i enkelte utvinningstillatelser
 - utbytte fra Den norske stats oljeselskap A/S
 - overføringer fra Petroleumsforsikringsfondet
 - statens inntekter i forbindelse med fjerning eller annen disponering av innretninger på kontinentalsokkelen
- statens eventuelle salg av andeler i statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten
- og fratrukket
- statens direkte investeringer i petroleumsvirksomheten
 - statens utgifter til Petroleumsforsikringsfondet
 - statens utgifter i forbindelse med fjerning eller annen disponering av innretninger på kontinentalsokkelen
 - statens eventuelle kjøp av andeler som ledd i statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten.



§ 3. Fondets midler kan bare anvendes til en beløpsmessig overføring til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget. Fondets midler kan ikke anvendes på annen måte, heller ikke til å yte kreditt til staten eller private.

§ 4. Fondets kapital anbringes som statens øvrige midler.

§ 5. Fondet kan ikke oppta lån.

Fondet kan ikke selv ha rettigheter og plikter overfor private eller offentlige myndigheter. Det kan ikke saksøke eller saksøkes.

§ 6. Finansdepartementet forvalter fondet.

§ 7. Kongen kan gi bestemmelser til utfylling og gjennomføring av loven, herunder om fondets opprettelse, forvaltning m.v.

§ 8. Loven trer i kraft fra den tid Kongen bestemmer.

Forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond

Fastsatt av Finans- og tolldepartementet 3. oktober 1997 med hjemmel i lov av 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond § 7. Endret 1 juni 1998 nr. 565 (ikrafttr av §§ 5 og 6), 10 des 1998 nr. 1228, 21 des 1999 nr. 1478, 12 mai 2000 nr. 435, 4 okt 2000 nr. 995.

§ 1. Forvaltningen av Statens petroleumsfond

Norges Bank forvalter Statens petroleumsfond på vegne av Finansdepartementet. Banken kan benytte andre forvaltere. Slike forvaltere må ha betryggende interne etiske retningslinjer for sin egen virksomhet.

Norges Bank avgir rapport om forvaltningen av fondet etter retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet.

§ 2. Plassering av fondet

Statens petroleumsfond er plassert på særskilt konto i form av kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank skal i bankens eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd denominert i utenlandsk valuta.

Én mrd. kroner av plasseringene i utenlandsk valuta skal fra det tidspunkt Finansdepartementet fastsetter, skilles ut og plasseres i egenkapitalinstrumenter etter nærmere retningslinjer fastsatt av departementet (miljøporteføljen). De øvrige midlene (den ordinære porteføljen) skal plasseres i samsvar med denne forskrift §§ 5 til 8.

Norges Bank skal søke å oppnå en høyest mulig avkastning på plasseringene i utenlandsk valuta innenfor de begrensninger som følger av forskriften og de retningslinjer som er gitt i medhold av denne.

§ 3. Fondets regnskapsmessige avkastning

Verdien på petroleumsfondets kronekonto settes lik den samlede verdien av miljøporteføljen og den ordinære porteføljen. Norges Banks bokførte avkastning på miljøporteføljen og den ordinære porteføljen, med fradrag for godtgjøring til Norges Bank, tillegges petroleumsfondets kronekonto pr. 31. desember hvert år.

§ 4. Referanseportefølje og relativ risiko

Finansdepartementet fastsetter, etter å ha innhentet råd fra Norges Bank, referanseporteføljer for miljøporteføljen og den ordinære porteføljen. Departementet fastsetter maksimalgrenser for de forventede avkastningsforskjeller mellom investeringene i miljøporteføljen og den ordinære porteføljen og deres respektive referanseporteføljer, målt ved relativ volatilitet.

§ 5. Aktivafordeling

Den ordinære porteføljen skal plasseres i henhold til følgende fordeling av aktiva:

Rentebærende instrumenter	50 - 70%
Egenkapitalinstrumenter	30 - 50%

Ved beregningen av aktivafordelingen etter første ledd skal derivater hvor det underliggende instrumentet

er et egenkapitalinstrument, regnes som om det var investert i de underliggende instrumenter direkte. Aktivafordelingen etter første ledd regnes av hele den ordinære porteføljen eksklusive derivater.



§ 6. Valuta- og markedsfordeling

Den ordinære porteføljen skal plasseres i henhold til følgende valuta- og markedsfordeling:

Europa	40 - 60%
Amerika	20 - 40%
Asia og Oceania	10 - 30%

Den ordinære porteføljen kan plasseres i egenkapitalinstrumenter notert på børsene i følgende land/områder:

Europa:	Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyrkia, Tyskland og Østerrike
Amerika:	Brasil, Canada, Mexico og USA
Asia og Oceania:	Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore, Sør-Korea, Taiwan og Thailand.

Summen av investeringene i egenkapitalinstrumenter i Tyrkia, Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan og Thailand skal ikke utgjøre mer enn 5 prosent av de samlede investeringene i egenkapitalinstrumenter, målt etter valuta- og markedsandel.

Den ordinære porteføljen kan videre plasseres i rentebærende instrumenter utstedt i en valuta til et av følgende land/områder:

Europa:	Belgia, Danmark, Finland; Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland og Østerrike
Amerika:	Canada og USA
Asia og Oceania:	Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore.

Utsteder av rentebærende instrumenter skal være hjemmehørende i ett av ovennevnte land/områder eller være en internasjonal organisasjon.

§ 7. Renterisiko

Modifisert durasjon på den samlede porteføljen av rentebærende instrumenter og tilknyttede derivater skal være mellom 3 og 7.

§ 8. Kredittrisiko

Finansdepartementet fastlegger rammer for kredittrisikoen i den ordinære porteføljen.

§ 9. Risikosystemer og risikostyring

Norges Bank skal påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumenter som brukes i forvaltningen av fondet. Det kan benyttes derivater i den utstrekning den økonomiske eksponeringen som følger av dette ikke overstiger den eksponering en ville ha fått ved å investere i de underliggende instrumenter direkte.

§ 10. Eie av aksjer

Investeringene kan ikke plasseres slik at miljøporteføljen og den ordinære porteføljen til sammen oppnår en eierandel på mer enn 3 prosent av aksjekapitalen i ett enkelt selskap eller en eierandel på mer enn 3 prosent av de aksjene i ett enkelt selskap som gir stemmerett. Norges Bank skal ikke utøve eierrettigheter knyttet til aksjer med mindre det er nødvendig for å sikre fondets finansielle interesser.

§ 11. Ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft 1. januar 1998, med unntak av §§ 5 og 6 som trer i kraft fra det tidspunkt Finansdepartementet bestemmer. Forskrift av 10. mai 1996 nr. 427 for forvaltning av Statens petroleumsfond oppheves 1. januar 1998.

Forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank

Følgende forvaltningsavtale for Petroleumsfondet er inngått mellom Finansdepartementet og Norges Bank:

1. Avtalens innhold mv.

Staten ved Finansdepartementet har gitt Norges Bank i oppdrag å forestå den operative forvaltning av Statens petroleumsfond. Forvaltningen av fondet er regulert i lov om Statens petroleumsfond av 22. juni 1990 nr 36 med tilhørende forskrifter, samt andre vedtak og retningslinjer som er eller måtte bli vedtatt av Finansdepartementet. Denne avtale regulerer sammen med nevnte regelverk og vedtak forholdet mellom Finansdepartementet og Norges Bank i forbindelse med forvaltningen av fondet.

Alle meddelelser som berører denne avtale, skal være skriftlige og undertegnet. Slike meddelelser skal sendes til Norges Bank Kapitalforvaltning og til Økonomiavdelingen i Finansdepartementet.

2. Norges Banks plikter

2.1 Norges Banks ansvar

Norges Bank skal forvalte fondet i samsvar med lov, økonomireglement for staten, forskrifter og andre vedtak og retningslinjer som gjelder for fondet, jfr punktene 1 og 3.1. Saker av særlig viktighet skal forelegges Finansdepartementet.

Kvartals- og årsrapporter om forvaltningen av fondet som Norges Bank avgir etter retningslinjer fastsatt av departementet, jfr forskriftens § 1, skal være bekreftet av Norges Banks Revisjon. Norges Bank skal uten ugrunnet opphold varsle departementet dersom det har funnet sted eller ventes å finne sted vesentlige endringer i fondets verdier. Norges Bank plikter å gi Finansdepartementet de opplysningene departementet ber om, herunder opplysninger i datalesbar form til selskap som bistår departementet i vurderingen av Norges Banks forvaltning av petroleumsfondet.

Norges Bank er erstatningspliktig overfor staten for tap som følge av uaktsomhet eller forsett fra bankens side eller fra eksterne forvaltere eller eksterne tjenesteytere som banken har inngått avtale med, jf. avtalens pkt. 2.2 første ledd.

2.2 Forvaltning av fondet

Norges Bank kan benytte eksterne forvaltere og også for øvrig gjøre bruk av eksterne tjenesteytere ved forvaltningen av fondsmidlene. Norges Bank er avtalepart med slike tjenesteytere, og skal føre tilsyn med deres virksomhet på vegne av fondet.

Finansdepartementet skal før endelig avtale inngås orienteres om valg av eksterne tjenesteytere av vesentlig betydning for forvaltningen og om grunnlaget for valget. Slik orientering skal alltid gis ved inngåelse av ny forvaltningsavtale med eksterne forvaltere. Finansdepartementet kan kreve å få seg forelagt de kontrakter Norges Bank inngår i forbindelse med forvaltningen av fondet.

2.3 Informasjon

Norges Bank skal innenfor offentlighetsloven og forvaltningslovens rammer, og etter nærmere retningslinjer fra Finansdepartementet, gi informasjon til offentligheten om utførelsen av forvalteroppdraget.

3. Finansdepartementets plikter

3.1 Forskrifter retningslinjer mv.

Norges Bank skal ha anledning til å uttale seg før det foretas endringer i forskrifter, vedtak eller retningslinjer om forvaltningen, og skal ha varsel i rimelig tid for å kunne foreta eventuelle endringer i porteføljen.

3.2 Godtgjøring

Godtgjøringen skal skje i samsvar med Vedlegg 1 til denne avtale. Godtgjøringen fastsettes med utgangspunkt i prinsippet om full kostnadsdekning for Norges Bank. Beregningsmåten for godtgjøringen kan innen 1. desember hvert år kreves endret av begge parter for det påfølgende kalenderår.

Godtgjøringen trekkes fra fondets brutto avkastning før netto avkastning tilføres fondets kronekonto pr. 31. desember hvert år. Norges Bank skal oversende sin beregning av godtgjøringen til Finansdepartementet så tidlig som mulig og senest en uke før endelig regnskapsavslutning. Finansdepartementet skal på forhånd godkjenne klausuler i avtaler mellom Norges Bank og Norges Banks forvaltere som har direkte innvirkning på godtgjøringen. Finansdepartementet betaler til Norges Bank.

3.3 Kreditering

Finansdepartementet foretar eventuelle overføringer av midler fra statskassen til fondets kronekonto i Norges Bank ved utgangen av hvert kvartal. Norges Bank skal i rimelig tid for tilpasning av porteføljen ha beskjed om omtrentlig størrelse på overføringen.

3.4 Debitering

Finansdepartementet gir Norges Bank melding i rimelig tid for tilpasning av porteføljen før det foretas trekk på fondet. Finansdepartementet gir beskjed om hvilken konto overføringen skal godskrives.

3.5 Skattespørsmål

Finansdepartementet skal bidra til å frembringe den dokumentasjon som er nødvendig for å avklare skatteposisjonen for de plasseringer av fondets midler som er foretatt i utlandet.

4. Endringer og ikrafttreden mv

4.1 Endringer

Avtalen skal endres når endringer i lov eller forskrift, vedtak eller retningslinjer tilsier det. For øvrig kan denne avtale med vedlegg ikke endres uten etter skriftlig samtykke fra begge parter.

4.2 Ikrafttreden og oppsigelse mv

Denne avtale trer i kraft 15. mai 1998, dog slik at Vedlegg 1 i denne avtale i sin helhet gjelder med virkning fra 1. januar 1998. Dersom ingen av partene innen 31. desember i et år har gitt skriftlig melding om at avtalen skal opphøre pr. 31. desember påfølgende år, vil avtalen løpe ytterligere ett år om gangen inntil slik melding blir gitt.

Finansdepartementet gir nærmere regler og instruksjer ved avvikling av forvaltningsoppdraget, herunder om sluttvederlag og annen godtgjøring til Norges Bank i forbindelse med avviklingen. Punkt 3.1 gjelder tilsvarende

Vedlegg 1: Godtgjøring for forvaltningen av Statens petroleumsfond i 2000

Partene fastsetter godtgjøringen for 2000 til 14,8 basispunkter av det gjennomsnittlige beløp som i henhold til referanseporteføljen kan plasseres i egenkapitalinstrumenter og 4,6 basispunkter av det gjennomsnittlige beløp som i henhold til referanseporteføljen kan plasseres i rentebærende instrumenter. Beregning av gjennomsnittsbeløpene baseres på markedsverdien av Petroleumsfondets portefølje regnet i norske kroner ved inngangen til hvert kvartal, med de aksje- og renteandeler som referanseporteføljen i gjennomsnitt inneholder for påfølgende kvartal.

I tillegg godtgjøres Norges Bank for den del av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.



Aksjeholdninger pr. 31. desember 2000

Europa

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
Belgia/Luxembourg			OUTOKUMPU OY	21 327 323	0,257
AGFA GEVAERT	12 162 115	0,041	PERLOS OYJ	3 706 616	0,039
ALGEMENE MAATSCHAPPIJ	148	0,002	SAMPO	19 619 709	0,070
ALMANIJ	50 315 535	0,076	SANITEC OYJ ABP	70	0,000
BARCO	6 073 335	0,074	SONERA CORPORATION	126 682 180	0,015
BARCONET	170 945	0,010	STORA ENSO OYJ	190 083 233	0,136
BEKAERT	6 983 225	0,075	TIETO CORPORATION	28 332 240	0,136
CIE NATLE A PORTEFEUILLE	9 257 578	0,054	UPM-KYMMENE OY	97 721 540	0,124
COLRUYT	12 125 502	0,079			
DELHAIZE FRERES ET CIE(LE LION) SA NPV	16 524 232	0,076	Frankrike		
DEXIA	78 211 136	0,025	ACCOR SA	58 394 849	0,085
D'IETEREN SA	2 466 571	0,023	AIR LIQUIDE	102 205 419	0,085
ELECTRABEL	92 494 978	0,085	ALCATEL SA	606 962 719	0,050
ELECTRAFINA	6 469 026	0,013	ALSTOM	88 879 095	0,181
FORTIS B	189 995 634	0,089	ALTRAN TECHNOLOGIES SA	26 936 509	0,045
GEVAERT PHOTO-PRODUCTEN	6 884 613	0,075	ASS GEN DE FRANCE	96 223 749	0,085
GIB	8 141 114	0,080	AVENTIS SA	687 615 173	0,057
GROUPE BRUXELLES LAMBERT	35 841 519	0,070	AXA	617 159 641	0,058
INTERBREW	70 133 822	0,054	BIC SA	32 537 366	0,170
KBC BANCASSURANCE HOLDING	642	0,008	BNP PARIBAS	324 323 019	0,094
KREDIETBANK	98 948 186	0,087	BOUYGUES	170 552 350	0,129
MELEXIS	18 553 674	0,322	BOUYGUES OFFSHORE S.A.	15 338 949	0,228
MOBISTAR	4 450 390	0,027	BUSINESS OBJECTS SA	10 567 185	0,051
RTL GROUP	1 129 392	0,001	CANAL PLUS	6 525 094	0,164
SOCIETE EUROPEENNE DES SATELLITES	24 392 629	0,059	CAP GEMINI SOGETI	261 573 064	0,148
SOLVAY	30 196 698	0,073	CARREFOUR SA	366 382 432	0,095
TELINDUS GROUP	16 964 807	0,285	CASINO(ETABL ECON)(GUICH-PERR)	54 033 434	0,071
UCB	37 603 462	0,079	CASTORAMA DUBOIS INVESTISSMENT FF25	74 986 869	0,084
UNION MINIERE	7 028 413	0,083	CHRISTIAN DIOR SA	194 454 369	0,254
			CLUB MEDITERRANEE	10 860 525	0,081
Danmark			COMPAGNIE DE ST-GOBAIN	145 852 812	0,126
CARLSBERG	59 321 108	0,194	COMPAGNIE GENERALE D'INDUSTRIE ET DE PARTICIPATION	22 576 652	0,080
CHRISTIAN HANSEN'S HLDGS	2 100 601	0,071	CREDIT LYONNAIS SA	65 919 849	0,063
CODAN	2 916 394	0,050	ERID BEGHIN SAY	16 064 545	0,081
COLOPLAST	6 753 383	0,075	ESSILOR INTL	24 195 873	0,080
D/S 1912	33 217 833	0,080	ESSO	31 508 785	0,495
D/S SVENDBORG	30 226 164	0,079	EULER SA	2 709 795	0,017
DANISCO	17 223 017	0,082	EURAFRANCE	13 418 629	0,050
DANSKE BANK	61 715 467	0,051	EUROPEAN AERONAUTIC DEFENSE AND SPACE COMPANY	42 115 668	0,027
FALCK	19 270 403	0,080	FRANCE TELECOM	150 373 356	0,017
FLS INDUSTRIES	3 902 034	0,079	GEMPLUS INTERNATIONAL SA	17 303 612	0,036
GN STORE NORD	16 157 238	0,051	GROUPE DANONE	321 758 378	0,163
ISS A/S	19 183 066	0,080	HAVAS ADVERTISING SA	29 146 074	0,141
JYSKE BANK	3 287 840	0,045	HERMES INTERNATIONAL	30 258 951	0,066
KOBENHAVEN LUFTHAVE	2 888 951	0,042	IMETAL	11 915 268	0,074
LUNDBECK(H)	11 983 311	0,024	LAFARGE	123 572 647	0,154
NAVISIONDAMGAARD	13 795 286	0,244	LARARDERE SCA	76 679 996	0,109
NEUROSEARCH	1 326 950	0,075	LEGRAND SA	30 176 962	0,079
NKT HOLDING	8 930 239	0,081	L'OREAL SA	561 806 603	0,110
NOVO-NORDISK	113 457 350	0,111	LVMH MOET-HENNESSY LOUIS VUITTON	246 034 344	0,086
NOVOZYMES	9 997 469	0,088	MICHELIN (CGDE)	208 730 214	0,485
SAS DANMARK	871 680	0,021	OBERTHUR CARD SYSTEMS	11 244 595	0,108
SOPHUS BERENDSEN	3 171 426	0,043	PECHINEY	115 423 056	0,356
TELE DANMARK	71 107 912	0,091	PERNOD-RICARD	123 293 082	0,359
TOPDANMARK	2 839 256	0,046	PEUGEOT	120 307 427	0,132
VESTA WIND SYSTEMS	103 181 924	0,207	PINAULT-PRINTEMPS-REDOUTE	188 238 293	0,084
WILLIAM DEMANT	24 000 422	0,080	RENAULT	83 823 894	0,076
			REXEL	28 244 960	0,079
Finland			SAGEM	28 431 892	0,083
COMPTEL OYJ	5 315 386	0,039	SANOFI SYNTHELABO	1 171 068 269	0,272
ELISA COMMUNICATIONS OYJ	26 691 923	0,112	SCHNEIDER ELECTRIC	84 233 950	0,084
FORTUM CORPORATION	5 679 518	0,020	SIDEL	11 065 351	0,081
METSO OYJ	11 097 134	0,083	SILICON-ON-INSULATOR TECHNOLOGIES	24 808 744	0,218
NOKIA	2 577 347 550	0,072	SIMCO-UNION POUT L'HABITATION	5 275 770	0,045

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
Europa					
SOCIETE GENERALE	362 549 931	0,156	RAS	154 026 966	0,156
SOCIETE TELEVISION FRANCAISE 1	156 146 474	0,155	RINASCENTE(LA)	12 742 319	0,082
SODEXHO ALLIANCE	42 823 682	0,078	ROLO BANCA 1473 SPA	49 932 672	0,063
ST MICROELECTRONICS NV	628 668 045	0,184	SAI (SOCIETA ASSICURATRICE)	4 972 692	0,046
SUEZ LYONNAISE DES EAUX	268 164 085	0,063	SAIPEM	17 139 458	0,081
THALES EX THOMSON CSF	51 704 259	0,073	SAN PAOLO-IMI SPA	255 344 923	0,128
THOMSON MULTIMEDIA	41 263 734	0,040	SEAT-PAGINE GIALLE SPA	27 510 778	0,015
TOTAL FINA ELF SA	1 201 048 386	0,005	SNIA SPA	7 762 612	0,081
UNIBAIL	11 161 217	0,052	TECNOST	113 840 967	0,083
USINOR	130 393 945	0,461	TELECOM ITALIA MOBILE (TIM) SPA	641 670 895	0,113
VALEO	25 802 349	0,079	TELECOM ITALIA SPA	567 504 427	0,086
VINCI	190 610 141	0,447	UNCREDITO ITALIANO SPA	177 850 423	0,077
VIVENDI UNIVERSAL	811 765 017	0,073			
			Nederland		
Irland			ABN-AMRO HLDGS NV	332 468 272	0,110
ALLIED IRISH BANKS	554 380 355	0,309	AEGON NV	686 073 596	0,070
BANK OF IRELAND	97 218 528	0,056	AKZO NOBEL NV	158 543 566	0,117
BORD TELECOM EIREANN	27 266 475	0,055	ASM LITHOGRAPHY	257 130 763	0,160
CRH ORD	179 454 779	0,132	CMG PLC	48 686 901	0,065
DCC PLC	3 912 907	0,024	DSM NV	29 527 295	0,094
ELAN CORP	126 804 910	0,036	ELSEVIER NV	96 329 904	0,101
GREENCORE GROUP PLC	3 545 436	0,080	EQUANT NV	37 326 471	0,080
INDEPENDENT NEWSPAPERS	10 125 148	0,082	FORTIS (NL) NV	207 738 887	0,130
IONA TECHNOLOGIES	8 247 898	0,032	GETRONICS NV	11 319 245	0,064
IRISH LIFE AND PERMANENT	22 638 589	0,072	GUCCI GROUP N V	66 877 613	0,088
KERRY GROUP	15 897 125	0,081	HAGEMEYER NV	84 020 836	0,405
RYANAIR HLDGS PLC	180 127 716	0,565	HEINEKEN HOLDING	95 712 159	0,164
SMURFIT(JEFFERSON)GROUP	14 377 340	0,076	HEINEKEN NV	354 960 493	0,212
WATERFORD GLASS/WATERFORD WEDGWOOD	5 848 010	0,076	ING GROEP NV	754 509 335	0,110
			KLM KONINKLIJKE LUCHTVAART MIJ NV	69 980 279	0,744
Italia			KONINKLIJKE AHOLD NV	326 154 226	0,149
ALITALIA LINEE	3 034 503	0,012	KONINKLIJKE KPN NV	113 064 937	0,093
ALLEANZA ASSICURAZ	135 140 462	0,145	KONINKLIJKE PHILIPS ELECTRONICS NV	869 720 919	0,205
ASSICURAZIONI GENERALI SPA	575 216 691	0,131	LIBERTEL NV	20 272 175	0,066
BANCA COMM ITALIANA-SPA	60	0,000	NUMICO (KONINKLIJKE) NV	120 015 531	0,170
BANCA DI ROMA	26 192 940	0,050	QIAGEN NV	44 370 105	0,099
BANCA FIDEURAM	194 292 761	0,176	RANDSTAD HOLDINGS NV	11 980 053	0,080
BANCA INTESA SPA VENETO	287 229 077	0,135	ROYAL DUTCH PETROLEUM	1 332 084 651	0,115
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	86 138 210	0,093	TELE ATLAS BV	8 934 538	0,193
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	21 193 783	0,037	TNT POST GROUP NV	168 376 658	0,165
BENETTON GROUP SPA	26 666 185	0,080	UNILEVER NV	529 783 276	0,166
BIPOP-CARIRE	89 175 746	0,090	UNITED PAN-EUROPE COMMUNICATIONS NV	137 500 761	0,349
BULGARI SPA	45 064 319	0,143	VEDIOR NV-CVA	18 915 829	0,185
BUZZI UNOCEM SPA	5 632 388	0,072	VERSATEL TELECOM INTL NV	4 601 188	0,072
CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE	20 383 490	0,188	VNU NV	224 947 531	0,220
CIR-COMPAGNIE INDUSTRIALI SPA	13 092 610	0,074	WOLTERS KLUWER NV	56 709 781	0,084
EDISON SPA	49 471 334	0,079			
ENEL SPA	120 931 887	0,029	Portugal		
ENI SPA	850 769 580	0,189	BANCO COMERCIAL PORTUGUESE	57 935 829	0,060
FIAT SPA	90 939 013	0,114	BANCO ESPIR SANTO E COM DE LISBOA	3 398 041	0,011
FONDIARIA(LA)SPA ITL1000	10 123 892	0,054	BPI SOCIEDADE GESTORA PARTIC SOCIAI	9 360 758	0,052
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	27 819 228	0,085	BRISA-AUTO-ESTRADAS DE PORTUGAL SA	16 284 036	0,081
HOLDING PARTECIPAZIONI INDUSTRIALI	15 471 000	0,050	CIMENTOS DE PORTUGAL SA	21 375 970	0,080
IFI (ISTIT FIN INDUSTR) SPA	4 762 633	0,048	ELECTRICIDADE DE PORTUGAL SA	56 272 309	0,064
IFIL (FINANZIARIA DI PARTECIPAZIONI)	21 931 845	0,077	JERONIMO MARTINS	31 075 558	0,356
ITALCEMENTI(FABBR RIUN CEM)	10 842 720	0,083	PORTUGAL TELECOM	208 160 197	0,223
ITALGAS	24 776 062	0,080	PT MULTIMEDIA COM	2 926 380	0,020
MEDIASET	103 940 615	0,084	PT MULTIMEDIA SGPS	3 549 931	0,020
MEDIABANCA SPA	30 560 241	0,051	SONAE COM SGPS SA	1 771 234	0,015
MEDIOLANUM SPA	65 401 781	0,080	SONAE SGPS SA	12 833 342	0,100
MILANO ASSICURAZIONI	4 836 435	0,045	TELECEL COMUNICACOES PESSOASIS SA	65 014 401	0,315
OLIVETTI & C SPA	236 715 414	0,229			
PARMALAT FINANZIARIA	17 817 550	0,082			
PIRELLI SPA	47 067 450	0,079			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

Europa

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
Spania			CABLE & WIRELESS	394 448 038	0,119
ACCIONA SA	17 338 244	0,081	CADBURY SCHWEPES PLC	163 497 213	0,132
ACERINOX SA	12 764 933	0,080	CANARY WHARF FINANCE PLC	98 050 920	0,223
ALTADIS SA	92 671 948	0,108	CAPITA GROUP	85 352 625	0,199
AUMAR AUTOPISTAS DE MARE	4 399 973	0,046	CARLTON COMMUNICATIONS	53 567 398	0,099
AUTOPISTAS C E S A	17 250 212	0,080	CENTRICA PLC	192 137 131	0,140
AZUCARERA EBRO AGRICOLAS SA	5 194 356	0,078	CGNU	383 124 240	0,120
BANCO BILBAO VIZCAYA S A	283 601 215	0,068	CHUBB PLC	15 189 518	0,089
BANCO POPULAR ESPANOL SA	176 529 355	0,265	CMG PLC	70 205 222	0,098
BANCO SANTANDER CENTRAL HISP	465 809 817	0,109	COLT TELECOM GROUP PLC	149 025 505	0,112
BANKINTER SA	36 845 710	0,164	COOKSON GROUP ORD 50P	63 522 974	0,380
CORPORACION FINANCIERA ALBA	13 303 346	0,082	CORUS GROUP PLC	29 060 022	0,100
ENDESA S A	172 345 319	0,108	DAILY MAIL & GENERAL TRUST	44 729 623	0,105
FOMENTO DE CONSTRUCTION Y CONTRAS SA	16 536 589	0,082	DIAGEO	409 711 413	0,121
GAS NATURAL SDG SA	60 796 365	0,085	DIALOG SEMICONDUCTOR PLC	8 335 042	0,235
GRUPO DRAGADOS SA	17 063 379	0,103	DIMENSION DATA HOLDINGS PLC	68 775 116	0,098
GRUPO PRISA SA	87 297 635	0,274	EDINBURGH INVESTMENT TRUST	14 587 691	0,081
HIDROEL CANTABRICO	13 812 558	0,074	ELECTRA INVESTMENT TRUST	8 505 765	0,086
IBERDROLA SA	98 793 669	0,099	ELECTROCOMPONENTS	37 546 754	0,099
REPSOL YPS SA	187 528 415	0,109	EMAP	31 566 107	0,111
TELEFONICA MOVILES SA	18 214 329	0,005	EMI GROUP	95 985 301	0,168
TELEFONICA SA	910 492 919	0,072	ENERGIS PLC	153 820 896	0,158
TERRA NETWORKS SA	35 548 810	0,060	ENTERPRISE OIL	37 104 617	0,100
UNION ELECTRICA FENOSA	75 036 283	0,152	EUROTUNNEL PLC/EUROTUNNEL SA UNITS(1 EPLC ORD 40P&	47 824 727	0,274
ZELTIA SA	13 193 798	0,064	EXEL	36 280 861	0,098
			FKI	15 788 367	0,095
Storbritannia			FLEMING MERCANTILE INVESTM TRUST	6 963 398	0,067
3I EUROPEAN TECHNOLOGY TRUST	27 838 703	0,723	FOREIGN & COL INVESTMENT TRUST	24 912 791	0,072
3I GROUP PLC	129 930 596	0,131	FREESERVE PLC	3 337 651	0,025
ABBEY NATIONAL PLC	333 258 290	0,145	GALLAHER GROUP PLC	36 145 903	0,104
AEGIS GROUP	19 791 499	0,101	GKN	67 230 012	0,100
ALLIANCE & LEICESTER PLC	59 446 458	0,130	GLAXOSMITHKLINE PLC	2 109 773 423	0,136
ALLIANCE TRUST	15 808 528	0,075	GRANADA COMPASS PLC	293 034 584	0,141
ALLIED DOMECQ PLC	113 135 281	0,182	GREAT UNIVERSAL STORES	146 484 257	0,210
AMVESCAP PLC	141 747 064	0,099	GUARDIAN IT	16 291 495	0,202
ANGLO AMERICAN PLC	199 130 058	0,101	HALIFAX PLC	195 031 248	0,099
ARM HOLDINGS PLC	102 116 969	0,155	HAMMERSON PLC	12 797 101	0,075
ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	52 671 687	0,100	HANSON	43 355 950	0,098
ASTRAZENECA GROUP	1 206 374 417	0,103	HAYS	88 230 223	0,100
AUTONOMY CORPORATION PLC	29 756 829	0,047	HILTON GROUP	40 339 131	0,097
AWG	21 860 348	0,097	HSBC HOLDINGS PLC	1 367 238 820	0,114
BALTIMORE TECHNOLOGIES INC	21 850 200	0,095	IMPERIAL CHEMICAL	53 087 099	0,100
BANK OF SCOTLAND	143 910 581	0,123	IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	46 786 750	0,098
BARCLAYS	486 949 125	0,108	INNOGY HOLDINGS PLC	76 316 361	0,274
BASS PLC	84 350 924	0,101	INTEC TELECOM SYSTEMS	29 827 924	0,346
BBA GROUP	22 471 199	0,103	INTERNATIONAL POWER	150 487 461	0,407
BG GROUP PLC	157 668 982	0,130	INVENSYS PLC	72 757 606	0,101
BILLITON PLC	150 344 440	0,191	JOHNSON MATTHEY	101 492 470	0,329
BLUE CIRCLE INDUSTRIES PLC	36 951 782	0,101	KELDA GROUP PLC	23 703 937	0,118
BOC GROUP	65 922 798	0,100	KIDDE PLC	2 811 073	0,036
BOOKHAM TECHNOLOGY PLC	9 994 547	0,065	KINGFISHER PLC	90 441 065	0,099
BOOTS CO	72 567 951	0,101	LAND SECURITIES	52 341 508	0,090
BP AMOCO	2 175 133 143	0,068	LAPORTE	17 158 058	0,097
BPB INDUSTRIES	15 684 775	0,094	LASMO PLC	114 752 323	0,324
BRADFORD & BINGLEY PLC	63 162 071	0,252	LATTICE GROUP PLC	159 532 421	0,230
BRITISH AEROSPACE	82 117 335	0,054	LEGAL & GENERAL GROUP PLC	125 169 706	0,100
BRITISH AIRWAYS	28 062 212	0,050	LLOYDS TSB GROUP	606 410 731	0,118
BRITISH AMERICAN TOBACCO	145 035 409	0,099	LOGICA	197 766 343	0,194
BRITISH ENERGY PLC	20 709 282	0,098	LONMIN PLC	72 607 445	0,324
BRITISH LAND CO PLC	109 162 390	0,337	MARCONI PLC	302 332 335	0,115
BRITISH SKY BROADCASTING	374 620 418	0,137	MARKS & SPENCER	70 719 135	0,100
BRITISH TELECOM	651 739 012	0,132	MATALAN PLC	38 649 410	0,100
BUNZL	25 101 601	0,101	MISYS PLC	84 644 010	0,169
BAA	85 131 773	0,100	NATIONAL GRID	118 821 901	0,100

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

Europa	Markedsverdi (NOK)		Prosentvis eierandel	
	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
NDS GROUP PLC	9 465 631	0,218	Sveits	
NEW DIXONS GROUP PLC	56 321 169	0,100	ABB LIMITED	302 101 072 0,084
NEXT PLC	36 164 407	0,101	ADECCO SA	178 316 021 0,174
NORTHERN ROCK	16 455 450	0,069	ALUSUIS LONZA HOLDING AG	4 378 517 0,014
NYCOMED AMERSHAM PLC	229 119 872	0,491	BALOISE-HOLDINGS LTD	81 105 097 0,148
OXFORD GLYCOSCIENCES	15 779 825	0,196	BANQUE CANTONALE VAUDOISE	86 852 024 0,606
P & O	28 367 609	0,100	BARRY CALLEBAUT AG	31 998 114 0,484
P&O PRINCESS CRUISES PLC	26 199 779	0,098	BONST AG SZF100 (BR)	1 986 169 0,055
PEARSON	222 241 764	0,133	CHARLES VOGELE HOLDING AG	26 120 910 0,228
POWERGEN PLC	54 092 592	0,100	CIBA SPECIALITY CHEMICALS	31 439 506 0,079
PREMIER FARNELL	16 260 253	0,103	CLARIANT	44 709 860 0,097
PROVIDENT FINANCIAL	23 312 904	0,072	COMPAGNIE FINANCIERE RICHEMONT AG	184 854 738 0,150
PRUDENTIAL CORPORATION PLC	490 383 993	0,175	CREDIT SUISSE GROUP	522 546 727 0,104
PSION	15 273 484	0,098	FORBO HLDG	39 725 550 0,683
RAILTRACK GROUP PLC	63 265 223	0,101	GIVAUDAN AG	760 178 0,004
RANK GROUP PLC	16 487 629	0,131	HOLDERBANK FINANCIERE GLARIS AG	114 437 827 0,133
RECKITT BENCKISER PLC	76 044 041	0,100	LINDT & SPRUENGLI AG	22 936 118 0,584
REED INTERNATIONAL PLC	234 059 653	0,201	NESTLE SA	887 810 532 0,109
REGUS PLC (RGU LN)	57 798 067	0,209	NOVARTIS AG	1 423 185 755 0,127
RENTOKIL INITIAL	130 771 385	0,205	OERLIKON-BUHRLE HLDG	19 918 391 0,079
REUTERS GROUP	258 767 623	0,121	PARGESA HLDGS SA SZF1000(BR)	13 130 655 0,051
REXAM PLC	12 383 960	0,105	PHONAK HOLDINGS AG	29 686 577 0,129
RIO TINTO PLC	159 281 826	0,095	ROCHE HLDG AG	874 226 353 0,083
RMC GROUP	20 341 568	0,099	SAIRGROUP	58 069 394 0,325
ROLLS-ROYCE	20 404 425	0,050	SCHWEIZ RUCKVERSICHER	398 857 635 0,132
ROYAL & SUN ALLIANCE INSURANCE GROUP PLC	222 033 044	0,205	SCHWEIZERISCHE LEBENSVERSICHERUNGS & RENTENANST	64 848 031 0,075
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	669 085 400	0,120	SERONO AG	45 562 049 0,051
SAFEWAY PLC	97 077 512	0,235	SMH AG NEUENBERG CHF10 (REGD)	27 001 347 0,079
SAGE GROUP PLC	51 099 051	0,100	SOCIETE GEN DE SURVEIL HOLDINGS SA	13 838 640 0,063
SAINSBURY (J)	90 090 370	0,089	STRAUMANN HOLDING AG	10 494 620 0,086
SCHRODERS PLC	42 335 046	0,075	SULZER GEBRUDER AG	18 632 921 0,081
SCOT & NEWCASTLE	39 344 879	0,098	WATCH GROUP	71 837 807 0,181
SCOTTISH & SOUTHERN ENERGY	69 918 615	0,100	SWISSCOM AG	174 833 631 0,104
SCOTTISH INVESTMENT TRUST	9 821 230	0,066	SYNGENTA AG	180 714 830 0,349
SCOTTISH MORTGAGE & TRUST	11 854 387	0,064	SYNTHES-STRATEC INC	40 516 469 0,052
SCOTTISH POWER	128 307 451	0,051	UBS AG	851 740 353 0,067
SECURICOR GROUP PLC	51 938 216	0,420	ZURICH FINANCIAL SERVICES AG	735 096 670 0,165
SEMA PLC	36 170 910	0,152		
SERCO GROUP ORD 2P	65 762 555	0,238	Sverige	
SEVERN TRENT PLC	74 846 121	0,223	ASSA ABLOY AB	33 633 621 0,059
SHELL TRANSP&TRDG	877 902 894	0,122	ASSIDOMAN AB	16 713 569 0,066
SLOUGH ESTATES	16 186 334	0,072	ATLAS COPCO AB	75 684 918 0,162
SMITH & NEPHEW PLC	133 162 232	0,351	ELECTROLUX AB	34 522 666 0,085
SMITHS GROUP	59 344 628	0,101	ENIRO AB	12 643 365 0,095
SOUTH AFRICAN BREWERIES PLC	46 845 118	0,098	EUROPOLITAN HOLDINGS AB	23 553 003 0,074
SPIRENT PLC	92 298 100	0,126	FORENINGSSPARBANKEN	465 099 571 0,652
STAGECOACH HOLDINGS PLC	11 849 704	0,102	GAMBRO AB	17 774 835 0,079
STANDARD CHARTERED	311 081 869	0,218	HENNES & MAURITZ AB	115 507 156 0,116
TATE & LYLE	15 416 045	0,098	INDUSTRIVARDEN AB	25 744 949 0,079
TELEWEST PLC	74 328 788	0,189	INVESTOR AB	54 628 777 0,054
TESCO PLC	278 247 768	0,113	MO OCH DOMSJO AB SER 'B' SEK50	13 875 850 0,080
THAMES WATER PLC	6 693 412	0,012	NETCOM SYSTEMS	17 750 798 0,042
TOMKINS PLC	17 397 814	0,110	NORDEA	23 971 262 0,060
TR SMALLER COMPANIES INVESTMENT TRUST	4 062 385	0,055	NORDIC BALTIC HOLDING AB	138 497 192 0,069
UNILEVER PLC	251 511 718	0,114	S K F	6 455 041 0,075
UNITED BUSINESS MEDIA PLC	56 039 396	0,099	SANDVIK AB	43 350 857 0,079
UNITED UTILITIES	48 015 376	0,100	SCANIA AB	28 498 899 0,073
VODAFONE GROUP PLC	2 958 350 383	0,149	SECURITAS	165 276 199 0,298
W H SMITH GROUP	9 687 803	0,069	SKANDIA FORSAKRINGS AB	213 708 593 0,146
WHITBREAD & CO	36 438 365	0,102	SKANDINAVISKA ENSKLIDA BK	203 507 098 0,310
WITAN INVESTMENT COMPANY	15 719 179	0,071	SKANSKA AB	32 498 167 0,085
WOLSELEY	35 743 960	0,103	SKF AB	4 578 056 0,076
WPP GROUP	212 757 734	0,168	SSAB SVENSKT STAL	7 034 760 0,074
			SVENSKA CELLULOSA	25 200 785 0,080

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
Europa					
SVENSKA HANDELSBANKEN AB	112 211 203	0,085	Østerrike		
TELEFONAKTIEBOLAGET LM ERICSSON AB	1 097 703 884	0,075	AUSTRIA TABAKWERKE	7 108 448	0,066
TELIA AB	20 817 859	0,015	AUSTRIAN AIRLINES	1 038 073	0,030
VOLVO AB	128 293 813	0,199	BANK AUSTRIA	55 447 394	0,129
WM-DATA AB	19 094 303	0,146	BOEHLER UDDEHOLM	2 190 811	0,070
			BRAU UNION	3 277 606	0,094
Tyskland			BWT AG	3 336 451	0,069
ADIDAS - SALOMON AG	19 906 986	0,080	ERSTE BANK DER OSTERREICHISCHEN SPARKASSEN AG	4 204 529	0,021
AIXTRON AG	36 720 087	0,123	EVN AG	6 963 702	0,076
ALLIANZ AG	786 570 179	0,097	FLUGHAFEN WIEN AG	2 543 440	0,049
ALTANA AG	42 156 932	0,079	IMMOFINANZ IMMOBILIEN ANLAGEN AG	1 696 156	0,054
AMB AACHENER UND MUNCHENER BETEIL	29 623 445	0,069	LENZING AG	1 099 483	0,045
AXA COLONIA KONZERN AG	19 714 618	0,070	MAYR-MELNHOF KARTON AG	3 677 983	0,079
BANKGESELLSCHAFT BERLIN	2 829 637	0,010	OESTERREICHISCHE BRAU-AG	2 281 262	0,069
BASF AG	209 351 453	0,086	OESTERREICHISCHE EL WIRTSCH	11 159 091	0,083
BAYER AG	348 100 864	0,103	OMV AG	142 604 534	0,773
BAYERISCHE HYPO-UND VEREINSB	230 000 535	0,113	RHI AG	2 455 482	0,071
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	288 503 981	0,160	TELEKOM AUSTRIA AG	17 887 630	0,072
BEIERSDORF	120 348 226	0,155	VA TECHNOLOGIE A	3 022 501	0,076
BILFINGER & BERGER BAU AG	26 034 168	0,687	VOEST ALPINE STAHL AG	6 217 068	0,077
BROKAT INFOSYSTEMS AG	1 364 419	0,030	WIENERBERGER BAUSTOFFINDUSTRIE AG	9 024 916	0,082
COMMERZBANK AG	81 923 543	0,062			
CONTINENTAL AG	14 373 545	0,079			
DAIMLERCHRYSLER AG	485 634 385	0,068			
DEGUSSA-HULS AG	31 226 168	0,066			
DEUTSCHE BANK AG	417 488 198	0,092			
DEUTSCHE POST AG	22 585 690	0,011			
DEUTSCHE TELEKOM AG	253 449 725	0,031			
DIREKT ANLAGE BANK AG	39 472 107	0,212			
DRESDNER BANK AG	162 523 430	0,081			
E ON AG	401 610 870	0,100			
ELMOS SEMICONDUCTOR AG	12 900 063	0,304			
EM TV MERCHANDISING AG	2 246 986	0,038			
EPCOS AG	60 730 298	0,121			
ERGO VERSICHERUNGSGRUPPE AG	98 849 163	0,088			
FRESENIUS	37 973 564	0,162			
FRESENIUS MEDICAL CARE	38 658 174	0,077			
GEHE AG	19 468 322	0,080			
HANNOVER RUECKVERSICHERUNGS AG	20 271 058	0,088			
HEIDELBERG (PORTLAND-ZEMENTWERKE)AG	18 607 462	0,093			
HENKEL KGAA	25 814 178	0,035			
HOCHTIEF AG	9 026 602	0,075			
INFINEON TECHNOLOGIES AG	173 392 173	0,085			
INTERSHOP COMMUNICATIONS	3 181 960	0,014			
KAMPS AG	17 009 778	0,224			
KARSTADT QUELLE AG	24 996 683	0,078			
LINDE AG	37 710 036	0,079			
LUFTHANSA AG	102 410 449	0,118			
MAN AG	19 805 809	0,080			
MARSCHOLLEK LAUTENSCHLAEGER	167 301 094	0,216			
MERCK KGAA	28 016 950	0,042			
METALLGESELLSCHAFT AG	88 125 897	0,639			
METRO AG	228 158 691	0,182			
MUNCHENER RUCKVERS	614 471 099	0,110			
PREUSSAG AG	46 738 559	0,085			
PROSIEBENSAT1 MEDIA AG	13 145 887	0,283			
RWE AG	186 283 606	0,069			
SAP AG	364 719 933	0,105			
SCHERING AG	120 729 991	0,118			
SIEMENS AG	778 781 780	0,114			
TECIS HOLDING AG	11 425 352	0,169			
THYSSEN KRUPP AG	60 078 188	0,085			
VOLKSWAGEN AG	123 062 128	0,086			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
Nord-Amerika					
Canada					
			NORANDA INC	8 863 829	0,042
360NETWORKS	22 107 030	0,026	NORSKE SKOG CANADA LIMITED	4 697 984	0,038
ABITIBI-CONSOLIDATED CORP	14 649 083	0,041	NORTEL NETWORKS	341 982 796	0,019
AGRIUM	5 712 979	0,039	NOVA CHEMICALS	6 084 439	0,043
AIR CANADA	432 257	0,007	POWER FINANCIAL	24 734 236	0,035
ALBERTA ENERGY	24 355 819	0,039	PETRO-CANADA	11 658 390	0,019
ALCAN ALUMINIUM	34 976 036	0,036	PLACER DOME INC	11 692 563	0,042
ALIANANT INCORPORATED	7 008 765	0,027	POTASH CORP OF SASKATCHEWAN	14 814 327	0,042
ANDERSON EXPLORATION	9 592 412	0,037	POWER CORP OF CANADA	12 556 045	0,030
ATI TECHNOLOGIES	3 458 666	0,030	QLT PHOTOTHERAPEUTICS	6 172 048	0,037
BALLARD POWER SYSTEMS	19 749 510	0,040	QUEBECOR INC	2 407 818	0,025
BANK OF MONTREAL	37 256 062	0,031	RESEARCH IN MOTION LIMITED	14 007 981	0,029
BANK OF NOVA SCOTIA	38 277 139	0,030	ROGERS COMMUNICATIONS	10 095 382	0,046
BARRICK GOLD CORPORATION	23 188 614	0,041	ROYAL BANK OF CANADA	55 495 309	0,030
BC GAS	3 152 427	0,038	ROYAL GROUP TECHNOLOGIES	3 220 510	0,040
BCE EMERGIS	9 875 384	0,041	SAPUTO INC	3 971 181	0,036
BCE INC	64 086 286	0,031	SEARS CANADA	4 412 248	0,033
BCT TELUS COMMUNICATIONS	20 988 634	0,051	SHAW COMMUNICATIONS	14 107 937	0,035
BIOCHEM PHARMA	11 493 632	0,041	SHELL CANADA	5 240 901	0,008
BIOVAIL	17 280 913	0,041	SUN LIFE FINANCIAL SERVICES OF CANADA	34 267 330	0,035
BOMBARDIER	55 371 837	0,040	SUNCOR ENERGY	20 479 815	0,041
BROOKFIELD PROPERTIES	5 975 344	0,028	TALISMAN ENERGY	18 128 919	0,040
CAE INDUSTRIES	6 046 124	0,039	TECK CORPORATION	2 717 623	0,031
CAMECO	848 418	0,010	THOMSON CORPORATION	75 423 543	0,036
CANADA LIFE FINANCIAL CORPORATION	11 228 842	0,028	TORONTO-DOMINION BANK	48 259 600	0,030
CANADIAN IMP BANK	33 209 034	0,032	TRANSALTA CORP	9 028 399	0,041
CANADIAN NATIONAL RAILWAYS	18 631 124	0,022	TRANSCANADA PIPELINES	19 125 021	0,040
CANADIAN NATURAL RESOURCES	12 172 407	0,041	TRILON FINANCIAL CORP	2 228 249	0,028
CANADIAN PACIFIC	32 652 017	0,041	TRIZEC HAHN CORPORATION	5 881 833	0,030
CANADIAN TIRE	2 402 694	0,030	UNITED DOMINION INDUSTRIES	1 370 526	0,033
CANADIAN UTILITIES	4 015 938	0,034	WESTCOAST ENERGY	9 952 409	0,040
CELESTICA	30 626 752	0,040			
CGI GROUP	2 666 677	0,031	USA		
CMAC INDUSTRIES	13 610 504	0,042	3 COM CORP	9 094 281	0,035
COGNOS	5 244 113	0,037	ABBOTT LABORATORIES	264 196 348	0,040
COMINCO	4 822 355	0,038	ABERCROMBIE & FITCH CO	12 875 035	0,072
DOFASCO	3 388 544	0,038	ACE LIMITED	84 090 788	0,097
DOMTAR	6 249 293	0,043	ADAPTEC INC	2 631 247	0,029
EDPERBRASCAN	11 781 716	0,032	ADC TELECOMMUNICATIONS	43 672 206	0,036
ENBRIDGE	16 900 735	0,041	ADOBE SYSTEMS INC	44 179 248	0,036
FAIRFAX FINANCIAL HLDGS	4 380 187	0,026	ADVANCED MICRO DEVICES INC	15 234 004	0,040
FALCON BRIDGE	7 089 267	0,041	AES CORP	88 024 068	0,039
FINNING INTERNATIONAL	1 891 232	0,033	AETNA INC	20 810 482	0,041
FOUR SEASONS HOTEL	4 867 831	0,029	AFLAC INC	57 831 992	0,034
FRANCO NEVADA MINING	6 148 193	0,039	AGILENT TECHNOLOGIES INCORPORATED	78 685 132	0,036
GENTRA	597 096	0,020	AIR PRODUCTS & CHEMS INC	33 148 470	0,040
GEORGE WESTON	26 246 512	0,040	ALBERTSONS INC	34 836 740	0,036
GREAT WEST LIFE CO	4 449 511	0,005	ALCOA INC	102 385 002	0,040
GULF CANADA RESOURCES	9 371 730	0,039	ALLEGHENY POWER SY	19 663 355	0,042
HUDSONS BAY	1 622 552	0,026	ALLSTATE CORP	96 596 189	0,034
HUSKY ENERGY	15 089 191	0,040	ALLTEL CORP	53 466 611	0,031
IMPERIAL OIL	39 489 067	0,041	ALTERA CORPORATION	33 085 724	0,036
INCO	11 164 589	0,042	AMAZON COMMUNICATIONS INC	12 822 574	0,026
INVESTORS GROUP	9 984 219	0,031	AMBAC FINANCIAL GROUP INC	17 067 286	0,032
LOBLAW COS	43 714 953	0,053	AMDOCS LTD	37 039 976	0,029
MAGNA INTERNATIONAL	10 819 249	0,038	AMERADA HESS CORP	23 946 162	0,041
MANULIFE FINANCIAL CORPORATION	43 800 877	0,033	AMEREN CORPORATION	22 892 878	0,041
MDS	7 229 284	0,040	AMERICA ONLINE INC	288 943 316	0,041
METHANEX CORP	3 173 790	0,032	AMERICAN ELEC POWER CO INC	54 250 256	0,040
MITEL CORP	2 855 846	0,032	AMERICAN EXPRESS CO	207 964 846	0,032
MOLSON COS	4 660 150	0,039	AMERICAN FINANCIAL GROUP INC OHIO	14 054 511	0,102
NATIONAL BANK OF CANADA	8 396 310	0,028	AMERICAN GENERAL CORP	87 438 153	0,048
NEXEN INC	11 831 357	0,046	AMERICAN HOME PRODUCTS CORP	291 441 371	0,040
NEXFOR INC	2 260 546	0,036	AMERICAN INTL GROUP INC	754 490 037	0,038

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

Nord-Amerika

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
AMERICAN POWER CONVERSION	6 635 052	0,031	CALPINE CORPORATION	44 467 317	0,040
AMERICAN TELEPH & TELEGH CO	199 025 484	0,035	CAMPBELL SOUP CO	50 902 813	0,040
AMERICAN TOWER CORPORATION	8 350 033	0,015	CAPITAL ONE FINANCIAL CORP	39 574 178	0,035
AMGEN	231 391 243	0,040	CARDINAL HEALTH INC COM NPV	97 962 133	0,040
AMR CORP	18 299 958	0,035	CAREMARK RX INC	8 148 784	0,032
AMSOUTH BANCORP	15 341 750	0,030	CARNIVAL CORP	55 969 272	0,035
ANADARKO PETROLEUM CORP	63 287 527	0,041	CATERPILLAR INC	57 382 772	0,040
ANALOG DEVICES INC	59 506 423	0,037	CENDANT CORP	22 690 921	0,037
ANDREW CORP	4 398 804	0,028	CERIDIAN CORP	7 890 765	0,031
ANHEUSER-BUSCH COS INC	144 978 554	0,040	CHASE MANHATTAN CORPORATION	246 233 259	0,046
AON CORP	26 572 970	0,034	CHECK POINT SOFTWARE TECHNOLOGIES LTD	56 771 077	0,032
APACHE CORP	30 464 199	0,040	CHEVRON CORPORATION	176 931 344	0,037
APPLE COMPUTER CO INC	16 505 543	0,039	CHIRON CORP	27 855 041	0,039
APPLIED MATERIALS INC	101 971 402	0,037	CHRIS-CRAFT INDUSTRIES,INC	3 133 303	0,020
APPLIED MICROCIRCUITS CORPORATION	65 452 167	0,033	CHUBB CORP	45 495 020	0,034
ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO	32 639 007	0,041	CIENA CORP	72 811 188	0,036
ARCHSTONE COMMUNITIES TRUST	9 877 841	0,036	CIGNA CORP	63 579 927	0,035
ARIBA INC	39 344 695	0,035	CINCINNATI FINANCIAL CORPORATION	47 654 569	0,085
ARROW ELECTRONICS INC	8 130 520	0,033	CINERGY CORPORATION	18 966 637	0,039
ASHLAND OIL INC	7 315 502	0,033	CIRCUIT CITY STORES INC	6 513 753	0,031
AT&T CORPORATION	153 542 026	0,054	CISCO SYSTEMS	987 406 899	0,041
AT HOME CORP	4 308 276	0,028	CITIGROUP INC	879 737 413	0,039
AT&T WIRELESS GROUP	22 448 529	0,006	CITIZENS UTILITIES CO	8 083 609	0,026
ATMEL CORP	16 076 853	0,034	CLEAR CHANNEL COMMUNICATIONS INC	115 588 519	0,046
AUTO DATA PROCESS INC	126 185 319	0,036	CLOROX CO	29 189 468	0,040
AUTONATION	7 035 378	0,033	CMS ENERGY CORP	11 086 933	0,033
AUTOZONE INC	7 754 215	0,027	COASTAL CORP	66 296 434	0,040
AVAYA INC	8 092 017	0,032	COCA COLA CO	532 565 082	0,040
AVERY DENNISON CP COM US\$1	22 240 785	0,041	COCA COLA ENTERPRISES INC	28 695 595	0,041
AVNET INC	4 641 741	0,027	COLGATE-PALMOLIVE CO	131 690 873	0,040
AVON PRODUCTS INC	39 888 181	0,040	COMCAST CORPORATION	139 533 181	0,043
AXA FINANCIAL INC	42 756 063	0,020	COMERICA INC	24 620 693	0,030
BAKER HUGHES INC	48 631 655	0,040	COMMERCE ONE INC	11 652 017	0,027
BANK OF AMERICA CORPORATION	215 544 361	0,032	COMPAQ COMPUTER CORP	108 778 006	0,047
BANK OF NEW YORK CO INC	236 820 877	0,066	COMPUTER ASSOC INTERN INC	36 427 720	0,036
BANK ONE CORPORATION	120 852 623	0,032	COMPUTER SCIENCES COM STK US\$1	32 306 429	0,036
BAUSCH & LOMB INC	6 451 229	0,034	COMPUWARE CORP	6 229 400	0,031
BAXTER INTERNATIONAL INC	91 620 195	0,040	CONVERSE TECHNOLOGY INC	56 229 400	0,036
BB&T CORP	39 954 122	0,030	CONAGRA INC	50 231 208	0,041
BEA SYSTEMS INC	80 432 316	0,036	CONEXANT SYSTEMS INC	11 361 998	0,035
BEAR STEARNS COS INC	14 372 471	0,030	CONOCO INC	63 826 844	0,040
BECTON DICKINSON & COMPANY	31 675 786	0,041	CONSD EDISON INC	29 524 382	0,041
BELLSOUTH CORP	268 475 181	0,040	CONSECO INC	8 621 586	0,023
BERKSHIRE HATHAWAY INC	299 282 830	0,036	CONSTELLATION ENERGY GROUP INC	23 875 651	0,040
BEST BUY CO INC	21 099 545	0,039	COOPER INDUSTRIES INC	14 390 390	0,038
BIOGEN INC	30 673 796	0,039	CORNING INC	174 777 446	0,043
BLACK & DECKER CORP	12 309 307	0,043	CORVIS CORPORATION	18 605 197	0,026
BLOCK (H&R) INC	8 356 164	0,025	COSTCO WHOLESALE CORPORATION	57 210 370	0,036
BMC SOFTWARE INC	11 449 116	0,038	COUNTRYWIDE CREDIT INDUSTRIES INC	14 681 356	0,029
BOEING COMPANY	208 762 023	0,040	COX COMMUNICATIONS	85 177 805	0,036
BOSTON SCIENTIFIC CORP	20 269 610	0,041	CSX CORP	17 910 268	0,036
BOWATER INC COM STK US\$1	7 916 022	0,032	CVS CORP	68 992 919	0,033
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	512 497 446	0,040	CYPRESS SEMICONDUCTOR CORP COM STK US\$0.01	6 275 472	0,030
BROADCOM CORPORATION	42 815 664	0,037	DANA CORP	7 293 702	0,036
BROADWING INCORPORATED	12 564 827	0,029	DANAHER CORPORATION	25 669 473	0,030
BROCADE COMMUNICATION SYSTEMS INC	59 428 317	0,033	DARDEN RESTAURANTS	6 279 857	0,026
BROWN-FORMAN CORP	7 808 334	0,034	DEERE & CO	38 318 028	0,040
BURLINGTON NORTHERN INC	37 399 207	0,037	DELHAIZE AMERICA INC	5 899 399	0,021
BURLINGTON RESOURCES INC	38 636 383	0,040	DELL COMPUTERS	145 065 654	0,036
CABLETRON SYSTEMS INC	7 401 626	0,030	DELPHI AUTOMOTIVE SYSTEMS	22 676 243	0,041
CABLEVISION SYSYMES CORP	5 992 182	0,006	DELTA AIR LINES INC	20 016 535	0,037
CABOT CORP	5 304 876	0,034	DIAMOND OFFSHORE DRILLING	18 342 868	0,038
CABOT MICROELECTRONICS CORPORATION	458	0,000	DOLLAR GENERAL CORP	20 623 261	0,038
CADENCE DESIGN SYSTEMS INC	22 022 747	0,037	DOMINION RESOURCES INC (VIRGINIA)	56 577 718	0,040

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

Nord-Amerika	Markedsverdi (NOK)		Prosentvis eierandel		
	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel	
DONNELLEY (RR) & SONS CO	8 030 159	0,028	GILLETTE CO	133 019 730	0,040
DOVER CORPORATION	28 811 393	0,040	GLOBAL CROSSING LTD	60 390 229	0,053
DOW CHEMICAL CO	79 753 649	0,036	GLOBAL MARINE,INC	16 800 385	0,038
DOW JONES & CO INC	11 395 133	0,034	GOLDEN WEST FINC CORP	29 691 660	0,032
DQE INC	7 112 436	0,033	GOLDMAN SACHS GROUP INC	100 315 776	0,023
DTE ENERGY INC	20 343 359	0,042	GOODRICH (BF) CO	12 911 777	0,040
DU PONT(E I)DE NEMOURS & CO	177 230 294	0,040	GOODYEAR TIRE & RUBBER CO	11 019 200	0,035
DUKE ENERGY CORP	110 052 114	0,040	GPU CORP COM STK US\$2.50	15 282 685	0,039
DUN & BRADSTREET CORP(DELAWARE)	5 068 315	0,027	GRAINGER(W W) INC	12 621 397	0,042
DYNEGY INC	49 038 357	0,042	GREENPOINT FINANCIAL CORP	8 647 226	0,023
EASTMAN CHEMICAL CO	11 550 626	0,035	GUIDANT CORP	57 485 482	0,039
EASTMAN KODAK CO	38 635 488	0,036	HALLIBURTON CO	56 010 877	0,039
EATON CORP	19 595 551	0,042	HARCOURT GENERAL INC	6 028 314	0,022
EBAY INC	14 386 714	0,018	HARLEY DAVIDSON	42 630 792	0,040
ECHOSTAR COMMUNICATIONS CORPORATION	14 946 284	0,032	HARRAHS ENTERTAINMENTS	6 748 087	0,025
ECOLAB INC	20 300 813	0,042	HARRIS CORP	5 525 843	0,030
EDISON INTERNATIONAL	18 493 257	0,041	HARTFORD FINANCIAL SERVICES GROUP INC	48 529 804	0,035
EDWARDS (AG) INC	10 234 823	0,030	HASBRO INC	5 623 866	0,035
EL PASO NATURAL GAS CORPORATION	58 331 950	0,040	HCA HEALTHCARE CO	82 650 789	0,040
ELECTRONIC DATA SYSTEMS CORP	73 579 237	0,031	HEALTHSOUTH CORP	23 677 473	0,043
EMC CORP MASSACHUSETTS	518 333 796	0,041	HEINZ (H J) CO	57 972 368	0,040
EMERSON ELECTRIC CO	118 118 928	0,040	HERCULES INC	537 930	0,003
ENGELHARD CORP	9 004 168	0,039	HERSHEY FOODS CORP	23 481 446	0,039
ENRON CORPORATION	216 261 965	0,040	HEWLETT-PACKARD CO	218 453 571	0,040
ENSCO INTERNATIONAL INC	15 855 897	0,038	HILLENBRAND INDUSTRIES INC	12 332 542	0,043
ENTERGY CORP	34 354 401	0,041	HILTON HOTELS CORP	12 072 647	0,035
EQUIFAX INC	10 784 842	0,030	HOME DEPOT INC	368 553 141	0,039
EQUITY INCOME FUND	3 908 367	0,023	HOMEFED CORPORATION	12 465	0,003
EQUITY OFFICE PROPERTIES TRUST	25 778 289	0,030	HOMESTAKE MINING CO	196	0,000
ESTEE LAUDER COMPANIES INC	19 136 860	0,040	HONEYWELL INTERNATIONAL INC	146 149 708	0,044
EXELON CORPORATION	80 400 093	0,041	HOUSEHOLD INTL INC	114 992 536	0,051
EXODUS COMMUNICATIONS INCORPORATED	26 314 455	0,035	HUNTINGTON BANCSHARES INC	10 419 018	0,029
EXTREME NETWORKS INC	13 628 467	0,037	I2 TECHNOLOGIES INCORPORATED	26 133 124	0,013
EXXON MOBIL CORPORTION	1 067 128 372	0,040	IBM CORPORATION	535 890 879	0,041
FDX CORP	36 210 680	0,036	ILLINOIS TOOL WORKS INC	63 013 017	0,040
FEDERATED DEPARTMENT STORES INC	23 304 166	0,038	IMMUNEX CORPORATION	40 534 809	0,021
FIFTH THIRD BANCORP	74 751 156	0,031	IMS HEALTH INCORPORATED	25 978 372	0,037
FIRST DATA CORP	65 288 262	0,036	INFINITY BROADCASTING CORPORATION	12 269 092	0,013
FIRST ENERGY CORP	25 782 119	0,041	INGERSOLL-RAND CO OF AMERICA	23 557 924	0,040
FIRST TENNESSEE NATIONAL CORP	7 673 438	0,023	INKTOMI CORPORATION	6 447 108	0,032
FIRST UNION CORPORATION	72 848 612	0,030	INTEGRATED DEVICE TECH	10 311 602	0,033
FIRST VIRGINIA BANKS INC	5 294 497	0,027	INTEL CORP	715 793 304	0,040
FIRSTAR CORPORATION	60 336 997	0,031	INTERNATIONAL CABLETEL	937 887	0,002
FLEET BOSTON CORPORATION	266 516 522	0,089	INTERNATIONAL PAPER CO	69 852 303	0,040
FLUOR CORPORATION	7 658 756	0,036	INTERNET CAPITAL GROUP	2 259 848	0,028
FMC CORP	6 206 718	0,032	INTERPUBLIC GROUP OF COMPANIES	42 098 300	0,036
FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION	298 636 294	0,038	INTUIT INC	24 935 845	0,035
FOOTSTAR INC	28 810 095	0,338	ITT CORP	12 099 876	0,040
FORD MOTOR COMPANY	149 815 305	0,040	IVAX CORP	20 636 814	0,039
FORTUNE BRANDS INC	16 222 808	0,039	JARDINE STRATEGIC HOLDINGS	29 960 206	0,107
FOX ENTERTAINMENT GROUP INC	4 208 747	0,015	JEFFERSON-PILOT CORP	22 724 714	0,033
FPL GROUP INC	45 550 132	0,041	JOHNSON & JOHNSON	515 861 544	0,040
FRANKLIN RESOURCES INC	24 683 175	0,030	JOHNSON CONTROLS INC	15 432 475	0,039
FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE CORP.	195 751 612	0,046	JUNIPER NETWORKS	149 076 865	0,043
GANNETT CO INC	52 688 262	0,036	K MART CORP	5 381 472	0,024
GAP INC	68 890 493	0,036	KELLOGG CO	36 909 760	0,039
GATEWAY 2000	19 447 512	0,038	KERR-MCGEE CORP	21 683 694	0,039
GENENTECH INCORPORATED	60 874 664	0,016	KEYCORP	32 307 307	0,030
GENERAL DYNAMICS CORP	54 494 467	0,040	KEYSPAN CORPORATION	20 056 403	0,040
GENERAL ELECTRIC CO(U S)	1 660 562 984	0,040	KIMBERLY-CLARK CORP	134 427 742	0,040
GENERAL MILLS INC	44 644 337	0,040	KLA - TENCOR CORPORATION	19 159 477	0,034
GENERAL MOTORS CORP	146 249 415	0,038	KNIGHT RIDDER INC	14 297 776	0,039
GENUINE PARTS CO	16 953 163	0,042	KOHL'S CORPORATION	63 376 706	0,036
GEORGIA-PACIFIC CORP	25 087 961	0,041	KROGER CO	65 808 284	0,034

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

Nord-Amerika

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
LEGGETT & PLATT INC	13 047 094	0,040	NIKE INC COM STK	83 198 203	0,099
LEHMAN BROS HOLDINGS	43 953 543	0,031	NIPSCO INDUSTRIES INC COM STK NPV	20 540 540	0,034
LEVEL 3 COMMUNICATIONS INC	51 069 589	0,048	NORDSTORM INC	5 457 321	0,026
LEXMARK INTERNATIONAL INC	17 497 141	0,035	NORFOLK SOUTHERN CORP	16 581 670	0,037
LILLY(ELI)& CO	370 492 934	0,040	NORTHEAST UTILITIES	8 273 178	0,029
LIMITED INC	23 676 419	0,037	NORTHERN TRUST CORP	49 188 773	0,031
LINCOLN NATIONAL CORP	27 826 059	0,035	NORTHROP CORP	20 918 757	0,040
LINEAR TECHNOLOGY	44 847 483	0,036	NORTHWEST AIRLINES CORP	5 200 252	0,023
LITTON INDUSTRIES	10 244 150	0,033	NOVELL INC	4 493 463	0,030
LIZ CLAIBORNE	8 808 230	0,046	NUCOR CORP	11 612 499	0,043
LOCKHEED MARTIN CO	49 159 916	0,041	OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	31 939 423	0,040
LOEWS CORP	36 148 961	0,040	OFFICE DEPOT INC	4 714 217	0,025
LOWE'S COS INC	54 467 275	0,036	OLD KENT FINANCIAL CORP	15 646 915	0,029
LSI LOGIC CORP COM	16 672 575	0,036	OLD REPUBLIC INTERNATIONAL CORP	12 013 783	0,036
LUCENT TECHNOLOGIES INC	161 810 708	0,040	OMNICOM GROUP INC	46 930 544	0,036
MANDALAY RESORT GROUP	3 686 695	0,025	ONI SYSTEMS CORPORATION	16 502 146	0,036
MARRIOTT CORP	7 039 783	0,028	OPEN WAVE SYS INC	25 152 891	0,036
MARRIOTT INTERNATIONAL INC	32 709 377	0,037	ORACLE CORPORATION	527 878 754	0,037
MARSH & MCLENNAN CO INC	151 449 908	0,054	OXFORD HEALTH PLANS INCORPORATE	10 963 731	0,037
MARSHALL & ILSLEY CORP	13 520 869	0,029	P G & E CORP	27 576 737	0,041
MASCO CORP	43 108 285	0,042	PACCAR INC	13 233 485	0,040
MASSEY ENERGY COMPANY	2 953 471	0,035	PALL CORP	7 673 216	0,033
MATTEL INC	21 665 650	0,040	PALM INC	51 727 014	0,037
MAXIM INTEGRATED PRODUCTS	79 124 510	0,066	PARAMETRIC TECHNOLOGY CORP	8 893 811	0,028
MAY DEPT STORES CO	32 628 773	0,038	PARKER-HANNIFIN CORP	17 456 959	0,039
MAYTAG CORP	9 467 978	0,043	PAYCHEX INC	57 630 344	0,036
MBIA INC	20 293 919	0,032	PE CORP	5 904 452	0,036
MBNA CORP	86 395 399	0,031	PE CORPORATION-PE BIOSYSTEMS GROUP	68 627 171	0,040
MCDONALDS CORP	142 743 465	0,036	PENNEY J C CO INC	6 607 605	0,026
MCGRAW-HILL INC	36 476 950	0,036	PEOPLESOFT INC	33 986 245	0,036
MCI WORLDCOM INC	125 839 177	0,036	PEPSICO INC	252 144 384	0,040
MCKESSON HBOC INC	36 806 336	0,041	PERKINELMER INCORPORATED	15 568 827	0,034
MCLEODUSA INC	24 414 064	0,033	PFIZER INC	1 020 759 833	0,040
MEAD CORP	11 925 780	0,042	PHARMACIA CORPORATION	272 638 827	0,040
MEDIMMUNE INC	35 913 521	0,041	PHELPS DODGE CORP	15 287 711	0,039
MEDTRONIC INC	255 587 244	0,040	PHILIP MORRIS COS INC	348 944 767	0,040
MELLON BANK CORP	68 943 677	0,033	PHILLIPS PETROLEUM	50 932 723	0,040
MERCK & COMPANY INC	759 584 613	0,040	PINNACLE WEST CAP	14 703 985	0,041
MERCURY INTERACTIVE CORPORATION	22 125 218	0,034	PITNEY BOWES INC	30 698 195	0,041
MERRILL LYNCH & CO INC	244 814 214	0,050	PMC SIERRA INC	38 203 910	0,034
METLIFE INC	73 057 004	0,031	PMI GROUP INC	6 126 616	0,023
METROMEDIA FIBER NETWORK INCORPORATED	11 080 577	0,026	PNC FINANCIAL	157 982 426	0,084
MGIC INVESTMENT CP COM	18 643 211	0,029	POTOMAC ELECTRIC POWER CO	8 276 271	0,034
MICRON TECHNOLOGY INC	65 367 002	0,037	PP&L RESOURCES INC	25 213 850	0,044
MICROSOFT CORP	848 406 960	0,041	PPG INDUSTRIES INC	28 055 558	0,039
MILLENIU PHARMACEUTICALS INC	47 580 308	0,041	PRAXAIR INC	24 327 296	0,039
MILLIPORE CORP	11 288 002	0,044	PROCTER & GAMBLE CO	360 950 386	0,040
MINNESOTA MINING & MANUFACTURING CO	168 204 971	0,040	PROGRESS ENERGY	38 057 305	0,043
MOLEX INC	12 953 687	0,042	PROGRESSIVE CORP OHIO	24 147 662	0,036
MOLX INC	8 046 844	0,037	PROVIDIAN FINANCIAL CORP	36 363 640	0,025
MOODY'S CORPORATION	10 622 921	0,029	PUBLIC SERVICE ENT GRP INC	37 407 688	0,041
MORGAN J P & CO INC	72 392 361	0,031	PUGET SOUND ENERGY INC	7 056 274	0,034
MORGAN STANLEY DEAN WITTER DISC & CO	281 996 519	0,036	QUAKER OATS CO	45 374 730	0,040
MOTOROLA INC	140 546 358	0,036	QUALCOMM INC	216 489 356	0,040
MYLAN LABORATORIES INC	9 102 108	0,032	QWEST COMMUNICATIONS INTL INC	303 327 196	0,051
NATIONAL CITY CORPORATION	47 854 234	0,031	RADIOSHACK CORPORATION	25 182 857	0,036
NATIONAL SEMICONDUCTOR CORP	10 782 529	0,034	RALSTON PURINA CO	28 732 310	0,041
NCR CORPORATION	15 397 137	0,037	RATIONAL SOFTWARE CORP	22 731 161	0,035
NETWORK APPLIANCE INCORPORATED	64 075 565	0,036	RAYTHEON CO	35 886 297	0,042
NEW YORK TIMES CO	22 240 074	0,039	READERS DIGEST ASSOCIATION INC	10 350 734	0,033
NEWELL COS INC	21 800 710	0,041	REDBACK NETWORKS INC	19 704 976	0,036
NEWMONT MINING CORP	10 704 298	0,042	REGIONS FINANCIAL CORP	15 553 982	0,030
NEXTEL COMMUNICATIONS INC	81 113 295	0,052	RELIANT ENERGY INCORPORATED	44 998 531	0,040
NIAGARA MOHAWK POWER CORP	8 188 221	0,035	ROCKWELL INTERNATIONAL CORP	32 035 377	0,042

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

Nord-Amerika

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
ROHM & HAAS CO	27 495 576	0,040	TOYS'R'US INC	9 936 617	0,034
SAFECO CORP	12 137 610	0,033	TRANSATLANTIC HLDGS INC	11 143 238	0,034
SAFEWAY STORES INC	100 321 654	0,036	TRANSOCEAN OFFSHORE INC	34 000 515	0,040
SANMINA CORP	41 083 707	0,040	TRIBUNE CO(DELAWARE)	39 137 540	0,035
SARA LEE CORP	75 466 637	0,040	TRICON GLOBAL RESTAURANTS	15 826 346	0,037
SBC COMMUNICATIONS INCORPORATED	577 055 033	0,040	TRI-CONTINENTAL CORP	5 881 236	0,033
SCHERING-PLOUGH CORP	292 488 493	0,040	TRW INC	16 095 579	0,038
SCHLUMBERGER	159 886 629	0,040	TV GUIDE INTERNATIONAL INC	19 727 574	0,012
SCHWAB (CHARLES) CORP	110 916 421	0,032	TYCO INTERNATIONAL	342 829 906	0,040
SCIENTIFIC-ATLANTA INC	15 972 022	0,035	TYCOM	15 390 517	0,015
SCRIPPS(EW)CO	10 603 574	0,032	UAL CORP	4 192 903	0,023
SDL INC	39 987 896	0,035	UJB FINANCIAL CORP	17 532 923	0,030
SEALED AIR CORP	9 094 221	0,040	UNION CARBIDE CORP	33 265 231	0,052
SEARS ROEBUCK & CO	38 301 756	0,037	UNION PACIFIC CORP	40 217 711	0,036
SEMPRA ENERGY	17 151 008	0,041	UNION PLANTERS CORP	12 421 322	0,029
SERVICEMASTER CO	9 586 262	0,032	UNIPHASE CORPORTION	105 522 933	0,037
SHAW INDUSTRIES INC	7 536 573	0,036	UNISYS CORP	14 161 769	0,035
SHERWIN-WILLIAMS CO	16 005 232	0,042	UNITED HEALTHCARE CORPORATION	71 118 474	0,041
SIEBEL SYSTEMS INC	123 802 719	0,048	UNITED PARCEL SERVICE INCORPORATED	25 517 040	0,030
SIGMA-ALDRICH CORP	10 865 927	0,041	UNITED TECHNOLOGIES CORP	131 375 689	0,040
SILICON GRAPHICS INC	170 832	0,003	UNITRIN	5 689 762	0,023
SIMON PROPERTY GROUP INCORPORATED	10 903 497	0,030	UNOCAL CORP	32 423 429	0,039
SLM HOLDING CORP	28 871 190	0,030	UNUMPROVIDENT CORPORATION	18 943 933	0,033
SMURFIT-STONE CONTAINER CORPORATION	11 811 529	0,037	US BANCORP	60 446 349	0,031
SOLETRON CORP COM NPV	65 578 967	0,036	USAIR GROUP INC	8 040 763	0,034
SOUTHERN CO	78 914 312	0,040	UST INC(DEL)	15 517 088	0,039
SOUTHTRUST CORP	17 697 261	0,029	USX MARATHON GROUP	29 874 666	0,039
SOUTHWEST AIRLINES CO	53 317 305	0,036	VENATOR GROUP INC	30 071 143	0,159
SPRINT CORP (FON group)	43 166 530	0,030	VERISIGN INC	43 375 033	0,034
SPRINT CORP (PCS group)	50 294 909	0,030	VERITAS SOFTWARE CORP	122 882 838	0,041
SPX CORPORATION	10 088 160	0,034	VERIZON COMMUNICATIONS	465 477 317	0,039
ST JOE CORP	5 996 380	0,036	VF CORP	14 577 781	0,040
ST JUDE MEDICAL INC	18 675 962	0,041	VIACOM INC	207 723 861	0,021
ST PAUL COS INC	36 430 808	0,035	VIAD CORPORATION	5 821 103	0,031
STANLEY WORKS	10 705 995	0,045	VITESSE SEMICONDUCTOR CORP	31 168 773	0,036
STAPLES INC	16 763 041	0,035	VOICESTREAM WIRELESS CORP	46 497 836	0,023
STARBUCKS CORP	11 706 581	0,016	VULCAN MATERIALS CO	17 588 712	0,041
STARWOOD HOTELS & RESORTS WORLDWIDE INC	21 684 153	0,036	WACHOVIA CORP	32 608 567	0,031
STATE STREET BOSTON CORP	54 051 042	0,031	WALGREEN CO	158 289 999	0,043
STILWILL FINANCIAL INC	23 156 601	0,030	WAL-MART STORES INC	809 929 171	0,039
SUN MICROSYSTEMS INC	317 580 715	0,040	WALT DISNEY (HOLDING) CO	209 411 876	0,040
SUNOCO INC	8 255 978	0,032	WASHINGTON MUTUAL INC	148 406 215	0,057
SUNTRUST BANKS	52 183 812	0,030	WASHINGTON POST CO	15 645 218	0,037
SUPER VALU STORES INC	4 579 575	0,028	WASTE MANAGEMENT INC	52 982 016	0,035
SYCAMORE NETWORKS INCORPORATED	23 946 903	0,027	WELLS FARGO	356 867 210	0,042
SYNOVUS FINANCIAL CORP	21 215 959	0,032	WENDYS INTERNATIONAL INC	8 746 470	0,033
SYSCO CORP	69 509 844	0,040	WESTERN WIRELESS INC	29 028 353	0,118
TARGET CORPORATION	108 269 435	0,042	WESTVACO CORP	10 978 476	0,042
TECO ENERGY,INC	14 992 435	0,042	WEYERHAEUSER CO	39 077 827	0,041
TEKTRONIX INC	8 139 822	0,029	WHIRLPOOL CORPORATION	12 164 338	0,041
TELLABS INC	73 360 776	0,036	WILLAMETTE INDS	18 759 230	0,041
TEMPLE-INLAND INC	9 766 186	0,041	WILLIAMS COMPANIES INC	61 478 203	0,039
TENET HEALTHCARE CORP	49 299 564	0,040	WINN-DIXIE STORES INC	7 819 864	0,033
TERADYNE INC	19 824 028	0,035	WISCONSIN ENERGY CORP	7 627 032	0,032
TEXACO INC	135 311 919	0,045	WRIGLEY(WILLIAM)JUNIOR CO	31 785 202	0,041
TEXAS INSTRUMENTS INC	259 703 703	0,036	XCEL ENERGY INC	35 269 863	0,041
TEXAS UTILITIES CO	42 402 902	0,042	XEROX CORP	9 471 282	0,035
TEXTRON INC	23 439 499	0,039	XILINX INC	52 930 097	0,040
THERMO ELECTRON CORP	17 435 577	0,038	XL CAPITAL	68 884 302	0,072
TIBCO SOFTWARE INCORPORATED	7 101 993	0,009	YAHOO INC	52 040 439	0,036
TIME WARNER INC HOLDINGS COMPANY	231 679 320	0,042			
TJX COMPANIES INC	26 141 067	0,038			
TORCHMARK CORP	15 355 306	0,036			
TOSCO CORP	16 715 598	0,039			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

Asia/Oceania

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
Australia			WESFARMERS	21 759 401	0,102
AMCOR	16 622 062	0,104	WESTFIELD HOLDINGS	26 040 058	0,075
AMP	111 329 370	0,103	WESTFIELD TRUST	20 622 870	0,072
AUSTAR UNITED COMMUNICATIONS	993 728	0,019	WESTPAC BANKING CORPORATION	116 889 727	0,103
AUSTRALIA & NEW ZEALAND BANKING GROUP	109 528 908	0,103	WESTRALIAN SANDS	4 307 640	0,098
AUSTRALIAN FOUNDATION	6 766 928	0,077	WMC	42 623 582	0,102
AUSTRALIAN GAS LIGHT COMPANY	22 501 465	0,102	WOODSIDE PETROLEUM	49 287 602	0,102
AXA ASIA PACIFIC HOLDINGS	48 853 556	0,189	WOOLWORTHS	45 240 401	0,103
BANK OF WESTERN AUSTRALIA	3 305 999	0,035			
BHP	169 097 653	0,102	Hong Kong		
BRAMBLES INDUSTRIES	48 409 099	0,102	AMOY PROPERTIES	21 280 525	0,075
BRITISH AMERICAN TOBACCO AUS	10 039 522	0,103	BANK OF EAST ASIA	24 156 486	0,075
CABLE & WIRELESS OPTUS LTD	69 528 752	0,101	BEIJING ENTERPRISE HLDGS	4 960 815	0,099
CALTEX AUSTRALIA	3 022 366	0,109	CATHAY PACIFIC AIRWAYS	55 954 197	0,102
COCA-COLA AMATIL	24 475 263	0,103	CHEUNG KONG INFRASTRUCTURE	7 336 699	0,022
COLES MYER	40 637 813	0,102	CHEUNG KONG(HLDGS)	243 037 460	0,093
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	194 571 671	0,102	CHINA MERCHANTS HAI HONG HLDGS CO	13 721 099	0,105
COMPUTERSHARE	17 488 185	0,077	CHINA MOBILE LTD/HK	235 001 261	0,026
CSL	29 372 538	0,103	CHINA OVERSEAS LAND & INVEST	4 629 257	0,075
CSR	23 849 447	0,106	CHINA RESOURCES ENTERPRISES	15 929 147	0,071
EMAIL	5 802 843	0,154	CHINA UNICOM LIMITED	36 911 318	0,022
FAULDING(FH)& CO	9 387 716	0,100	CITIC PACIFIC	70 862 496	0,102
FOODLAND ASSOCIATED	4 382 517	0,104	CITY E-SOLUTIONS LIMITED	85 623	0,052
FOSTERS BREWING GROUP	43 839 354	0,100	CLP HOLDINGS	93 980 588	0,103
FRANKED INCOME FUND	5 680 753	0,073	COSCO PACIFIC LIMITED	15 260 232	0,104
GANDEL RETAIL TRUST	5 004 825	0,075	DAO HENG BANK GROUP LTD	25 748 831	0,074
GENERAL PROPERTY TRUST	17 230 208	0,072	FIRST PACIFIC CO.	7 444 642	0,094
GOODMAN FIELDER WATTIE	8 207 656	0,104	GREAT EAGLE HOLDINGS	6 018 956	0,073
HARDIE(JAMES)INDUSTRIES	7 331 929	0,102	GUOCO GROUP	8 069 888	0,072
HARVEY NORMAN HOLDINGS	19 847 913	0,101	HANG LUNG DEVELOPMENT CO	7 474 718	0,072
HOWARD SMITH	6 158 868	0,077	HANG SENG BANK	265 191 384	0,117
JOHN FAIRFAX HOLDINGS	4 343 276	0,031	HENDERSON INVESTMENT	13 599 674	0,076
LEND LEASE CORP	33 854 775	0,097	HENDERSON LAND DEVELOPMENT COMPANY LTD	71 815 250	0,093
LION NATHAN	6 463 489	0,061	HONG KONG & CHINA GAS CO	68 072 609	0,102
MACQUARIE BANK	18 455 031	0,075	HONG KONG & SHANGHAI HOTELS	4 504 434	0,079
MAYNE NICKLESS	7 838 147	0,069	HONG KONG ELECTRIC HOLDINGS LIMITED	70 730 753	0,102
MIM HOLDINGS	10 129 231	0,104	HONG KONG LAND HOLDINGS	47 278 715	0,093
MIRVAC GROUP	7 747 503	0,073	HUTCHISON WHAMPOA	480 969 313	0,103
NATIONAL AUSTRALIA BANK	235 254 879	0,110	HYSAN DEVELOPMENT	9 223 669	0,072
NATIONAL FOODS	3 098 523	0,094	JARDINE MATHESON HOLDINGS	35 600 715	0,102
NEWCREST MINING	5 553 351	0,107	JOHNSON ELECTRIC HOLDINGS LIMITED	50 981 085	0,102
NEWS CORPORATION	238 363 250	0,087	KERRY PROPERTIES LTD	9 819 508	0,073
NORMANDY MINING	8 623 151	0,104	LEGEND HOLDINGS LIMITED	19 877 177	0,048
NRMA INSURANCE GROUP	19 001 545	0,091	LI & FUNG LIMITED	33 184 479	0,076
ONE TEL	2 443 163	0,041	MANDARIN ORIENTAL INTERNATIONAL	3 888 613	0,077
ONESTEEL	2 165 744	0,103	NEW WORLD DEVELOPMENT COMPANY LIMITED	17 239 962	0,076
ORICA	8 169 882	0,105	NEW WORLD INFRASTRUCTURE LIMITED	3 405 958	0,074
ORIGIN ENERGY	5 666 250	0,098	NG FUNG HONG LIMITED	6 191 397	0,107
PACIFIC DUNLOP	7 421 866	0,109	PACIFIC CENTURY CYBERWORKS	46 696 398	0,037
PASMINCO	3 874 733	0,107	SHANGHAI INDUSTRIAL HLDGS	14 964 322	0,104
PUBLISHING AND BROADCASTING	6 292 249	0,015	SHANGRI-LA ASIA	20 253 018	0,096
QANTAS AIRWAYS	10 718 973	0,051	SINO LAND CO	12 844 077	0,077
QBE INSURANCE GROUP	19 213 833	0,093	SOUTH CHINA MORNING POST HOLDINGS	11 517 451	0,101
RIO TINTO LIMITED	83 438 766	0,116	SUN HUNG KAI PROPERTIES	195 967 505	0,093
SANTOS	18 380 303	0,103	SWIRE PACIFIC	84 891 883	0,102
SCHROEDERS PROPERTY FUND SECURITIES	3 457 401	0,068	TELEVISION BROADCASTS	20 703 315	0,102
SEVEN NETWORK	1 130 893	0,014	VARITRONIX INTERNATIONAL LIMITED	2 523 080	0,108
SOUTHCORP	15 538 044	0,104	VTECH HLDGS	1 776 458	0,098
ST GEORGE BANK	22 682 536	0,074	WHARF(HLDGS)	53 666 619	0,102
STOCKLAND TRUST GROUP	9 405 200	0,074	WHEELOCK & COMPANY LIMITED	15 582 681	0,105
SUNCORP METWAY	12 873 837	0,076	YUE YUEN INDUSTRIAL HLDGS	11 190 772	0,103
TABCORP HOLDINGS	5 871 782	0,029			
TELSTRA CORPORATION	52 825 569	0,013			
TRANSURBAN GROUP	11 607 079	0,102			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

Asia/Oceania

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
Japan			EZAKI GLICO CO	4 328 331	0,056
77TH BANK	5 680 529	0,029	FAMILYMART CO	10 737 970	0,050
ACOM CO	51 100 668	0,054	FANUC CO	129 779 737	0,090
ADVANTEST CORPORATION	46 518 052	0,056	FAST RETAILING CO	63 769 909	0,070
AIFUL CORPORATION	46 325 697	0,076	FUJI ELECTRIC CO	59 759 879	0,325
AISIN SEIKI CO	19 345 984	0,056	FUJI FIRE & MARINE	29 961 329	0,731
AJINOMOTO CO INC	202 968 700	0,272	FUJI HEAVY INDUSTRIES	18 435 175	0,056
ALL NIPPON AIRWAYS CO	8 101 142	0,019	FUJI PHOTO FILM CO	291 966 975	0,154
ALPS ELECTRIC CO	22 733 390	0,094	FUJI TELEVISION NETWORK INC	17 948 381	0,027
AMADA CO	10 764 457	0,057	FUJIKURA	14 145 454	0,058
AMANO CORPORATION	1 207 874	0,019	FUJISAWA PHARMACEUTICAL CO	76 767 412	0,082
ANRITSU CORP	14 803 059	0,056	FUJITSU	207 541 200	0,081
ARUZE CORPORATION	17 333 710	0,070	FUJITSU SUPPORT AND SERVICE INC	11 252 410	0,033
ASAHI BREWERIES	25 459 022	0,057	FUKUOKA BANK OF	6 782 998	0,028
ASAHI CHEMICAL INDUSTRY	83 227 939	0,114	FUKUYAMA TRANSPORTING CO	5 967 092	0,057
ASAHI GLASS CO	50 535 959	0,059	FUNAI ELECTRIC CO LTD	13 200 050	0,056
ASAHI TECHNO GLASS CORPORATION	9 267 549	0,211	FURUKAWA ELECTRIC CO	142 345 657	0,142
ASHAI BANK	54 429 851	0,064	GUNMA BANK	6 604 388	0,030
ASHIKAGA BANK	1 620 692	0,017	GUNZE	16 989 541	0,231
AUTOBACS SEVEN	10 660 982	0,157	HACHIJUNI BANK	6 935 198	0,028
BANK OF KYOTO LIMITED	2 461 617	0,019	HAKUTO CO LIMITED	8 578 361	0,156
BANK OF TOKYO MITSUBISHI BANK	179 294 439	0,044	HANKYU CORP	14 064 450	0,057
BANK OF YOKOHAMA	221 105 574	0,485	HANSHIN ELECTRIC RAILWAY	2 157 216	0,028
BANYU PHARMACEUTICAL CO	30 341 251	0,058	HEIWA CORP NPV	7 615 236	0,058
BENESSE CORPORATION	72 250 741	0,205	HINO MOTORS LTD	7 902 146	0,051
BRIDGESTONE CORP	39 431 580	0,057	HIROSE ELECTRIC CO	52 833 870	0,157
CANON INC	198 918 515	0,073	HITACHI	182 060 480	0,069
CANON SALES CO INC	8 491 257	0,054	HITACHI CABLE	16 271 318	0,054
CAPCOM CO	15 104 834	0,089	HITACHI CAPITAL COPORATION	30 533 915	0,152
CASIO COMPUTER CO	11 624 687	0,057	HITACHI CHEMICAL CO	73 880 931	0,177
CENTRAL GLASS CO LTD	26 339 097	0,292	HITACHI MAXELL	8 643 998	0,058
CENTRAL JAPAN RAILWAY CO	67 531 291	0,056	HITACHI METALS	11 326 309	0,057
CHIBA BANK	150 475 370	0,558	HITACHI SOFTWARE ENGINEERING CO	11 408 471	0,028
CHIYODA FIRE & MARINE INSURANCE CO	4 245 860	0,045	HOKKAIDO ELECTRIC POWER CO INC	13 359 008	0,054
CHUBU ELECTRIC POWER CO INC	63 781 585	0,057	HOKURIKU BANK	2 444 319	0,019
CHUGAI PARMACEUTICAL CO	164 177 273	0,454	HOKURIKU ELECTRIC POWER CO INC	13 726 266	0,054
CHUGOKU ELECTRIC POWER CO INC	26 126 125	0,057	HOMAC CORPORATION	1 749 402	0,063
CHUO MITSUI TRUST & BANKING COMPANY	6 523 539	0,029	HONDA MOTOR CO	202 308 470	0,063
CITIZEN WATCH CO	11 321 058	0,057	HONDA TSUSHIN KOGYO CO LIMITED	10 079 980	0,504
COSMO OIL COMPANY	5 329 719	0,054	HOSIDEN CORPORATION	23 575 242	0,102
CREDIT SAISON CO	51 127 773	0,162	HOUSE FOOD INDUSTRIAL CO	7 363 692	0,057
CSK CORP	4 581 720	0,056	HOYA CO	102 940 332	0,137
DAI NIPPON PRINT	65 544 191	0,066	INAX CORPORATION	5 480 375	0,053
DAICEL CHEMICAL INDUSTRIES	5 439 448	0,055	INES CORPORATION	9 283 688	0,191
DAIDO STEEL CO	5 339 603	0,055	INTER CO LTD	1 057 063	0,152
DAIEI INC	5 935 123	0,059	ISETAN CO	11 910 401	0,058
DAIFUKU CO	2 733 894	0,047	ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTR	13 735 571	0,056
DAIICHI PHARMACEUTICAL CO	40 694 898	0,058	ISUZU MOTORS	11 756 733	0,057
DAIKIN KOGYO CO	152 725 559	0,341	ITO YOKADO CO	106 517 158	0,058
DAINIPPON INK & CHEMICALS INC	11 709 629	0,056	ITOCHU TECHNO SCIENCE CORPORATION	28 471 448	0,028
DAINIPPON PHARMACEUTICAL CO	35 318 847	0,144	ITOH(C) & CO	33 152 365	0,057
DAINIPPON SCREEN	12 845 302	0,171	IZUMI CO	1 554 437	0,034
DAITO TRUST CONSTRUCTION	12 284 145	0,057	JAFCO CO LTD	17 432 397	0,045
DAI-TOKYO FIRE & MARINE INSUR CO	17 589 771	0,164	JAPAN AIR LINES	13 731 246	0,019
DAIWA BANK	8 418 593	0,028	JAPAN ENERGY CORP	8 064 076	0,054
DAIWA HOUSE IND CO	16 173 712	0,056	JAPAN RADIO CO	48 426 543	0,627
DAIWA SECURITIES GROUP INC	186 457 691	0,153	JAPAN SECURITIES FINANCE CO LTD	14 646 534	0,400
DDI CORP Y5000	152 833 049	0,110	JAPAN TELECOM CO LTD	72 223 792	0,062
DENSO CORPORATION	98 418 333	0,057	JAPAN TOBACCO INC	25 861 569	0,019
DOWA FIRE & MARINE INSURANCE CO	1 187 025	0,016	JGC CORP	27 971 758	0,264
DOWA MINING CO	27 346 972	0,256	JOYO BANK	7 231 954	0,029
EAST JAPAN RAILWAY CO	259 255 844	0,125	JSR CORPORATION	8 267 087	0,059
EBARA CORPORATION	16 003 597	0,056	JUSCO CO	49 216 888	0,079
EISAI CO	134 980 421	0,147	KAJIMA CORP	13 463 293	0,057

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

Asia/Oceania	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
KANDENKO CO	5 163 233	0,055	MITSUI & CO	131 918 188	0,150
KANEBO	6 555 971	0,058	MITSUI CHEMICALS INC	19 088 069	0,057
KANEKA CORPORATION	22 371 229	0,076	MITSUI ENGINEERING & SHIPBUILDING	3 770 263	0,056
KANSAI ELECTRIC POWER CO	83 234 588	0,057	MITSUI FUDOSAN CO LTD	189 487 646	0,266
KANSAI PAINT CO	4 204 161	0,057	MITSUI MARINE & FIRE INS CO	33 533 909	0,088
KAO CORP	242 782 519	0,153	MITSUI MINING & SMELTING CO	52 460 125	0,143
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES	7 216 356	0,055	MITSUI O.S.K. LINES	11 318 896	0,058
KAWASAKI KISEN KAISHA	3 546 248	0,045	MITSUKOSHI	9 823 764	0,057
KAWASAKI STEEL CORP	16 820 661	0,057	MITSUMI ELECTRIC CO LIMITED	14 810 704	0,183
KEIHIN ELECTRIC EXPRESS RAILWAY CO	9 816 196	0,055	MIZUHO HOLDINGS INC	512 820 580	0,102
KEIO ELECTRIC RAILWAY CO LTD	13 540 513	0,054	MOCHIDA PHARMACEUTICAL	3 637 135	0,046
KEYENCE	136 215 940	0,152	MORI SEIKI CO	27 265 427	0,299
KIKKOMAN CORP	7 316 742	0,057	MURATA MANUFACTURING CO	317 075 573	0,126
KINDEN CORPORATION	7 327 862	0,054	MYCAL CARD INCORPORATED	6 913 129	0,173
KINKI NIPPON RAILWAY CO	33 999 931	0,057	N G K INSULATORS	145 925 341	0,368
KIRIN BREWERY CO	44 316 744	0,057	NAGOYA RAILROAD CO	10 937 275	0,057
KISSEI PHARMACEUTICAL CO	5 584 545	0,056	NAMCO LIMITED	10 264 844	0,115
KOBE STEEL	7 459 135	0,055	NATIONAL HOUSE INDUSTRIAL CO	5 008 484	0,054
KOKUSAI ELECTRIC CO	2 468 566	0,035	NEC CORP	423 970 568	0,161
KOKUSAI SECURITIES CO LTD	15 942 825	0,081	NGK SPARK PLUG CO	95 686 292	0,333
KOKUYO CO	12 325 226	0,072	NHK SPRING CO	5 076 129	0,054
KOMATSU	21 174 860	0,056	NICHIDO FIRE & MARINE INSURANCE CO	9 983 841	0,048
KONAMI COMPANY LIMITED	136 590 302	0,181	NICHII GAKKAN CO	19 795 867	0,267
KONICA CORPORATION	40 287 949	0,156	NICHIREI CORP	6 264 080	0,054
KOSE CORPORATION	33 627 036	0,331	NICICHON CORP	27 939 712	0,273
KOYO SEIKO LTD	7 363 306	0,060	NIDEC COPAL CORPORATION	6 908 094	0,131
KUBOTA	21 175 555	0,056	NIDEC CORPORATION	13 335 880	0,049
KURARAY CO	71 584 720	0,227	NIKKO SECURITIES CO	186 293 830	0,147
KURITA WATER INDUSTRIES	8 773 727	0,057	NIKON	36 329 656	0,104
KYOCERA CORP	220 800 401	0,120	NINTENDO CO	296 931 830	0,149
KYODEN CO LTD	6 455 585	0,176	NIPPON COMSYS CORP	13 930 474	0,065
KYOWA HAKKO KOGYO CO	14 823 908	0,056	NIPPON ELECTRIC GLASS	21 799 570	0,082
KYUSHU ELECTRIC POWER CO INC	33 252 257	0,057	NIPPON EXPRESS CO	32 448 583	0,057
KYUSHU MATSUSHITA ELECTRIC CO	7 681 065	0,056	NIPPON FIRE & MARINE INSURANCE CO	7 907 320	0,045
LION CORP	14 739 430	0,148	NIPPON KAYAKU CO	5 358 985	0,054
MABUCHI MOTOR	56 267 376	0,133	NIPPON MEAT PACKERS INC	15 259 583	0,056
MACNICA INC	11 084 920	0,115	NIPPON MITSUBISHI OIL CORP	35 123 481	0,056
MAKITA CORP	5 250 955	0,054	NIPPON PAINT COMPANY	2 958 141	0,046
MARUBENI CORP	17 701 122	0,057	NIPPON PAPER INDS	28 396 854	0,057
MARUI CO	27 706 507	0,056	NIPPON SANZO KK	5 629 332	0,055
MARUICHI STEEL TUBE	13 542 830	0,113	NIPPON SEIKO KK	17 164 598	0,057
MATSUMOTOKIYOSHI CO	12 365 998	0,207	NIPPON SHEET GLASS	65 340 253	0,138
MATSUSHITA COMMUNICAT INDUSTR CO	179 956 391	0,086	NIPPON SHOKUBAI KAGAKU KOGYO	3 686 633	0,056
MATSUSHITA ELEC IND	493 394 112	0,113	NIPPON STEEL CORP	56 043 129	0,056
MATSUSHITA ELECTRIC WORKS	40 262 003	0,056	NIPPON SYSTEM DEVELOPMENT	6 872 573	0,035
MATSUSHITA-KOTOBUKI ELECTRON	11 973 412	0,056	NIPPON TEL & TEL CORP	289 098 023	0,028
MAZDA MOTOR CORP	14 881 823	0,054	NIPPON TELEVISION NETWORK CORP	31 408 199	0,041
MEIJI MILK PRODUCTS CO	6 216 204	0,054	NIPPON YUSEN KK	25 148 984	0,057
MEIJI SEIKA KAISHA	19 514 323	0,099	NISHIMATSU CONSTRUCTION CO	4 517 365	0,054
MEITEC	14 979 120	0,133	NISSAN CHEMICAL INDUSTRIES	24 968 907	0,189
MINEBEA CO	18 137 106	0,056	NISSAN FIRE & MARINE INSURANCE CO	2 876 288	0,038
MINOLTA CO	5 635 587	0,057	NISSAN MOTOR CO	143 032 142	0,071
MISUMI CORP	49 792 949	0,407	NISSEI SANGYO CO LTD	10 922 758	0,131
MITSUBISHI CHEMICAL	28 333 456	0,056	NISSHIN FLOUR MILLING CO	10 336 659	0,056
MITSUBISHI CORP	133 744 439	0,131	NISSHINBO INDUSTRIES INC	5 019 295	0,056
MITSUBISHI ELECTRIC CORP	87 616 965	0,075	NISSIN FOOD PRODUCTS CO	15 835 103	0,057
MITSUBISHI ESTATE CO	222 614 220	0,182	NITTO DENKO CORP	45 386 780	0,113
MITSUBISHI GAS CHEMICAL CO INC	7 246 317	0,056	NKK CORP	10 608 859	0,057
MITSUBISHI HVY IND	128 979 815	0,099	NOK CORP	28 710 366	0,170
MITSUBISHI MATERIAL CO	13 428 621	0,057	NOMURA SECURITIES CO	305 313 666	0,098
MITSUBISHI MOTOR CORP	13 964 450	0,056	NORITAKE CO	3 502 850	0,046
MITSUBISHI RAYON CO	9 588 089	0,058	NORITZ CORP	2 472 968	0,066
MITSUBISHI TRUST & BANKING CORP	46 370 871	0,059	NTN CORP	7 538 595	0,059
MITSUBISHI WAREHOUSE & TRANSP CO	6 949 793	0,053	NTT DATA CORPORATION	92 197 496	0,056

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

Asia/Oceania

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
NTT DOCOMO INC	912 587 336	0,063	SUMITOMO CORP	38 084 865	0,056
OBAYASHI CORP	16 070 701	0,058	SUMITOMO ELECTRIC INDUSTRIES	327 768 447	0,302
ODAKYU ELECTRIC RAILWAY CO	13 360 591	0,057	SUMITOMO FORESTRY CO	22 738 332	0,209
OJI PAPER CO	30 935 072	0,066	SUMITOMO HEAVY INDUSTRIES	4 618 369	0,057
OKI ELECTRIC INDUSTRY CO	34 656 300	0,144	SUMITOMO LEASE COMPANY LIMITED	7 086 472	0,263
OKUMURA CORP	12 754 028	0,173	SUMITOMO MARINE & FIRE INSURANCE	18 268 457	0,048
OLYMPUS OPTICAL CO	23 486 439	0,058	SUMITOMO METAL INDUSTRIES	10 425 075	0,057
OMRON CORP	45 128 480	0,095	SUMITOMO METAL MINING CO	15 192 402	0,058
ONO PHARMACEUTICAL CO	24 162 113	0,057	SUMITOMO REALTY & DEVELOPMENT CO	13 675 648	0,076
ONWARD KASHIYAMA CO	7 555 969	0,060	SUMITOMO TRUST & BANKING CO	120 779 755	0,139
ORIENT CORP	778 377	0,022	SURUGA BANK	40 335 594	0,197
ORIENTAL LAND CO LTD	33 848 966	0,057	SUZUKI MOTOR CO	35 516 530	0,078
ORIX CORP	161 767 085	0,222	TAIHEIYO CEMENT CORPORATION	8 581 604	0,057
OSAKA GAS CO	37 513 437	0,056	TAISEI CORP	9 566 699	0,056
OTSUKA KAGU LTD	7 243 229	0,065	TAISHO PHARMACEUTICAL CO	132 428 303	0,163
PIONEER ELECTRONIC CORP	24 023 117	0,057	TAIYO YUDEN CO	55 161 278	0,159
PROMISE CO	94 885 522	0,122	TAKARA SHUZO CO	19 728 763	0,060
RAKUTEN INC	1 555 981	0,031	TAKASHIMAYA CO	10 439 979	0,057
RENGO CO	6 631 956	0,085	TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	403 511 150	0,087
RICOH COMPANY	170 428 998	0,151	TAKEFUJI CORPORATION	24 518 869	0,030
ROCK FIELD CO LTD	27 521 180	0,538	TANABE SEIYAKU CO	9 933 571	0,055
ROHM CO	291 868 983	0,144	TDK CORPORATION	65 517 705	0,057
RYOHIN KEIKAKU CO LTD	7 508 556	0,079	TEIJIN	23 098 795	0,056
SAKURA BANK	329 334 467	0,151	TEIKOKU OIL CO	6 322 149	0,056
SANIX INCORPORATED	43 649 950	0,312	TERUMO CORPORATION	28 494 151	0,070
SANKYO	91 192 093	0,094	THK CO	24 173 851	0,108
SANKYO CO	12 961 750	0,058	TOBU RAILWAY CO	12 791 325	0,057
SANRIO CO	6 857 129	0,057	TODA CORP	6 986 781	0,054
SANWA BANK	67 852 912	0,038	TOHO CO	42 229 412	0,184
SANYO CHEMICAL INDUSTRIES	4 357 520	0,056	TOHOKU ELECTRIC POWER CO INC	33 617 515	0,057
SANYO ELECTRIC CO	114 219 845	0,083	TOKAI BANK	24 845 509	0,029
SAPPORO BREWERIES	4 785 705	0,055	TOKIO MARINE & FIRE INS CO	59 132 312	0,038
SECOM CO	128 576 959	0,096	TOKUYAMA SODA CO	5 177 596	0,058
SEGA CORPORATION	4 885 921	0,054	TOKYO BROADCASTING SYSTEM INC	28 971 370	0,063
SEIBU RAILWAY CO	12 917 348	0,028	TOKYO ELECTRIC POWER CO	167 779 119	0,057
SEIYU	1 637 835	0,026	TOKYO ELECTRON	93 642 126	0,111
SEKISUI CHEMICAL CO	7 830 100	0,058	TOKYO GAS CO	204 182 906	0,278
SEKISUI HOUSE	32 358 622	0,056	TOKYO SEIMITSU CO LTD	14 633 793	0,078
SENSHUKAI CO	4 688 253	0,229	TOKYO STYLE CO	4 531 883	0,055
SEVEN-ELEVEN JAPAN	265 520 696	0,064	TOKYO TOMIN BANK LIMITED	2 989 801	0,052
SHARP CORP	67 569 747	0,056	TOKYU CORP	29 682 102	0,057
SHIKOKU ELECTRIC POWER CO	18 253 971	0,055	TOMEN ELECTRONICS CORP	4 725 859	0,266
SHIMACHU CO	9 872 181	0,184	TONENGENERAL SEKIYU KK	20 216 175	0,056
SHIMANO INDUSTRIAL CO	13 342 907	0,057	TOPPAN PRINTING CO	30 503 027	0,057
SHIMIZU CONSTRUCTION CO	11 745 150	0,057	TORAY INDUSTRIES INC	39 214 592	0,084
SHIN-ETSU CHEMICAL CO	147 119 392	0,102	TOSHIBA CORP	146 605 108	0,077
SHINKO SECURITIES	5 316 900	0,029	TOSHIBA MACHINE CO	4 306 709	0,087
SHIONOGI & CO	79 885 552	0,126	TOSOH CORP	8 362 763	0,058
SHISEIDO COMPANY	23 629 296	0,057	TOSTEM CORP	14 902 209	0,057
SHIZUOKA BANK	18 292 781	0,030	TOTO	22 152 851	0,095
SHOHKOH FUND	3 453 429	0,032	TOYO SEIKAN KAISHA	18 959 035	0,061
SHOWA DENKO KK	7 155 507	0,057	TOYO TRUST & BANKING CO	7 338 981	0,029
SHOWA SHELL SEKIYUU	7 952 494	0,057	TOYOBO CO	6 573 346	0,054
SKYLARK CO	18 038 573	0,056	TOYODA AUTOMATIC LOOM WORKS	27 972 916	0,057
SMC CORP	57 210 695	0,072	TOYODA GOSEI	42 332 346	0,187
SNOW BRAND MILK PRODUCTS CO	15 659 273	0,159	TOYOTA MOTOR CO	726 926 323	0,069
SOFTBANK CORPORATION	58 093 704	0,057	TOYOTA TSUSHO CORP	2 229 725	0,027
SONY CORPORATION	632 364 739	0,114	TRANS COSMOS INC	4 548 639	0,049
STANLEY ELECTRIC CO	27 545 890	0,173	TREND MICRO INC	3 831 652	0,009
SUGI PHARMACY COMPANY LIMITED	478 764	0,016	UBE INDUSTRIES	9 644 923	0,058
SUMITOMO BAKELITE CO	10 977 198	0,057	UNI CHARM	64 986 741	0,205
SUMITOMO BANK	213 766 361	0,075	UNY CORPORATION	10 174 497	0,057
SUMITOMO CEMENT CO	18 554 248	0,147	UORIKI COMPANY LIMITED	2 351 347	0,288
SUMITOMO CHEMICAL CO	39 755 595	0,056	USHIO INC	7 344 773	0,037

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2000

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
Asia/Oceania					
VICTOR CO OF JAPAN	7 885 698	0,054	NEPTUNE ORIENT LINES	5 973 443	0,073
WACOAL CORP	6 028 096	0,053	OVERSEA-CHINESE BANKING CORPORATION LIMITED	63 020 063	0,075
WELFIDE CORPORATION	10 424 689	0,055	OVERSEAS UNION BANK LIMITED	52 540 751	0,128
WEST JAPAN RAILWAY CO	144 675 382	0,186	OVERSEAS UNION ENTERPRISES	4 860 118	0,080
WORLD CO	21 500 034	0,125	PACIFIC CENTURY REGIONAL DEVELOPMENTS LIMITED	7 777 230	0,056
YAKULT HONSHA CO	35 740 468	0,198	PARKWAY HOLDINGS	4 425 698	0,076
YAMADA DENKI CO	96 334 940	0,544	SEMBAWANG MARITIME	6 590 873	0,076
YAMAGUCHI BANK	2 686 327	0,026	SEMBCORP INDUSTRIES LIMITED	14 467 073	0,104
YAMAHA CORP	10 291 871	0,058	SEMBCORP MARINE LIMITED	4 531 734	0,091
YAMANOUCHI PHARMACEUTICALS	253 293 694	0,184	SHANGRI-LA HOTEL	1 000 709	0,034
YAMATAKE CORPORATION	3 577 290	0,045	SINGAPORE AIRLINES	110 301 516	0,103
YAMATO TRANSPORT CO	46 864 770	0,065	SINGAPORE LAND	5 124 881	0,074
YAMAZAKI BAKING CO	7 980 679	0,059	SINGAPORE PRESS HOLDINGS LIMITED	61 916 582	0,130
YASKAWA ELECTRIC CORP	33 759 777	0,254	SINGAPORE TECHNOLOGIES ENGINEERING	20 253 170	0,050
YASUDA FIRE & MARINE INSURANCE CO	21 576 481	0,048	SINGAPORE TELECOMMUNICATIONS LTD	31 906 537	0,015
YASUDA TRUST & BANKING CO	6 147 478	0,029	ST ASSEMBLY TEST SERVICES LTD	3 235 020	0,028
YOKOGAWA ELECTRIC CORP	110 285 490	0,602	STRAITS TRADING CO STK	3 099 018	0,097
YONEKYU CORP	6 625 469	0,271	UNITED INDUSTRIAL CORPORATION	6 202 235	0,104
YORK BENIMARU	4 826 245	0,050	UNITED OVERSEAS BANK	104 334 696	0,150
YOSHINOYA D&C CO	57 437 412	0,517	UNITED OVERSEAS LAND LTD	3 548 157	0,076
ZEON CORPORATION	12 948 545	0,168	VENTURE MANUFACTURING(SINGAPORE) LTD	13 832 829	0,102
			WANT WANT HOLDINGS	2 265 971	0,058
New Zealand			WBL CORPORATION LTD	1 620 307	0,088
AIR NEW ZEALAND LIMITED	2 251 180	0,069	WING TAI HOLDINGS LIMITED	2 691 273	0,067
AUCKLAND INTERNATIONAL AIRPORT LTD	3 201 404	0,062			
BAYCORP HOLDINGS LIMITED	3 196 898	0,081			
CARTER HOLT HARVEY LIMITED	11 298 753	0,102			
CONTACT ENERGY LIMITED	6 308 646	0,104			
FISHER & PAYKEL	3 558 052	0,097			
FLETCHER BUILDING	2 596 452	0,099			
FLETCHER ENERGY	11 297 534	0,098			
FLETCHER FORESTS	2 253 974	0,078			
INDEPENDENT NEWSPAPERS	3 631 320	0,075			
LION NATHAN LIMITED	4 234 003	0,049			
NATURAL GAS CORPORATION HOLDINGS LIMITED	1 605 336	0,041			
SANFORD LIMITED	1 697 067	0,094			
SKY CITY LTD	2 541 946	0,082			
SKY NETWORK TELEVISION LTD	3 535 771	0,083			
TELECOM CORP OF NEW ZEALAND	30 423 310	0,092			
TOWER LIMITED	1 944 515	0,066			
TRANZ RAIL HOLDINGS LIMITED	1 269 061	0,076			
WAREHOUSE GROUP LIMITED	5 304 142	0,076			
Singapore					
BRIERLEY INVESTMENTS PLC	2 098 305	0,069			
CAPITALAND LIMITED	28 640 242	0,075			
CHARTERED SEMICONDUCTOR	15 837 319	0,048			
CITY DEVELOPMENTS	24 541 838	0,075			
CREATIVE TECHNOLOGY	6 346 741	0,077			
CYCLE & CARRIAGE SGD1	3 239 673	0,082			
DAIRY FARM INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED	11 287 522	0,209			
DATA CRAFT ASIA LIMITED	19 043 788	0,100			
DBS GROUP HOLDINGS LIMITED	101 488 908	0,084			
ELEC & ELTEK INTERNATIONAL CO	2 982 775	0,099			
FRASER & NEAVE LIMITED	10 421 693	0,103			
HAW PAR BROS INTL	3 534 661	0,102			
HOTEL PROPERTIES	2 214 813	0,065			
KEPPEL CAPITAL HOLDINGS LIMITED	4 518 613	0,028			
KEPPEL CORPORATION	13 716 021	0,104			
KEPPEL FELS ENERGY & INFRASTRUCTURE LTD	3 747 841	0,099			
KEPPEL LAND LIMITED	7 496 101	0,076			
MARCO POLO DEVELOPMENT	2 706 021	0,078			
NATSTEEL ELECTRONICS LTD	11 064 662	0,063			
NATSTEEL LTD	5 586 616	0,104			

AKSJEFUTURES KONTRAKTER

Sveits

SMIO	MARS 2001	-295	Kontrakter solgt	-132 121 093
------	-----------	------	------------------	--------------

Tyskland

DAX	MARS 2001	-396	Kontrakter kjøpt	-537 978 182
EURO STOXX	MARS 2001	973	Kontrakter kjøpt	387 661 316
EOE EURO	JAN. 2001	-112	Kontrakter solgt	-119 154 828

Frankrike

CAC40	JAN. 2001	736	Kontrakter kjøpt	369 780 661
CAC40	MARS 2001	92	Kontrakter kjøpt	45 682 365

Storbritannia

FT-SE 100	MARS 2001	368	Kontrakter kjøpt	300 607 048
-----------	-----------	-----	------------------	-------------

Italia

MIB 30	MARS 2001	29	Kontrakt kjøpt	57 977 488
--------	-----------	----	----------------	------------

Nederland

AEX	JAN. 2001	137	Kontrakt kjøpt	145 759 979
-----	-----------	-----	----------------	-------------

Spania

IBEX PLUS	JAN. 2001	111	Kontrakt kjøpt	83 104 798
MEFF EURO IBEX 35	JAN. 2001	-15	Kontrakter solgt	-11 229 755

Sverige

OMX	JAN. 2001	105	Kontrakt kjøpt	10 377 511
-----	-----------	-----	----------------	------------

Canada

S&P/TSE60	MARS 2001	741	Kontrakt kjøpt	464 331 372
-----------	-----------	-----	----------------	-------------

USA

S&P 500	MARS 2001	534	Kontrakter kjøpt	1 571 655 343
---------	-----------	-----	------------------	---------------

Australia

ALL ORDS	MARS 2001	2	Kontrakt kjøpt	795 022
SPI 200	MARS 2001	-381	Kontrakter solgt	-151 452 506

Hong Kong

HANG SENG	JAN. 2001	-1	Kontrakter solgt	-857 033
-----------	-----------	----	------------------	----------

Japan

TOPIX	MARS 2001	1111	Kontrakter kjøpt	1 100 274 166
NIKKEI 225	MARS 2001	85	Kontrakter kjøpt	90 316 512
NIKKEI 300 OSAKA	MARS 2001	121	Kontrakter kjøpt	24 508 290

Singapore

MSCI	JAN. 2001	6	Kontrakter kjøpt	1 528 716
------	-----------	---	------------------	-----------

Obligasjoner og markedsplasseringer pr. 31. desember 2000

	Markedsverdi (NOK)		Markedsverdi (NOK)
Europa		Tredjepartsavtaler (Diverse motparter)	17 273 574 895
		Gjenkjøpsavtaler	
Sveitsiske franc		GJENSALG (DIVERSE MOTPARTER)	11 140 136 000
Obligasjoner		GJENKJØP (DIVERSE MOTPARTER)	-37 603 979 000
DEN SVEITSISKE STAT	2 932 575 677	Valutaterminkontrakter	
DEN ØSTERRISKE STAT	158 669 228	KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	5 075 452 656
INSTITUTO CREDITO OFFICIAL	162 890 112	SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-4 302 556 240
ØRESUNDFORBINDELSEN	64 579 008	Andre fordringer (Diverse motparter)	-122 460 396
Bankinnskudd			
CHASE MANHATTAN BANK	43 047 444	Franske franc	
FORTIS BANK	57 683 080	Obligasjoner	
JP MORGAN SEC LTD	5 522 764	DEN FRANSKE STAT	3 152 032 651
RABOBANK INT	19 699 316	VERDENSBANKEN	20 016 611
Valutaterminkontrakter			
KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	2 679 745 343	Britiske pund	
SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-2 279 697 566	Obligasjoner	
Andre fordringer (Diverse motparter)	15 454 034	DEN FINSKE STAT	375 372 605
		AUTOBAHNEN UND SCHNELLSTRASSEN	111 254 777
Tyske mark		BAYERISCHE LANDESBANK	103 224 725
Obligasjoner		DEN EUROPEISKE INVESTERINGSBANKEN	390 843 786
LANDESKREDIETBANK BADEN WURTTENBERG	87 445 292	DEN JAPANSKE UTVIKLINGSBANKEN	208 895 992
		STORBRIANNIA	16 564 109 072
Danske kroner		DEUTSCHE SIEDLUNGS UND LANDESBANK	215 757 975
Obligasjoner		EXPORT-IMPORT BANK OF JAPAN	477 600 011
DEN DANSKE STAT	2 585 367 641	FEDERAL HOME LOAN BANKS	134 413 035
DEN SVENSK STAT	46 142 571	GUARANTY EXPORT FINANCE CORPORATION	151 327 356
DEN NORDISKE INVESTERINGSBANKEN	11 240 748	KOBE BY	148 752 869
STOREBÆLTFORBINDELSEN A/S	24 158 495	WESTDEUTSCHE LANDESBANK GZ	168 266 921
Bankinnskudd		Bankinnskudd	
DEN DANSKE BANK	733 935 268	BANK OF AMERICA	851 239 260
CHASE MANHATTAN BANK	3 614 567	BANK OF ENGLAND	137 019
Tredjepartsavtaler (Diverse motparter)	118 125 660	BANK OF MONTREAL	309 433 770
Gjenkjøpsavtaler (Diverse motparter)	-1 225 699 000	CHASE MANHATTAN BANK	259 606 651
Gjensalgavtaler (Diverse motparter)	382 395 000	COMMERZBANK	3 029 790 000
Valutaterminkontrakter		DEN DANSKE BANK	115 922 400
KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	9 486 399	DRESDNER BANK	28 980 600
SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-83 755 077	FORTIS BANK	2 410 659 000
Andre fordringer (Diverse motparter)	1 618 433	HANDELSBANKEN	724 515 000
		HSBC BANK	449 462 760
Euro		JP MORGAN SEC LTD	9 583 340
Obligasjoner		KBC BANK	2 739 984 000
DEN BELGISKE STAT	3 891 213 916	UNIBANK	850 185 420
DEN FINSKE STAT	411 331 921	Gjenkjøpsavtaler	
DEN FRANSKE STAT	10 630 519 837	GJENKJØP (DIVERSE MOTPARTER)	-12 369 965 000
DEN IRSKE STAT	658 862 586	GJENSALG (DIVERSE MOTPARTER)	432 056 000
DEN ITALIENSKE STAT	35 447 751 064	Valutaterminkontrakter	
DEN NEDERLANDSKE STAT	2 973 355 093	KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	1 206 067 131
DEN PORTUGISISKE STAT	805 997 361	SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-862 284 940
DEN SPANSKE STAT	12 956 845 746	Andre fordringer (Diverse motparter)	-72 661 521
DEN TYSKE STAT	21 033 920 354		
DEN ØSTERRISKE STAT	3 335 731 254	Svenske kroner	
DEN EUROPEISKE INVESTERINGSBANKEN	622 441 780	Obligasjoner	
VERDENSBANKEN	23 136 530	DEN SVENSK STAT	3 224 417 981
FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE CORP.	1 870 331 442	DEN EUROPEISKE INVESTERINGSBANKEN	15 246 271
Bankinnskudd		DEN INTERAMERIKANSKE UTVIKLINGSBANKEN	82 286 743
BANK OF NOVA SCOTIA	1 324 752 000	DEN NORDISKE INVESTERINGSBANKEN	63 578 312
BARCLAYS BANK	664 859 910	VERDENSBANKEN	21 696 151
CHASE MANHATTAN BANK	503 401 456	Bankinnskudd	
CITIBANK	124 188 606	CHASE MANHATTAN BANK	12 299 465
DRESDNER BANK	54 794	FORTIS BANK	276 080 840
FORTIS BANK	257 112 008	HANDELSBANKEN	1 041 611 700
HSBC BANK	2 276 917 500	JP MORGAN SEC LTD	10 973 469
JP MORGAN SEC LTD	39 263 438	Gjenkjøpsavtaler	
STATE STREET BANK	124 188 606	GJENKJØP (DIVERSE MOTPARTER)	-1 326 314 000

Obligasjoner og markedsplasseringer pr. 31. desember 2000

	Markedsverdi (NOK)		Markedsverdi (NOK)
Valutaterminkontrakter		HALIFAX	4 343 547 604
KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	7 987 960	JP MORGAN SEC	37 327 809
SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-142 013 522	RABOBANK	970 035 000
Andre fordringer (Diverse motparter)	100 011 454	ROYAL BANK OF SCOTLAND	95 683 825
		TORONTO DOMINION BANK	132 133 572
		Tredjepartsavtaler (Diverse motparter)	7 231 170 000
		Gjenkjøpsavtaler	
		GJENKJØP (DIVERSE MOTPARTER)	-46 905 679 000
		GJENSALG (DIVERSE MOTPARTER)	25 661 280 000
Nord-Amerika:		Valutaterminkontrakter	
Canadiske dollar		KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	6 223 479 513
Obligasjoner		SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-10 039 135 400
DEN CANADISKE STAT	7 261 880 861	Andre fordringer (Diverse motparter)	580 232 643
Bankinnskudd			
BANK OF MONTREAL	28 250		
CHASE MANHATTAN BANK	-4 102 225		
JP MORGAN SEC LTD	20 942 621		
ROYAL BANK OF CANADA	539 813		
Gjenkjøpsavtaler			
GJENKJØP (DIVERSE MOTPARTER)	-8 287 501 000		
GJENSALG (DIVERSE MOTPARTER)	5 917 136 000		
Valutaterminkontrakter			
KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	2 806 721 920		
SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-74 333 881		
Andre fordringer (Diverse motparter)	-461 293 835		
Amerikanske dollar			
Obligasjoner			
DE FORENTE AMERIKANSKE STATER	48 958 326 340		
DEN BELGISKE STAT	62 927 078		
DEN FINSKE STAT	184 275 198		
DEN ITALIENSKE STAT	3 033 019 259		
EOROFIMA	132 813 045		
BAYERISCHE LANDESBANK	215 465 466		
DEUTSCHE AUSGLEISCHBANK	855 414 842		
CANADA MORTGAGE AND HOUSING CORP	393 539 402		
DEN AFRIKANSKE UTVIKLINGSBANKEN	616 862 751		
DEN ASIATISKE UTVIKLINGSBANKEN	596 882 097		
DEN EUROPEISKE UTVIKLINGSBANKEN	258 124 660		
DEN NORDISKE INVESTERINGSBANKEN	68 239 390		
EXPORT DEVELOPMENT CORP	619 377 358		
FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION	3 972 693 583		
JAPAN FINANCE CORPORATION	94 550 977		
JAPAN HIGHWAY PUBLIC CORPORATION	303 960 687		
KREDITANSTALT FUR WIEDERAUFBAU	1 870 817 615		
LANDESBANK HESSEN-THUERINGEN GZ	323 843 547		
FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE CORP.	-1 183 264 696		
INSTITUTO CREDITO OFICIAL	1 398 944 789		
ISRAEL AID	69 579 103		
NORDDEUTSCHE LANDESBANK GZ	302 635 790		
OESTERREICHISCHE KONTROLLBANK	129 606 164		
TENNESSEE VALLEY AUTHORITY	268 659 238		
TOKYO BY	141 273 815		
TOKYO BAY HIGHWAY	87 896 684		
VERDENSBANKEN	245 760 063		
YOKOHAMA BY	250 263 335		
Bankinnskudd			
ABBAY NATIONAL	4 104 129 900		
BANK OF NOVA SCOTIA	87 864 176		
CAISSE NAT. DE CREDIT AGRICOLE	1 076 738 850		
CHASE MANHATTAN	1 354 029 775		
CITIBANK	3 274 248		
CREDIT SUISSE	44 044 524		
DRESDNER BANK	2 380 995 000		
GOLDMAN SACHS	105 822 000		
		Asia/Oceania:	
		Australske dollar	
		Obligasjoner	
		DEN AUSTRALSKE STAT	3 399 409 413
		DEN ASIATISKE UTVIKLINGSBANKEN	246 589 211
		FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION	8 769 075
		VERDENSBANKEN	98 375 985
		Bankinnskudd	
		CHASE MANHATTAN BANK	56 789 875
		JP MORGAN SEC	-6 209 565
		COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	25 286 064
		Tredjepartsavtaler (Diverse motparter)	1 487 391 460
		Gjenkjøpsavtaler	
		GJENKJØP (DIVERSE MOTPARTER)	-1 583 989 000
		GJENSALG (DIVERSE MOTPARTER)	96 597 000
		Valutaterminkontrakter	
		KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	1 802 289 001
		SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-885 772 054
		Andre fordringer (Diverse motparter)	523 787 805
		Hong Kong dollar	
		Bankinnskudd	
		CHASE MANHATTAN BANK	54 797 731
		Andre fordringer (Diverse motparter)	213 194
		Japanske yen	
		Obligasjoner	
		DEN JAPANSKE STAT	43 459 415 559
		Bankinnskudd	
		ABN AMRO	129 189 060
		BANK OF JAPAN	113 673
		CHASE MANHATTAN BANK	140 773 097
		DEUTSCHE BANK	53 473 232
		JP MORGAN SEC	17 200 553
		MELLON BANK	15 443 984
		RABOBANK	15 264 152
		UNION BANK OF SWITZERLAND	15 450 438
		Tredjepartsavtaler (Diverse motparter)	
		Gjenkjøpsavtaler	
		GJENKJØP (DIVERSE MOTPARTER)	-14 002 873 000
		GJENSALG (DIVERSE MOTPARTER)	9 582 512 000
		Valutaterminkontrakter	
		KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	835 293 679
		SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-1 927 015 583
		Andre fordringer (Diverse motparter)	-198 801 472

Obligasjoner og markedsplasseringer pr. 31. desember 2000

				Markedsverdi (NOK)					Markedsverdi (NOK)
Newzealandske dollar									
DEN NEW ZEALANDSKE STAT				431 291 148	USD 3 mnd. tidsinnskudd	DES 2002	-3	Kontrakter solgt	-26 068 588
Bankinnskudd									
CHASE MANHATTAN BANK				18 450 072	USD 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2003	-2	Kontrakter solgt	-17 377 295
Valutaterminkontrakter									
KJØP (DIVERSE MOTPARTER)				99 590 148	USD 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2004	-4	Kontrakter solgt	-34 743 126
SALG (DIVERSE MOTPARTER)				-149 549 487	USD 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2004	-1	Kontrakter solgt	-8 684 679
Andre fordringer (Diverse motparter)				-430 167 637	USD 3 mnd. tidsinnskudd	SEP 2004	-3	Kontrakter solgt	-26 051 062
Singapore dollar					Australia				
Bankinnskudd									
CHASE MANHATTAN BANK				37 307 921	AUSTRALSK STAT 10 ÅR	MARS 2001	-1	Kontrakter kjøpt	-748 117
Andre fordringer (Diverse motparter)				6 628 801	AUD 3 ÅR	MARS 2001	22	Kontrakt kjøpt	12 792 049
					AUD 90 DAY BILL	JUN. 2001	-1556	Kontrakter solgt	-7 523 084 183
					AUD 90 DAY BILL	SEP. 2001	-403	Kontrakter solgt	-1 948 886 214
					AUD 90 DAY BILL	DES.2001	-270	Kontrakter solgt	-1 305 546 552
RENTEFUTURESKONTRAKTER									
Sveits					Singapore				
SVEITSISK STAT 10 år	MARS 2001	25	Kontrakter kjøpt	16 544 267	JPY 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2001	1000	Kontrakter kjøpt	7 712 733 600
					JPY 3 mnd. tidsinnskudd	SEP 2001	500	Kontrakter kjøpt	3 856 752 900
Storbritannia					Japan				
GILT 15 ÅR	MARS 2001	-817	Kontrakter solgt	-1 242 521 253	JAPANSK STAT 10 ÅR	MARS 2001	78	Kontrakter kjøpt	812 524 617
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	DES. 2001	99	Kontrakter kjøpt	195 731 178	JPY 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2001	-1500	Kontrakter solgt	-11 570 837 850
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2001	-613	Kontrakter solgt	-3 571 073 426	JPY 3 mnd. tidsinnskudd	JUN. 2001	1546	Kontrakter kjøpt	2 972 014 816
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2002	520	Kontrakter kjøpt	4 256 900 119	JPY 3 mnd. tidsinnskudd	SEP. 2001	454	Kontrakter kjøpt	872 663 557
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	SEP 2001	-123	Kontrakter solgt	-243 423 018	JPY 3 mnd. tidsinnskudd	DES 2001	274	Kontrakter kjøpt	526 205 882
GBP 3 mnd. tidsinnskudd	DES 2001	95	Kontrakter kjøpt	147 795 528	RENTEBYTTEAVTALER				
GBP 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2001	-2662	Kontrakter solgt	-4 880 174 181	Euro				
GBP 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2002	557	Kontrakter kjøpt	1 606 610 927	Kjøpte		6 080 471 766		
GBP 3 mnd. tidsinnskudd	SEP. 2001	374	Kontrakter kjøpt	582 032 410	Solgte		-6 124 097 908		
Tyskland					Amerikanske dollar				
TYSK STAT 10 ÅR	MARS 2001	-346	Kontrakter solgt	-310 684 979	Kjøpte		4 035 456 978		
TYSK STAT 5 ÅR	MARS 2001	-334	Kontrakter solgt	-293 272 770	Solgte		-4 028 987 902		
TYSK STAT 2 ÅR	MARS 2001	1494	Kontrakter kjøpt	1 271 128 026	Japanske yen				
EURO-SHAZ	MARS 2001	698	Kontrakter kjøpt	593 840 771	Kjøpte		5 548 151 528		
EUREX EURO-BUND	MARS 2001	498	Kontrakter kjøpt	447 146 043	Solgte		-5 554 346 087		
EURO BOBL	MARS 2001	162	Kontrakter kjøpt	142 238 178	Sverige				
Frankrike					Canada				
MATIF EURO 10 ÅR	MARS 2001	-103	Kontrakter solgt	-75 981 073	CANADISK STAT 10 ÅR	MARS 2001	-2879	Kontrakter solgt	-1 759 114 387
USA					MSE BAX				
AMERIKANSK STAT 10 ÅR	MARS 2001	-1747	Kontrakter solgt	-1 611 761 486	MSE BAX	JUN. 2001	-861	Kontrakter solgt	-1 197 670 497
AMERIKANSK STAT 5 ÅR	MARS 2001	838	Kontrakter kjøpt	765 316 809	MSE BAX	SEP. 2001	-377	Kontrakter solgt	-524 858 222
AMERIKANSK STAT 2 ÅR	MARS 2001	47	Kontrakter kjøpt	84 202 232	MSE BAX	DES.2001	-539	Kontrakter solgt	-750 315 002
US LONG BOND	MARS 2001	-912	Kontrakter solgt	-841 443 866	USA				
USD 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2001	619	Kontrakter kjøpt	5 378 272 857	AMERIKANSK STAT 10 ÅR	MARS 2001	-1747	Kontrakter solgt	-1 611 761 486
USD 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2001	891	Kontrakter kjøpt	2 416 796 163	AMERIKANSK STAT 5 ÅR	MARS 2001	838	Kontrakter kjøpt	765 316 809
USD 3 mnd. tidsinnskudd	SEP 2001	39	Kontrakter kjøpt	339 248 467	AMERIKANSK STAT 2 ÅR	MARS 2001	47	Kontrakter kjøpt	84 202 232
USD 3 mnd. tidsinnskudd	DES 2001	-92	Kontrakter solgt	-218 248 528	US LONG BOND	MARS 2001	-912	Kontrakter solgt	-841 443 866
USD 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2002	-312	Kontrakter solgt	-656 351 732	USD 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2001	619	Kontrakter kjøpt	5 378 272 857
USD 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2002	-1	Kontrakter solgt	-8 693 939	USD 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2001	891	Kontrakter kjøpt	2 416 796 163
USD 3 mnd. tidsinnskudd	SEP 2002	-3	Kontrakter solgt	-26 076 525	USD 3 mnd. tidsinnskudd	SEP 2001	39	Kontrakter kjøpt	339 248 467

Ord og uttrykk

Aktivklasser

Ulike typer verdipapirer, som for eksempel aksjer og obligasjoner.

Aktiv forvaltning

Forvalterne velger selv verdipapirer som man på basis av egne analyser og vurderinger mener gir best avkastning. Motstykket til aktiv forvaltning er **passiv forvaltning**, det vil si at forvalterne kun har som mål å oppnå den samme avkastningen som på nærmere angitte indekser av aksjer eller obligasjoner. **Se indekserforvaltning**. Norges Bank setter klare rammer for de eksterne forvaltningsorganisasjoner som velges for å drive aktiv forvaltning. De blir løpende vurdert i forhold til definerte indekser, og de er pålagt en maksimal ramme for det forventede avviket fra disse indeksene. **Se relativ volatilitet**.

Aksjeindekser

En aksjeindeks angir den gjennomsnittlige avkastningen for de aksjer som inngår i indeksen. Noen aksjeindekser utarbeides av aksjebørser, mens andre utvikles av for eksempel konsultantselskaper, aviser eller investeringsbanker. Det kan være flere ulike indekser i hvert land, og det finnes noen internasjonale indekser basert på at et sett med landindekser er veid sammen. Disse angir gjerne også avkastningen fordelt på ulike bransjer. Det er betydelige forskjeller mellom aksjeindekser, både når det gjelder hvor stor del av et lands aksjemarked som er dekket, og med hensyn på beregningsmetoder. Aksjeindekser brukes ofte som sammenligningsgrunnlag ved vurdering av den avkastning aksjeforvaltere oppnår. Da er det viktig at den som utarbeider en aksjeindeks viser åpenhet om hvordan indeksen er laget og hvilke regler som brukes ved endringer av indeksen. Det er videre viktig at indeksene konstrueres av andre enn de som forvalter porteføljene (av hensyn til en realistisk resultatmåling). Det er meget arbeidskrevende å konstruere og vedlikeholde internasjonale aksjeindekser, og det er få miljøer som har etablert internasjonale indekser som tilfredstiller nødvendige krav om dokumentasjon, forutsigbarhet og åpenhet.

Aksjefuturekontrakter

Se futurekontrakter

Allokering

Allokeringsfunksjonen består i å fordele de midler som skal investeres på ulike markeder og aktivklasser. Tak-

tisk aktivaallokering består således i å velge andre aktiva- eller markedssammensetninger enn i referanseporteføljen, med sikte på å oppnå høyere avkastning.

Aritmetisk differanse

Se geometrisk differanse.

Basispunkt

Et basispunkt er en hundredel av en prosent. Denne måleenheten brukes særlig til å angi kostnader og avkastningsforskjeller i kapitalforvaltning.

Depotinstitusjon

Vanligvis en bank. Den viktigste oppgaven til en depotinstitusjon eller et depot er å sikre at den enkelte kundes verdipapirer er riktig registrert og "oppbevart" i verdipapirsentralene i de enkelte land der papirene er utstedt. Et depot har viktige funksjoner ved oppgjør av verdipapirhandler og yter også regnskapstjenester. Det kan videre avtales ulike typer tilleggstjenester, som overvåking av eksterne forvaltere og utlån av verdipapirer.

Derivater

En samlebetegnelse på kontrakter basert på verdien av et sett underliggende (fysiske) aksjer eller (fysiske) obligasjoner eller indekser bestående av aksjer eller obligasjoner. De viktigste former for derivater er **futurekontrakter** og **opsjoner**.

Differanseavkastning

Differansen mellom avkastningen i en faktisk portefølje og avkastningen på en nærmere definert **referanseportefølje**. Positiv differanseavkastning kalles **meravkastning**, negativ kalles **mindreavkastning**.

Diversifikasjonsgevinster

En viktig del av kapitalforvaltning består i å veie forventet avkastning mot risiko. Man vil gjerne ha en portefølje av verdipapirer der forventet avkastning er så høy som mulig gitt den risiko man er villig til å ta. For å finne den beste avveiningen kan man først "luke bort" de porteføljer som er slik at risikoen enkelt kan reduseres uten at det reduserer forventet avkastning. En måte å oppnå dette på er å diversifisere eller spre en portefølje på flere aktivklasser, flere verdipapirer innen hver **aktivklasse** og flere land.

Durasjon

Renteinstrumenter har en pålydende verdi som tilbakebetales til kjøperen ved forfall og rentekuponger som vanligvis betales til kjøperen på faste tidspunkter gjennom løpetiden. Til sammen utgjør dette instrumentets kontantstrømmer til kjøperen. Durasjon er den gjennomsnittlige tid det tar før disse kontantstrømmene mottas. Kontantstrømmene veies med størrelsen, slik at tilbakebetalingstidspunktet for pålydende verdi vanligvis får størst vekt. Det betyr at durasjonen kan betraktes som en korrigert løpetid for instrumentet. Durasjonen er aldri lenger enn løpetiden, og rentekuponger gjør at den vanligvis er kortere. Durasjonen (egentlig modifisert durasjon) er dessuten et mål for hvor følsomt prisen på instrumentet er for renteendringer (hvor mange prosent prisen reduseres med når renten øker med en prosent). Lang durasjon betyr at prisen er svært følsom for renteendringer.

Egenkapitalinstrumenter

Aktivaklasse som i hovedsak omfatter (fysiske) aksjer, **aksjefuturekontrakter** og **opsjoner** knyttet til aksjeverdier.

Futurekontrakter

En futurekontrakt er en avtale om å levere en eiendel eller dens pengeverdi på en forhåndsbestemt dag til en forhåndsbestemt pris. Aksjefuturekontrakter handles på børs på samme måte som aksjer. Mange land har vel utviklede markeder med lave transaksjonskostnader. Handel med aksjefuturekontrakter er derfor et kostnadseffektivt virkemiddel for å foreta endringer og justeringer i en aksjeportefølje. Det handles også futurekontrakter på **renteinstrumenter**.

Geometrisk differanse

Forskjellen mellom to avkastningstall kan beregnes enten som en enkel aritmetisk differanse (prosentpoeng som er forskjell i tallverdi), eller som en geometrisk differanse der en sier hvor mange prosents forskjell det er på avkastningstallene. For eksempel er den aritmetiske differansen mellom 10 prosent og 11 prosent lik 1 prosentpoeng, mens den geometriske differansen er lik $(111/110-1)*100 = 0,9$ prosent.

Globalt depot

Se **depotinstitusjon**.

Importveid valutakurv

Et gjennomsnitt av valutaene til Norges handelspartnere, med landenes andeler i norsk import som vekter.

Indeksforvaltning

En indeksforvalter har som oppdrag å oppnå en avkastning som er nær opp til avkastningen på nærmere angitte indekser av aksjer eller obligasjoner. Om disse indeksene er bredt definert og favner om store deler av markedene, som er tilfellet for de indekser Petroleumsfondet bruker, vil man med indeksforvaltning oppnå omtrent den samme avkastningen som gjennomsnittet av markedet. Se temaatikkelen "Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning". Indeksforvaltning (også kalt **passiv forvaltning**) har lave forvaltnings- og transaksjonskostnader sammenlignet med aktiv forvaltning.

Korrelasjon

Korrelasjonen mellom to variable beskriver graden av samvariasjon. Dersom korrelasjonen er lik 1 beveger de to variablene seg alltid helt i takt. Dersom det er null korrelasjon, beveger de seg helt uavhengig av hverandre.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for å lide tap på grunn av at utstederen av et verdipapir eller motparten i en verdipapirhandel ikke oppfyller sine forpliktelse.

Kryssing (eller crossing)

Kjøp og salg av aksjeporteføljer utenom det ordinære meglerapparatet ved at et fond samordner sine kjøp/salg med et annet fond som ønsker å gjøre den motsatte transaksjon.

Kvantil

I beskrivelser av risiko er det vanlig å beregne en-prosents eller fem-prosents kvantilen, det vil si den avkastningen som er så dårlig at den bare vil opptre i en av hundre eller fem av hundre tilfeller.

Kvartil

Første kvartil angir den verdi som akkurat en fjerdedel av observasjonene i en fordeling ligger under, andre kvartil angir verdien som akkurat halvdel av observasjonene ligger under, og tredje kvartil angir verdien som akkurat tre fjerdedeler av observasjonene ligger under. Kvartilene svarer altså til 25 prosent, 50 prosent og 75 prosent **kvantilene**.

Markedskapitaliseringsvekter

Markedskapitaliseringsvekter er vekter som svarer til den andel hvert aktivum eller **aktivaklasse** eller land/region har av total markedsverdi innenfor et definert univers. For Petroleumsfondet brukes slike vekter til å bestemme hvor stor andel hvert lands **aksjeindeks** skal ha i totalindeksen for en region.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risiko knyttet til bevegelser i markedspriser, som for eksempel aksjekurser og renter.

Meravkastning, Mindreavkastning

Se **differanseavkastning**.

Obligasjonsfuturekontrakter

Se **futurekontrakter**

Obligasjonsindeks

Som **aksjeindeks**.

Oppgjørssisiko

Oppgjørssisiko er risiko for å lide tap fordi utveksling av betaling og verdipapir ikke går som det skal etter en avtalt handel.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er risiko for å lide tap fordi det gjøres feil eller fordi de rutiner som følges ikke svarer til formålet med rutinene. Operasjonell risiko er nært knyttet til kompetansenivå hos medarbeidere og til hvor godt kvalitetssikret arbeidsrutinene er.

Opsjoner

En opsjon er en rett (men ikke en plikt) til å kjøpe eller selge et verdipapir til en bestemt pris på eller innen et bestemt tidspunkt. Opsjoner brukes foreløpig ikke i forvaltningen av Petroleumsfondet.

Rebalansering

I **referanseporteføljen** definert av Finansdepartementet er aksjeandelen 40 prosent og obligasjonsandelen 60 prosent. Innen hver av de to aktivaklassene inngår de enkelte landindekser med fastsatte vekter, som er **markedskapitaliseringsvekter** for aksjer og BNP-vekter for oblig-

asjoner. Over tid vil ulik utvikling i aksjeverdiene mellom landene bety at markedskapitaliseringsvektene vil endre seg. Rebalansering vil si å "nullstille" referanseporteføljen med overgang til nye vekter. For Petroleumsfondet har Finansdepartementet bestemt at aksjedelen i referanseporteføljen skal rebalanseres ved inngangen til hvert kvartal. BNP-vektene endres bare årlig, med årlig rebalansering av obligasjonsdelen i referanseporteføljen.

Referanseportefølje

En **aksjeindeks** eller **obligasjonsindeks** som en forvalter resultatmåles i forhold til. For forvaltningen av Petroleumsfondet har Finansdepartementet definert en referanseportefølje der aksje- og obligasjonsindekser for ulike land er veid sammen.

Relativ volatilitet

Ved delegering av et forvaltningsoppdrag vil oppdragsgiveren vanligvis sette rammer for hvor mye risiko forvalteren kan ta. Det kan gjøres ved å definere en **referanseportefølje** og samtidig legge inn en grense for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseporteføljen. Dersom man ønsker én enkelt grenseverdi for hele porteføljen, kan det være hensiktsmessig å legge beskrankningene på den forventede forskjellen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Finansdepartementet har definert et slikt mål overfor Norges Bank, og det er også definert hvilket modellverktøy som skal brukes for å beregne forventet forskjell i avkastning. Målet er definert som forventet relativ volatilitet, som er forventet **standardavvik** på avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Rammen for Norges Bank er satt til 1,5 prosent forventet relativ volatilitet. Om hele rammen utnyttes, vil faktisk avkastning likevel i gjennomsnittlig to av tre år avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra avkastningen på referanseporteføljen. Se temaartikkelen om "Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko".

Renteinstrumenter

Aktivaklasse som omfatter alle verdipapirer der avkastningen er bestemt ved at eieren mottar en fast rente av en pålydende verdi, og dessuten verdipapirer med avkastning avledet av slike rentegodtgjørelser. Klassen omfatter i hovedsak (fysiske) obligasjoner og **derivater** knyttet til obligasjoner.

Risikoeksponering

Petroleumsfondet eller andre investorer har risikoeksponering overfor bestemte forhold, dersom de er utsatt for tap knyttet til endringer i disse forholdene. For eksempel vil Petroleumsfondet få et tap dersom markedsprisene på de verdipapirer fondet eier går ned. Vi sier at fondet er eksponert for markedsrisiko.

Standardavvik

Standardavvik er et mål som viser hvor mye verdien av en variabel kan ventes å svinge. For en konstant verdi vil standardavviket være lik 0. Høyere standardavvik betyr større svingninger.

Spread

Brukes generelt om forskjellen mellom to priser. I obligasjonsmarkedet brukes spread om forskjellen mellom salgs- og kjøpskurs på en obligasjon. Ved omsetning av obligasjoner tar ikke meglerne direkte betalt for sine tjenester, men stiller i stedet ulike kurser for kjøp og salg.

Terminstruktur

Rentens terminstruktur er en sammenheng mellom gjestående løpetid for et lån (egentlig et lån der rentebetalinger først forfaller samtidig som hovedstolen) og den rente som noteres i markedet for lånet. Normalt vil lenger løpetid gi høyere rente, men i noen situasjoner er det omvendt (invertert terminstruktur).

Utvidet ("enhanced") indeksering

På en portefølje som er gjenstand for **indeksforvaltning** kan det i spesielle prisingssituasjoner brukes ulike teknikker for å oppnå høyere avkastning enn en ville få ved rent passiv forvaltning. Et eksempel er situasjoner der et selskap skal inn i en aksjeindeks. Dette fører vanligvis til høyere pris på aksjen, og da kan en ofte tjene på å kjøpe aksjen før den stiger.

"Value at Risk"

Den verdi en investor risikerer å tape innen en gitt tidshorisont dersom avkastningen blir så ugunstig som den kan bli med en viss sannsynlighet. Det er vanlig å bruke en prosents sannsynlighetsnivå, altså se på hva som kan tapes i ett av hundre tilfeller.

ISSN 1501-2794

Designmal: GRID Strategisk Design
Design 2001: Falch AS og Norges Bank

Prepress og trykk: Falch AS

Papir: Omslag: Rives Tradition 250g
Materie: Eurobulk 115g

Foto: Svein-Are Tollås

Norges Bank
Bankplassen 2
Postboks 1179, Sentrum
0107 Oslo
Tlf.: 22 31 60 00
Faks: 22 31 66 61
www.norges-bank.no

ISSN 1501-2794

