

Forvaltningen av Statens petroleumsfond i tredje kvartal 1998

Sammendrag

Tredje kvartal 1998 var preget av betydelig ustabilitet i de internasjonale finansmarkedene og store kursfall på de fleste lands aksjebørser. Statens petroleumsfond hadde i denne perioden en avkastning på -3,58 prosent målt i den valutakurv som svarer til sammensetningen av referanseporteføljen for Petroleumsfondet. Målt i norske kroner var periodeavkastningen -3,76 prosent. Forskjellen skyldes at kursen på norske kroner styrket seg med 0,19 prosent i forhold til Petroleumsfondets valutakurv. Norske kroner svekket seg mot de fleste europeiske valutaer i tredje kvartal, men styrket seg mot blant annet amerikanske dollar, japanske yen og britiske pund, som utgjør en vesentlig andel av Petroleumsfondets referanseportefølje. Utgangspunktet for verdi- og avkastningsvurderinger bør være utviklingen i Petroleumsfondets internasjonale kjøpekraft. Det er derfor mest relevant å vurdere avkastningen målt i valutakurven.

Den svake avkastningen skyldes en sterk kursnedgang i de internasjonale aksjemarkedene i august og september. I tredje kvartal var avkastningen på aksjeporteføljen -15,59 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Samtidig bidrog fallende renter til at periodeavkastningen på obligasjonsporteføljen ble 4,63 prosent, som er betydelig høyere enn i årets to første kvartaler.

I årets ni første måneder hadde Petroleumsfondet en periodeavkastning på 2,09 prosent målt i Petroleumsfondets valutakurv. Avkastningen var fordelt på 8,94 prosent på obligasjonsporteføljen og -3,75 prosent på aksjeporteføljen. Målt i norske kroner hadde Petroleumsfondet en periodeavkastning på 5,14 prosent.

I tredje kvartal var avkastningen på Petroleumsfondet 0,23 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referansporteføljen som er definert av Finansdepartementet. Mindreavkastningen skyldes lavere avkastning på obligasjonsporteføljen enn på obligasjonsdelen av referanseporteføljen samt en svak overvekt av aksjer i en periode da avkastningen på aksjer var betydelig lavere enn for obligasjoner. For årets tre første kvartaler hadde Norges Bank en meravkastning på 0,20 prosentpoeng.

Etter tilførsel av 10,0 milliarder kroner den 30. september var Petroleumsfondets markedsverdi ved utgangen av tredje kvartal 140,5 milliarder kroner.

1. Mandat for forvaltningen

Norges Bank forvalter Petroleumsfondet i henhold til en forskrift fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997, gjengitt i Nasjonalbudsjettet 1998.

Forskriften definerer et investeringsområde på 21 land. Finansdepartementet har i henhold til forskriften fastsatt en referanseportefølje for Petroleumsfondet. Denne porteføljen er sammensatt av spesifiserte aksje- og obligasjonsindekser i de 21 landene. Aksjeandelen er på 40 prosent. Referanseporteføljen er både utgangspunktet for risikostyringen av Petroleumsfondet og grunnlaget for resultatmåling av Norges Banks forvaltning. Den øvre grensen for markedsrisiko i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen er satt til 150 basispunkter forventet relativ volatilitet, basert på daglige utregninger i risikostyringssystemet BARRA.

Det vises til en grundigere omtale av referanseporteføljen og grensen for tillatt markedsrisiko i den første kvartalsrapporten for Petroleumsfondet, samt til definisjonen av relativ volatilitet i kapittel 6.

Den nye referanseporteføljen ble innført gradvis fra 1. januar 1998, etter en opptrappingsplan fastsatt av Finansdepartementet. Fra 1. juni 1998 ble den nye referanseporteføljen gjort gjeldende fullt ut, og §§ 5 og 6 i forskriften fra Finansdepartementet trådte i kraft fra samme dato. I henhold til § 5 skal porteføljen bestå av 50-70 prosent rentebærende instrumenter og 30-50 prosent egenkapitalinstrumenter. Forskriftens § 6 sier at 40-60 prosent av porteføljen skal investeres i Europa, 20-40 prosent i Amerika og 10-30 prosent i Asia og Oseania.

Fra og med 30. juni i år gikk man over til å foreta kvartalsvise overføringer til fondet, i stedet for årlig som tidligere. Ved utgangen av tredje kvartal ble Petroleumsfondet tilført 10 milliarder kroner. Så langt i år har fondet blitt tilført totalt 21,8 milliarder kroner.

2. Markedsutviklingen i tredje kvartal

Tredje kvartal var preget av stor ustabilitet i de internasjonale finansmarkedene. Fra midten av juli var det sterke fall i aksjekursene og en betydelig kursstigning på statsobligasjoner i hovedmarkedene. Noen av faktorene som bidrog til fallet i aksjekursene, som nedjusteringer av forventninger til den realøkonomiske utviklingen, bidrog samtidig til kursstigningen på statsobligasjoner. Kursstigningen skyldtes også at investorer som følge av uroen i finansmarkedene flyttet midler over til sikre statspapirer. Særlig etter at Russland iverksatte tiltak for å lette sin betjening av statsgjeld i august, opplevde man globalt såkalt "flight to quality" ved at investorene i større grad etterspurte de aller sikreste og mest likvide obligasjonene. Avkastningsforskjellen mellom statsobligasjoner og obligasjoner med kredittrisiko økte betydelig i løpet av august og september.

I tredje kvartal falt aksjekursene målt ved Financial Times/Standard and Poor's (FT/S&P) verdensindeks med hele 14,1 prosent målt i lokal valuta. Vi må tilbake til fjerde kvartal 1990 for å finne et kvartal med større kursnedgang. Obligasjonskursene målt ved Salomon Smith Barney's verdensindeks for obligasjoner steg med 4,9 prosent (målt i lokal valuta) i denne perioden. Dette er den sterkeste kvartalsveksten siden andre kvartal 1995.

Utviklingen i tredje kvartal var preget av svakere vekstutsikter globalt. I perioden juni til september falt anslagene for neste års vekst i internasjonal økonomi fra 2,5 prosent til 2,0 prosent ifølge tall publisert av Consensus Forecast¹. Også forventningene til prisstigningen ble klart nedjustert. Fra juni til september falt inflasjonsanslaget for 1999 fra 3,2 prosent til 2,9 prosent. Lavere veksttakt i verdensøkonomien bidrog til et fall i råvareprisene på 7,5 prosent² i tredje kvartal.

Tabell 1: Anslag på økonomisk vekst i 1999 ifølge Consensus Forecasts

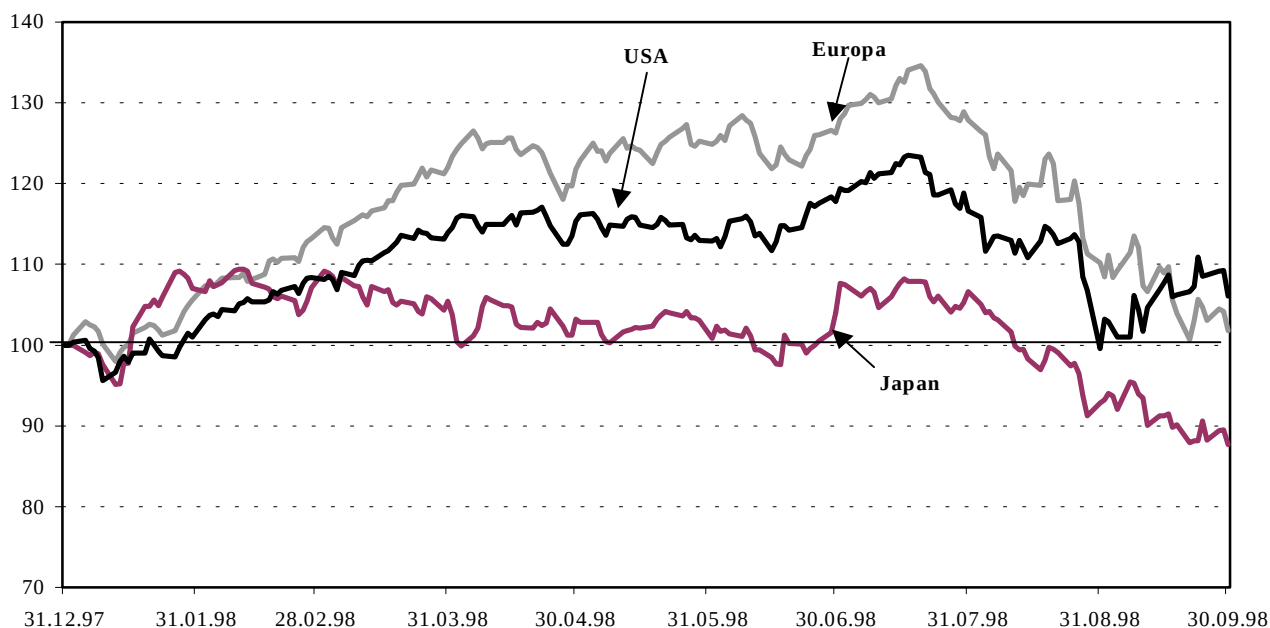
	Juni 1998	September 1998
Verden	2,5	2,0
USA	2,3	2,1
Vest-Europa	2,7	2,4
Japan	0,9	0,3

Den sterke nedjusteringen i Japan forklares med den stadig reduserte etterspørselen fra husholdningene og de forverrede utsiktene for bedriftene. Den innflytelsesrike Tankan-undersøkelsen av næringslivslederens konjunkturvurderinger for neste kvartal var langt mer pessimistisk i tredje kvartal enn i andre kvartal.

¹ Consensus Forecasts er et selskap som publiserer tall for gjennomsnitt av estimater blant ledende prognosemakere i USA.

² Ifølge The Economist commodity price index.

Figur 1: Utviklingen i Financial Times/Standard & Poor's indekser for aksjekursene i noen utvalgte land/regioner (nivå 31.12.97=100)



Kilde: Datastream

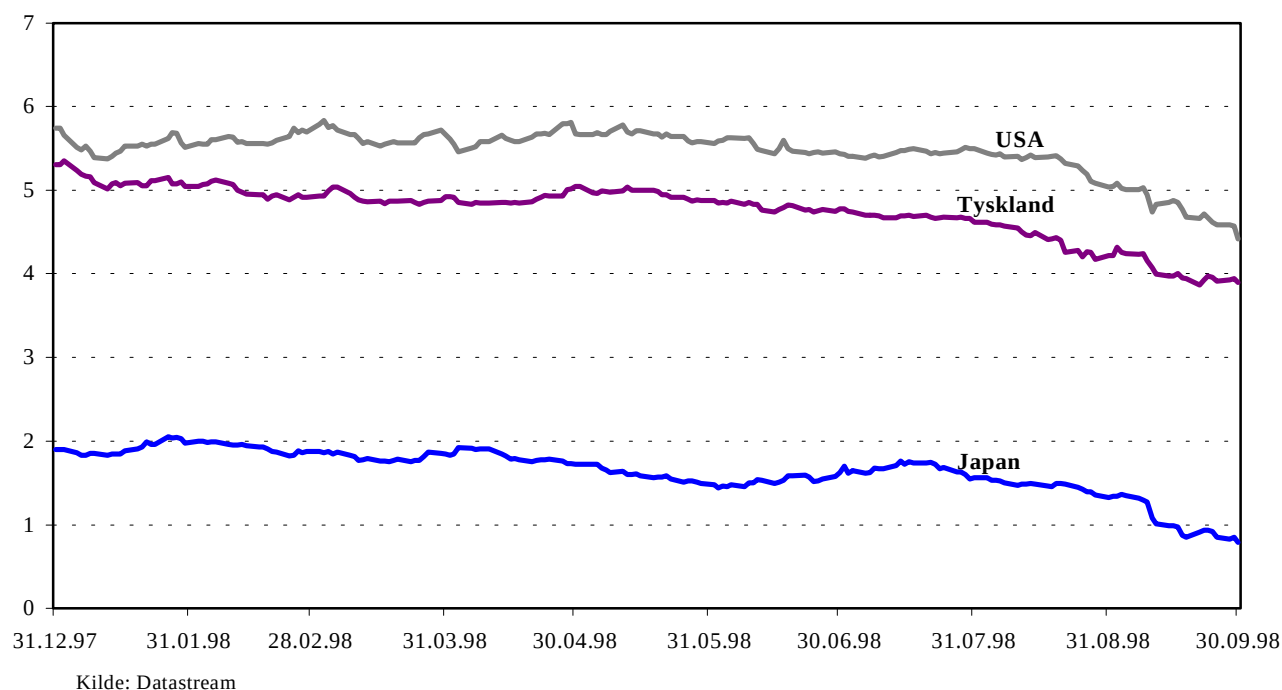
Figur 1 viser utviklingen i FT/S&P's aksjeindekser for henholdsvis Europa, USA og Japan fra årsskiftet og fram til utgangen av september. Til tross for betydelig kursfall i løpet av tredje kvartal, lå indeksene for både USA og Europa den 30. september over nivået ved årsskiftet.

FT/S&P's aksjeindeks for USA falt med 10,0 prosent i tredje kvartal. I Europa falt aksjekursene, målt ved FT/S&P-indeksen i lokal valuta, med 19,4 prosent. Av de 14 europeiske landene hvor Petroleumsfondet er investert, var nedgangen minst i Storbritannia med 13,1 prosent. I Asia varierte kursfallet i styrke. Mens Hong Kong-indeksen falt med bare 1,4 prosent³, falt japanske aksjer (målt ved FT/S&P-indeksen) med 15,7 prosent.

Figur 2 viser utviklingen i renten på 10-års statsobligasjoner i USA, Japan og Tyskland. I USA falt renten på 10-års statspapirer med ett prosentpoeng til 4,4 prosent i løpet av tredje kvartal. Salomon Smith Barneys Indeks for amerikanske statsobligasjoner viste en avkastning på 5,7 prosent i samme periode.

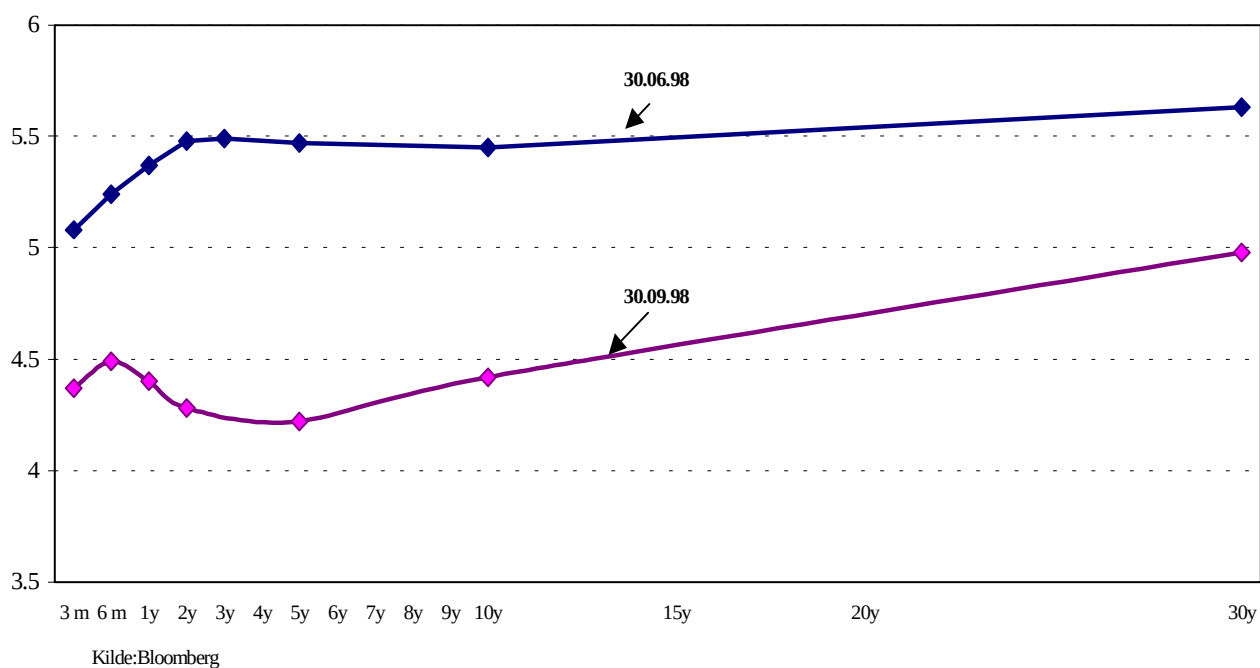
³ Dette må ses i sammenheng med at myndighetene i Hong Kong foretok betydelige intervensjoner i aksjemarkedene i form av aksjekjøp i størrelsesorden 110 milliarder NOK.

Figur 2: Utviklingen i ti-års statsobligasjonsrenter i USA, Tyskland og Japan



Figur 3 viser endringen i avkastningskurven for amerikanske statsobligasjoner over kvartalet. Rentenedgangen var sterkest for obligasjoner med løpetid 2 til 7 år.

Figur 3: Avkastningskurver for amerikanske statsobligasjoner 30. juni og 30. september 1998 (yield i prosent)



I løpet av tredje kvartal ble forskjellen i avkastning mellom statsobligasjoner og obligasjoner med lavere kredittverdighet større. Differansen mellom et statspapir og en representativ obligasjon med høyere kredittrisiko (vurdering BBB1) økte fra 67 til 113 basispunkter i 5-års-segmentet. Den økende avkastningsforskjellen mellom statspapirer og private obligasjoner ble nevnt som en av grunnene da den amerikanske sentralbanken senket sin utlånsrente til bankene (Fed Funds-renten) med 0,25 prosent til 5,25 prosent den 29. september.

Avkastningen i de europeiske obligasjonsmarkedene var 4,8 prosent målt i lokal valuta ved Salomon Smith Barneys indeks for europeiske statsobligasjoner. Det var imidlertid stor forskjell mellom markedene. Avkastningen på britiske og tyske obligasjoner var på henholdsvis 7,98 prosent og 4,25 prosent, mens avkastningen i de svenske og danske obligasjonsmarkedene var på henholdsvis 1,99 og 2,05 prosent.

I begynnelsen av september foretok den japanske sentralbanken lettelser i pengepolitikken, slik at døgnrenten mellom bankene ble redusert fra 0,50 prosent til 0,25 prosent. Videre ble det gjort kjent at den japanske sentralbanken ville øke sine oppkjøp av statsobligasjoner, hvilket bidrog til en sterk nedgang langs hele avkastningskurven for statspapirer. Salomon Smith Barneys indeks for japanske statsobligasjoner viste en avkastning på 4,2 prosent i tredje kvartal. Lange japanske renter var ved inngangen til fjerde kvartal på det laveste nivå målt i noe land i verden etter andre verdenskrig.

Ved inngangen til fjerde kvartal priset FRA⁴-markedene inn betydelig rentenedgang blant annet i USA og Storbritannia.

⁴ Disse fastrenteavtalene brukes til å prise 3-12 måneders renter for inntil ett år fremover og gjenspeiler således markedets forventninger til det fremtidige rentenivået.

3. Forvaltningen av Petroleumsfondet i tredje kvartal 1998

3.1. Målsetting med forvaltningen

I henhold til retningslinjene fra Finansdepartementet kan Petroleumsfondets portefølje avvike fra referanseporteføljen innenfor en ramme på 150 basispunkter forventet relativ volatilitet⁵. Det kan være hensiktsmessig å avvike fra referanseporteføljen fordi det vil være kostnadskrevende å replikere referanseporteføljen fullt ut til enhver tid. Rammen kan også sees på som en kvote for risiko som kan utnyttes for å oppnå meravkastning i forhold til referanseporteføljen. I første halvår prioriterte Norges Bank å utnytte risikokvoten for å få en mest mulig kostnadseffektiv oppbygging av aksjeandelen i Petroleumsfondet. I tredje kvartal har rammen i liten grad vært utnyttet.

3.2 Operativ gjennomføring

Av den samlede obligasjonsporteføljen i Petroleumsfondet har i underkant av én prosent – tilsvarende ca 750 millioner norske kroner - vært forvaltet eksternt av ABN AMRO Asset Management i London. Andelen som forvaltes eksternt vil økes i løpet av 1999, og det vil etter planen bli inngått avtale med flere eksterne forvaltere.

Petroleumsfondets obligasjonsportefølje er i all hovedsak plassert i statsobligasjoner utstedt av de land som Finansdepartementet har godkjent i forskrift av 3. oktober 1997. I tillegg er en mindre del plassert i obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner eller av selskaper med implisitt eller eksplisitt statsgaranti. Det er også anledning til å investere i obligasjoner utstedt av privateide selskaper, men slike investeringer er ikke foretatt så langt i 1998.

De midler som har vært investert i aksjemarkedet i tredje kvartal, har vært forvaltet av våre eksisterende forvaltere Bankers Trust Company, Barclays Global Investors Limited, Gartmore Investment Limited og State Street United Kingdom Limited. Disse følger en indekseringsstrategi.

Alle eksternt forvaltede porteføljer følges opp på daglig basis via informasjon som mottas elektronisk fra vår globale depotbank⁶, The Chase Manhattan Bank. Alle internt forvaltede porteføljer følges tilsvarende opp med utgangspunkt i data fra Norges Banks oppgjørs- og regnskapssystem. Beholdningsdata for interne og eksterne porteføljer overføres til risikostyringssystemet BARRA som så gir et bilde på hvordan den totale porteføljen avviker fra referanseporteføljen.

Den 30. september ble Petroleumsfondet tilført 10,0 milliarder kroner i form av kontanter og verdipapirer fra valutareservene.

⁵ Se nærmere forklaring under punkt 6.1.

⁶ For eksterne forvaltere.

Norges Bank utlyste i februar mandater for aktiv forvaltning av Petroleumsfondets aksjeportefølje. 260 søknader er vurdert, og de fleste beslutninger om valg av forvaltere vil bli tatt i fjerde kvartal.

Den 10. september i år utlyste Norges Bank Kapitalforvaltning mandater for aktiv forvaltning av rentebærende verdipapirer. Svarfrist var 7. oktober. Det vil pågå arbeid med utvelgelse av forvaltere i resten av 1998, og mandatene vil bli implementert i løpet av 1999.

Norges Bank er i ferd med å forberede overgangen til euro. Ved årsskiftet vil det bli foretatt en omfattende teknisk konvertering av blant annet de fleste obligasjonene som er denominert i valutaer som skal inngå i euro-sonen.

4. Avkastningen i tredje kvartal

Tabell 2 viser at Petroleumsfondet i tredje kvartal hadde en periodeavkastning på -3,58 prosent målt i Petroleumsfondets valutakurv. Dette er 0,23 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljen.

I perioden fra 30. juni til 30. september appresierte norske kroner med 0,19 prosent i forhold til valutasammensetningen i Petroleumsfondets referanseportefølje. En sterkere norsk krone reduserer Petroleumsfondets avkastning målt i norske kroner, men påvirker ikke Petroleumsfondets internasjonale kjøpekraft.

Tabell 2: Avkastning* (i prosent) i tredje kvartal og hittil i 1998

	Faktisk portefølje	Referanse- portefølje	Faktisk portefølje	Referanse- portefølje	Differanse %-poeng
	<i>Fondets valutakurv</i>	<i>Fondets valutakurv</i>	<i>NOK</i>	<i>NOK</i>	<i>NOK</i>
1. halvår	5,88	5,43	9,25	8,78	0,47
Juli	0,53	0,55	-1,48	-1,47	-0,01
August	-4,38	-4,28	0,35	0,45	-0,10
September	0,30	0,42	-2,65	-2,53	-0,12
3. kvartal	-3,58	-3,35	-3,76	-3,53	-0,23
Hittil i år	2,09	1,90	5,14	4,94	0,20

*Se vedlegg 2 for metodegrunnlaget i avkastningsberegningene

Tabell 3 viser avkastningen i tredje kvartal for henholdsvis aksjeporteføljen og obligasjonsporteføljen målt i valutakurven definert av Petroleumsfondets referanseportefølje, målt i en importveiet valutakurv og målt i norske kroner. Den importveide valutakurven bruker aktuelle importandeler som vekter, og gjenspeiler dermed Petroleumsfondets internasjonale kjøpekraft med dagens importsammensetning.

Petroleumsfondets valutakurv har vektorer som i større grad gjenspeiler de ulike lands betydning i verdensøkonomien, og dermed det tilbudet av importvarer som Norge kan velge fra. En slik kurv kan være mer relevant for å vurdere kjøpekraftutviklingen på lang sikt, jf brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 10. april 1997 (vedlegg til Revidert nasjonalbudsjett 1997).

Tabell 3: Petroleumsfondets avkastning* (i prosent) i tredje kvartal 1998 målt i ulike referansevalutaer

	Petroleumsfondet			Referanseporteføljen		
	totalt	aksjer	oblig.	totalt	aksjer	oblig.
Norske kroner	-3,76	-16,02	4,64	-3,53	-16,14	4,87
Referanseportef. valutakurv	-3,58	-15,59	4,63	-3,35	-15,69	4,85
Importveiet valutakurv	-4,58	-16,76	3,75	-4,36	-16,85	3,97

*Se vedlegg 2 for metodegrunnlaget i avkastningsberegningene

Tabellen viser at den negative avkastningen i tredje kvartal skyldes en spesielt svak avkastning i aksjemarkedene. Aksjeinvesteringene i Petroleumsfondet hadde i tredje kvartal en avkastning på -15,59 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Det var i tredje kvartal negativ avkastning i alle aksjemarkedene som inngår i Petroleumsfondets referanseportefølje. 10 av 14 europeiske børser falt med mer enn 20 prosent målt ved Financial Times/Standard & Poor's verdensindekser målt i lokal valuta. Obligasjonsinvesteringene hadde en avkastning på 4,63 prosent målt i referansens valutakurv. Avkastningen i obligasjonsmarkedene var generelt høyere enn i første og andre kvartal. Avkastningen var spesielt god i markedene for statsobligasjoner i USA, Frankrike og Storbritannia.

Petroleumsfondets mindreavkastning i tredje kvartal (0,23 prosent) skyldes i hovedsak to forhold: Aksjeandelen i Petroleumsfondet var i de to første månedene i kvartalet litt høyere (0,6 prosentpoeng) enn aksjeandelen i referanseporteføljen. Siden aksjekursene falt sterkt i august, innebar dette at Petroleumsfondet oppnådde noe lavere avkastning enn referanseporteføljen. I tillegg hadde man en mindreavkastning på 0,23 prosent på obligasjonsporteføljen. Dette skyldes at deler av obligasjonsporteføljen var investert i papirer som ikke inngår i referanseporteføljen. Det dreier seg om papirer utstedt av internasjonale organisasjoner, papirer med eksplisitt eller implisitt statsgaranti eller papirer utstedt av stater i markeder utenfor eget land (f.eks. obligasjoner utstedt av europeiske stater i USD). Disse obligasjonene antas å ha tilnærmet ingen tilbakebetalingsrisiko, men blant annet på grunn av at obligasjonene er mindre likvide enn innenlandske statsobligasjoner, vil det være en viss renteforskjell mellom statsobligasjoner og disse obligasjonene. Fordi denne renteforskjellen økte i tredje kvartal, ble avkastningen på disse obligasjonene lavere enn for statsobligasjonene i referanseporteføljen.

Tabell 4 viser markedsverdien av Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsbeholdning ved utgangen av første og andre kvartal samt ved utgangen av hver måned i tredje kvartal.

Siden årsskiftet har Petroleumsfondets markedsverdi økt med 27,1 milliarder kroner, hvorav 21,8 milliarder skyldes tilførsel av nye midler.

Tabell 4: Markedsverdien* av Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsbeholdning (millioner kroner)

	31.12.97	31.03.98	30.06.98	31.07.98	31.08.98	30.09.98
Aksjer	0	32.101	55.147	54.280	49.227	52.198
Obligasjoner	113.306	88.421	80.622	79.480	85.024	88.252
Totalt	113.306	120.522	135.769	133.760	134.251	140.450

* Markedsverdien er basert på handledato, og ikke valuteringsdato som i regnskapet, noe som gjør at tallet pr 30.09.98 ikke er identisk med det som er presentert i regnskapet.

5. Kostnader og inntekter i forvaltningen

5.1 Kostnader

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsipper og satser for godtgjøring til Norges Bank. Utgangspunktet er at Norges Bank skal ha full dekning for kostnadene banken har ved forvaltningen av Petroleumsfondet. Satsene for den løpende forvaltningen er fastsatt til 10,5 basispunkter (0,105 prosent) av Petroleumsfondets gjennomsnittlige verdi som i henhold til referanseporteføljen kan plasseres i egenkapitalinstrumenter, og 6,5 basispunkter av Petroleumsfondets gjennomsnittlige verdi som i henhold til referanseporteføljen kan plasseres i rentebærende instrumenter. I tillegg skal dokumenterte transaksjonskostnader i forbindelse med etablering av nye porteføljer dekkes.

I tabell 5 gis et anslag for påløpte kostnader relatert til den løpende forvaltningen av Petroleumsfondet i tredje kvartal 1998 og totalt hittil i år.

Tabell 5: Kostnader relatert til forvaltningen av Petroleumsfondet (tusen kroner)

	3. kvartal 1998	1.-3.kvartal 1998
Honorar til indeksforvaltere aksjer	2.942	4.683
Honorar til aksjededot	2.311	4.148
Norges Banks interne kostnader	2.308	4.538
SUM aksjeforvaltning	7.561	13.369
Honorar til ekstern renteforvalter*	322	520
Honorar til rentedepot	1.220	2.946
Norges Banks interne kostnader	5.563	15.232
SUM renteforvaltning	7.105	18.698
SUM forvaltningskostnader	14.666	32.067

*Den avkastningsavhengige delen av honoraret er ikke inkludert i anslaget.

I tillegg til de ovennevnte kostnader kommer meglerkostnader og skatt⁷ som inngår i aksjenes kostpris og dermed belastes avkastningen direkte. Disse kostnadene var i tredje kvartal på 6,1 millioner kroner.

Forvalterhonorarene beregnes endelig ved årets utgang, og tallene ovenfor er anslag for påløpte honorarer. Kostnadene ved aksjededot omfatter oppbevaring, transaksjonskostnader og rapportering. I tillegg kommer transaksjonskostnader ved etablering av nye porteføljer, jf tabell 6. Depotkostnader for Petroleumsfondets interne renteporteføljer omfatter de depot der det betales en eksplisitt avgift⁸. Kostnadene ved rentedepot omfatter dessuten porteføljen til den eksterne renteforvalteren som Petroleumsfondet har hatt siden 5. mai.

Samlet utgjør de påløpte kostnadene ved aksjeforvaltning for tredje kvartal, omregnet til årsrate, om lag 5,5 basispunkter av gjennomsnittlig faktisk aksjebeholdning i tredje kvartal. De påløpte kostnadene ved renteforvaltning utgjør tilsvarende 3,5 basispunkter. Kostnadene er betydelig lavere enn godtgjøringssatsene. Dette skyldes i hovedsak at omfanget av aktiv forvaltning har vært mindre enn planlagt, i tillegg til at kostnadene i Norges Bank Kapitalforvaltning har vært noe lavere enn forutsatt.

I tillegg til godtgjøringen for løpende forvaltning, skal Norges Bank i henhold til avtalen med Finansdepartementet også ha dekket dokumenterte transaksjonskostnader ved etablering av nye porteføljer etter tilførsel av midler til Petroleumsfondets kronekonto eller ved endringer i referanseporteføljen. Transaksjonskostnadene ved etablering omfatter meglerkostnader, transaksjonsavgifter i depotet og honorar til den eksterne forvalter som er ansvarlig for etablering av de nye porteføljene. Etableringskostnadene i tredje kvartal og for årets ni første måneder er presentert i tabell 6.

⁷ Kostnader i forbindelse med transaksjoner på grunn av "vedlikehold" av porteføljen

⁸ I enkelte depot holdes minsteinnskudd til lav rente. Den implisitte kostnaden ved dette er ikke tatt med i tabellen over.

Tabell 6: Etableringskostnader (tusen kroner)

	3. kvartal 1998	1. –3.kvartal 1998
Meglerhonorarer	400	9.886
Omsetningsavgift	0	45.731
Etableringskostnader som inngår i aksjenes kostpris	400	55.617
Honorar til eksterne forvaltere	123	2.533
Transaksjonsavgifter til depot*	0	3.079
Øvrige etableringskostnader	123	5.612
Etableringskostnader totalt	523	61.229

**Kostnader ved clearing av futures inngår i bokførte meglerhonorar*

Etableringskostnadene som inngår i aksjenes kostpris i tredje kvartal gjelder etablering av en aksjeportefølje på 5,8 milliarder kroner. Det beskjedne beløpet må ses i sammenheng med at nye midler som kom inn i aksjeporteføljen den 30. september, i hovedsak ble brukt til å kjøpe futures. For årets tre første kvartal under ett utgjør etableringskostnadene som inngår i aksjenes kostpris, 10,8 basispunkter av aksjeporteføljens kostpris på 56,6 milliarder kroner.

De øvrige etableringskostnadene utgjør for årets tre første kvartaler 1,1 basispunkter regnet som andel av aksjeporteføljen som er etablert.

De samlede kostnadene for årets tre første kvartaler, inkludert alle etableringskostnader for nye porteføljer, beløper seg til 99,4 millioner kroner. Dette utgjør, omregnet til årsrate, omlag 9,8 basispunkter av Petroleumsfondets gjennomsnittlige verdi i tredje kvartal. Ser man bort fra de kostnader som allerede er belastet avkastningen, utgjorde forvaltnings- og etableringskostnadene omregnet til årsrate 3,7 basispunkter av Petroleumsfondets gjennomsnittlige verdi i tredje kvartal.

5.2 Inntekter

Norges Bank har siden februar foretatt utlån av aksjer gjennom Chase Manhattan Bank til godkjente låntakere. Slike utlån gjøres mot betryggende sikkerhet i form av kontanter, statspapirer eller bankgarantier.

Ved utgangen av september var aksjer til en verdi av ca 5,8 milliarder norske kroner på utlån. Dette tilsvarer 12,5 prosent av aksjebeholdningens verdi pr 29. september (før overføringen av nye midler til Petroleumsfondet 30. september).

Netto fortjeneste fra utlån av aksjer beløp seg i tredje kvartal til 10,4 millioner norske kroner. Dette tilsvarer en årlig fortjeneste på 84 basispunkter målt i forhold til

gjennomsnittlig daglig aksjeverdi på utlån. I perioden fra februar til september var samlet fortjeneste fra utlån av aksjer på 21,4 millioner kroner.

Norges Bank foretar på tilsvarende måte utlån av obligasjoner gjennom noen av depotene for slike papirer. I tredje kvartal var de samlede inntekter knyttet til utlån av obligasjoner på 4,2 millioner kroner. For årets tre første kvartaler under ett beløp de samlede inntektene seg til 9,9 millioner kroner. I tillegg kommer inntekter fra gjenkjøpsavtaler som gjennomføres som en del av den ordinære porteføljeforvaltningen.

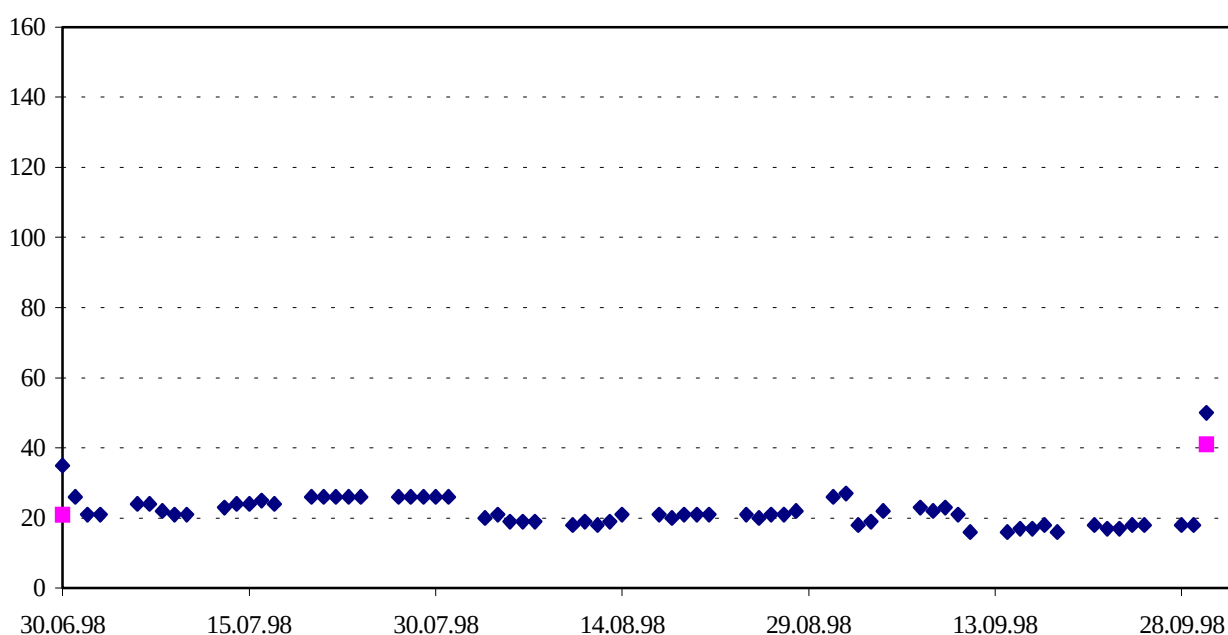
Utlånsinntektene inngår i avkastningstallene for tredje kvartal.

6. Risikoeksponering

6.1 Utvikling i relativ volatilitet

Finansdepartementet benytter risikomålet *forventet relativ volatilitet* for å styre markedsrisikoen til Petroleumsfondet. Relativ volatilitet er beregnet som en forventet verdi av standardavviket til differansen mellom avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen. Når de tillatte avvikene fra referanseporteføljen begrenses ved å sette en øvre grense for relativ volatilitet, kan en litt forenklet si at den faktiske avkastningen vil variere innenfor et bånd rundt avkastningen på referanseporteføljen. Jo lavere grensen for relativ volatilitet settes, desto snevrere vil dette båndet bli.

Figur 4: Relativ volatilitet på daglig basis i tredje kvartal



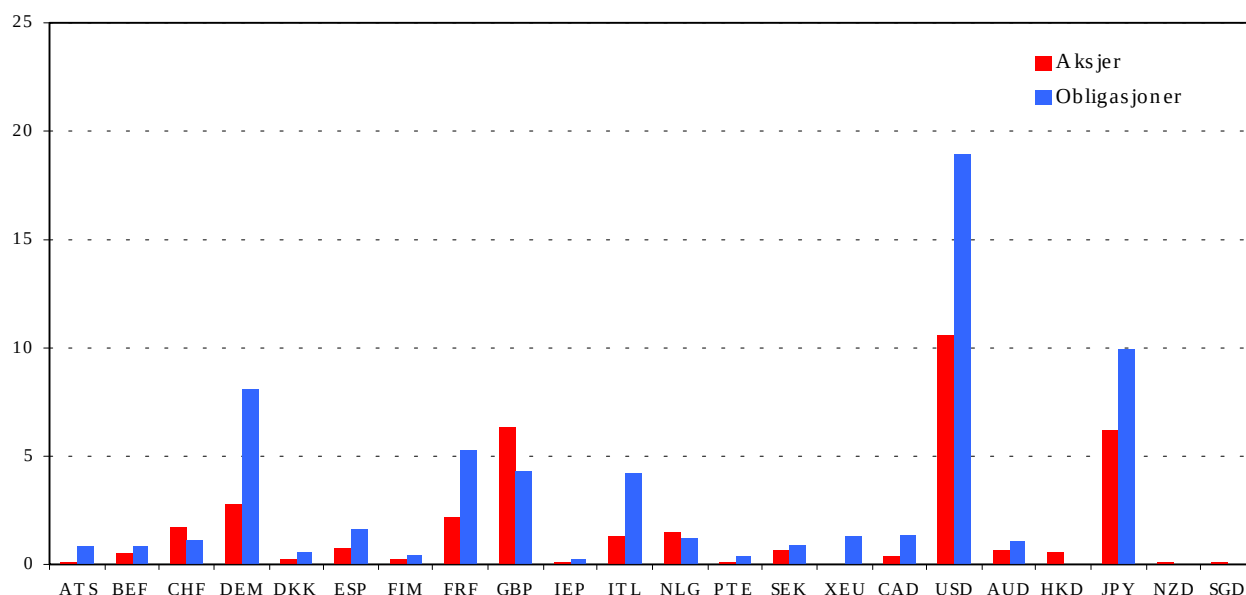
Figur 4 viser utviklingen i relativ volatilitet fra utgangen av juni til utgangen av september. De lysere firkantene viser relativ volatilitet ved utgangen av henholdsvis andre og tredje kvartal målt mot referanseporteføljen for det påfølgende kvartalet. Figuren viser at Norges Bank i relativt beskjedent omfang har avveket fra referanseporteføljen i løpet av tredje kvartal.

Etter overføringen av midler den 30. juni var relativ volatilitet stabil rundt 15-25 basispunkter gjennom hele kvartalet. Etter tilførsel av nye midler den 30. september var relativ volatilitet på 50 basispunkter målt mot referanseporteføljen for september. Målt mot referanseporteføljen for oktober, var relativ volatilitet på 41 basispunkter, jf den lysere firkanten i figuren.

I løpet av tredje kvartal har økt volatilitet i finansmarkedene medført at absolutt risiko, målt ved risikostyringssystemet BARRA, har økt fra et standardavvik på 9,5 prosent til et standardavvik på ca. 13,3 prosent. Ettersom Petroleumsfondets regneenhet i BARRA er norske kroner, har økt volatilitet i norske kroner bidratt til å øke den absolutte risikoen målt i NOK. Vel halvparten av økningen i standardavvik kan tilskrives økt volatilitet i NOK. Endring i kronekursen påvirker imidlertid ikke fondets internasjonale kjøpekraft, og er således en risikofaktor som ikke bør tillegges vekt.

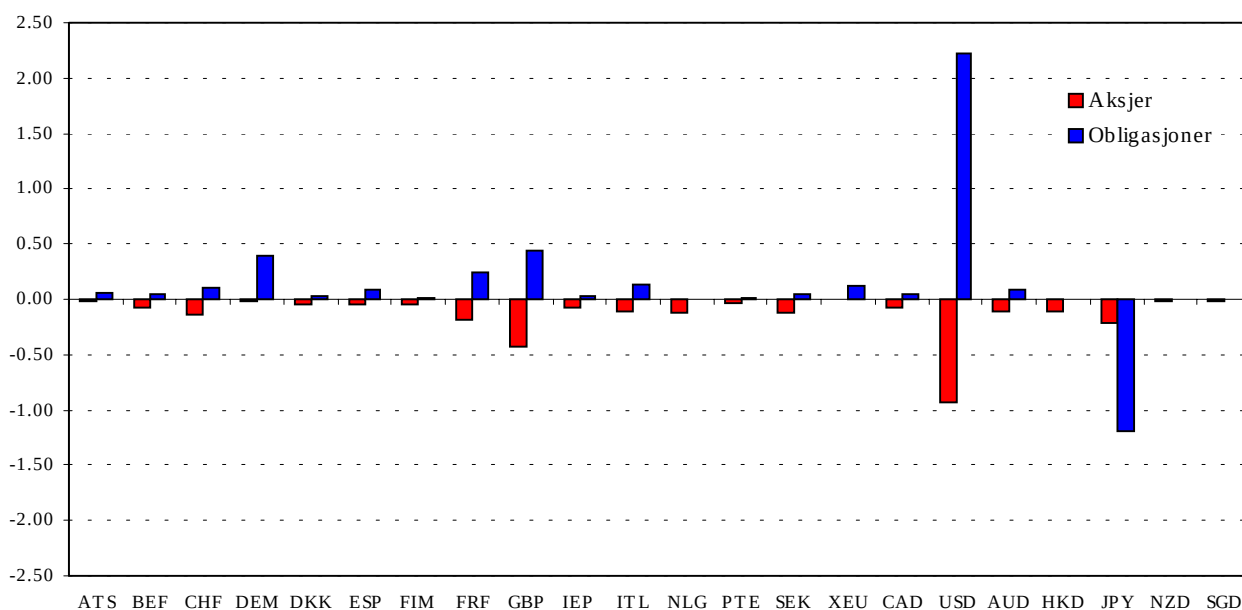
Figur 5 viser Petroleumsfondets markedsfordeling på land- og aktivaklasse pr 30. september 1998, etter tilførsel av nye midler. Av porteføljen er 50,2 prosent investert i Europa, 31,2 prosent i Nord-Amerika og 18,6 prosent i Asia og Oseania.

Figur 5: Land- og aktivaforordeling 30. september 1998 (andel av porteføljen i prosent)



Figur 6 viser antall prosentpoeng avvik mellom oktober-referanseporteføljens sammensetning på land- og aktivaklasse (markedseksposering) og den faktiske porteføljens sammensetning pr 30. september. Avvikene 30. september er betydelig påvirket av at det ble tilført nye midler og foretatt et stort antall transaksjoner den dagen, og er således ikke representative for hva avvikene faktisk har vært gjennom tredje kvartal.

Figur 6: Avvik (i prosentpoeng) mellom den faktiske porteføljen den 30. september 1998 og referanseporteføljen



De største avvikene finner vi i USD, JPY og GBP. De store avvikene her må sees i sammenheng med at dette også er de største delporteføljene.

7. Overholdelse av forskriftene

I forskriften for forvaltningen av Petroleumsfondet har Finansdepartementet fastsatt grenser for Petroleumsfondets risikoeksponering. Tabellen nedenfor viser hvilke rammer som gjelder samt Petroleumsfondets eksponering på ulike datoer. Investeringer i derivater⁹ er inkludert i tallene.

Tabell 7: Risikoeksponering*

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk 31.12.97	Faktisk 30.06.98	Faktisk 31.07.98	Faktisk 31.08.98	Faktisk 30.09.98
§ 4	Relativ volatilitet	Maksimalt 1,5%	0,12%**	0,35%	0,26%	0,26%	0,50%
§ 5*	Aktivafordeling	Rentebærende 50-70% Egenkapital 30-50%	100,0 % 0,0%	59,4% 40,6%	59,4% 40,6%	63,3% 36,7%	62,8% 37,2%
§ 6*	Valutafordeling	Europa 40-60% Amerika 20-40% Asia / Oceania 10-30%	57,7% 27,2% 15,1%	50,4% 30,3% 19,3%	50,9% 30,2% 18,9%	51,0% 30,0% 19,0%	50,1% 29,8% 20,1%
§ 6*	Markedsfordeling ***	Europa 40-60% Amerika 20-40% Asia / Oceania 10-30%	57,7% 27,2% 15,1%	50,4% 31,4% 18,2%	50,9% 31,3% 17,8%	51,0% 31,1% 17,9%	50,2% 31,2% 18,6%
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	3,43	5,13	5,19	5,29	5,29
§ 8	Kredittrisiko	Maks 20% i bankinnskudd****	4,6%	4,7%	0,48%	1,16%	5,0%
§ 10	Høyeste aksjeeie Høyeste beløp i et enkelt selskap (mill.kr.)	Maks 1 % av et selskap Ingen begrensninger	0,0% 0	0,09% 581,3	0,11% 520,5	0,11% 522,9	0,11% 485,6

*Den nye forskriften for forvaltning av Statens petroleumsfond trådte i kraft 1. januar 1998, med unntak av §§ 5 og 6 som først trådte i kraft 1. juni.

**Relativ volatilitet pr 31. desember 1997 er beregnet i forhold til referanseporteføljen for januar 1998.

*** Valutafordelingen avviker fra markedsfordelingen på grunn av valutasikring – enten ved bruk av valutaterminkontrakter eller implisitt ved bruk av aksje-/obligasjonsfutures

****Finansdepartementet fastsatte i brev av 23. mars 1998 at opp til 20 prosent av markedsverdien til Petroleumsfondet kan plasseres i bankinnskudd med inntil 3 måneders løpetid. Andelen bankinnskudd i tabellen er regnet ut på grunnlag av summen av tidsinnskudd og andre bankinnskudd samt inntilstående på marginkonti i forbindelse med futureshandel.

⁹ I henhold til forskriften for forvaltningen av Statens petroleumsfond kan det investeres i derivater i den utstrekning den økonomiske eksponeringen av dette ikke overstiger den eksponering en ville ha fått ved å investere i de underliggende instrumenter direkte. Derivater brukes med andre ord ikke til å øke markedsrisikoen i porteføljen. For tiden inneholder porteføljen kun futures og valutaterminkontrakter.

I henhold til retningslinjer fra Finansdepartementet fastsatt 23. mars 1998, kan det ikke investeres i obligasjoner med lavere kredittverdighet enn "Investment grade" hos noen av kredittvurderingsbyråene Moody's (Baa) og Standard & Poor (BBB). Ikke-statsgaranterte obligasjoner kan maksimalt utgjøre 10 prosent av den rentebærende porteføljens markedsverdi. Det arbeides i Norges Bank med å etablere utfyllende interne retningslinjer innenfor disse rammene. Inntil disse foreligger gjennomføres forvaltningen i tråd med den gamle forskriftens §4.1.

Ifølge § 4.1 i den gamle forskriften skal obligasjoner, sertifikater og tilsvarende instrumenter være utstedt av nasjonalstater, foretak med statsgaranti eller internasjonale organisasjoner med høy kredittverdighet. Det kan også investeres i verdipapirer hvor myndighetene anses å stå bak låneprogrammet, men uten at det foreligger formelle garantier.

Tabell 8 viser sammensetningen av porteføljen i forhold til rating fra henholdsvis Moody's og Standard & Poor's. Ved utgangen av tredje kvartal 1998 var obligasjonsbeholdningen fordelt på følgende ratingklasser, der beste rangering er høyest, nest beste nest høyest osv.

Tabell 8: Obligasjonsporteføljen pr 30. september 1998 fordelt etter klassifisering (markedsverdi i millioner kroner)

Moody's			Standard & Poor's		
Karakter	Markedsverdi	Andel av total	Karakter	Markedsverdi	Andel av total
+++ *	69.164	78,4 %	+++	69.164	78,4 %
Aaa	12.566	14,2 %	AAA	7.410	8,4 %
Aa1	2.187	2,5 %	AA+	1.686	1,9 %
Aa2	767	0,9 %	AA	2.662	3,0 %
Aa3	769	0,9 %	AA-	244	0,3 %
A1	256	0,3 %	A+	0	0,0 %
Lavere	0	0,0 %	Lavere	0	0,0 %
Ingen rating	2.544	2,9 %	Ingen	7.086	8,0 %
Sum	88.252	100,0%	Sum	88.252	100,0 %

* Karakteren +++ betyr at verdipapiret er utstedt av en stat i landets egen valuta. Det innebærer i prinsippet at forpliktelsene kan innfris ved å trykke opp penger

Gruppen av papirer som ikke er klassifisert av Moody's, består av 11 verdipapirer med eksplisitt eller implisitt statsgaranti. Gruppen av papirer som ikke er klassifisert hos Standard & Poor's inneholder 40 verdipapirer. Av disse er 8 rene statspapirer, de resterende er papirer utstedt av internasjonale organisasjoner eller papirer med eksplisitt eller implisitt statsgaranti.

VEDLEGG 1

BUDSJETT- OG REGNSKAPSAVDELINGEN 20.10.98

ØKONOMISK RAPPORTERING STATENS PETROLEUMSFOND PR 3. KVARTAL 1998

Petroleumsfondets portefølje pr 30.09.98

Etter forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond § 2 har Norges Bank plassert fondets kroneinnskudd særskilt i aktiva denominert i utenlandsk valuta. Innestående på kronekonto hensyntatt opptjent avkastning og påløpt forvaltningsgodtgjørelse for perioden 1.1.98-30.09.98 utgjør samlet kr 140.272.498.963,94 pr 30.09.98. Petroleumsfondets kronekonto er tilført 10.000 millioner kroner pr 30.09.98.

Pr 30.09.98 fordeler porteføljen seg på følgende instrumenter (i tillegg fremgår sammenligningstall for 31.03.98 og 30.06.98) :

(alle tall i tusen)

Instrument	31.03.98	30.06.98	30.09.98
Bankinnskudd i utlandet	4.278.716	6.378.405	7.094.356
Utenlandske statskasseveksler	0	123.783	333.606
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	83.363.584	76.711.343	85.457.847
Aksjer i utlandet	28.583.192	46.292.677	45.949.356
Utlån utlandet	1.187.302	3.826.471	3.710.759
Opptjente, ikke forfalte renter	2.017.669	1.442.068	1.924.493
Opptjent dividende	68.909	91.283	101.078
Kildeskatt		4.566	62.868
Terminkontraksreguleringer		-1.739	-14.825
Innlån utenlandske banker	-1.187.302	-2.213.499	-4.297.802
Påløpte, ikke forfalte renter	-1.766	-5.136	-84
Diverse gjeld	0	0	-49.153
Total portefølje	118.310.436	132.650.222	140.272.499

Plasseringene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedskurser pr 30.09.98 notert på WM Reuters London 4.00 P.M. Porteføljen av utenlandske verdipapirer er verdsatt til laveste verdi av gjennomsnittlig anskaffelseskurs og

markedsverdi pr 30.09.98. Porteføljens markedsverdi pr 30.09.98 utgjør kr. 140.272.498.963,94

Pr 30.09.98 var det kjøpt børssnoterte futureskontrakter med samlet markedsverdi 10.004 millioner kroner. På samme tidspunkt var det futures salgskontrakter med samlet markedsverdi 1.796,7 millioner kroner. Pr 30.09.98 var det kjøpt valuta på levering med samlet verdi 1.162,2 millioner kroner, og valuta salgskontrakter beløp seg til 1.162,2 millioner kroner.

Petroleumsfondets avkastning pr 30.09.98

Etter forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond § 3 skal Norges Banks bokførte avkastning på de utenlandske plasseringene tillegges Statens petroleumsfonds kronekonto. Bokført avkastning på kronekonto pr 30.09.98 består av følgende komponenter (i tillegg fremgår sammenligningstall pr 1. og 2. kvartal 1998):

(alle tall i tusen)

Avkastning	pr 31.03.98	pr 30.06.98	pr 30.09.98
Renteinntekter	1.657.894	2.932.567	4.159.535
Dividende	84.147	352.400	573.341
Valutakursgevinst	2.776.568	3.751.596	3.291.827
Urealisert verdipapirtap	-17.718	-18.393	-3.464.140
Realisert verdipapirgevinst	343.110	457.719	568.552
Kurtasje		-5.232	-7.302
Resultat terminhandel valuta		-104.298	-109.876
Gevinst futures	153.341	134.232	166.806
Total avkastning av plasseringene	4.997.342	7.500.591	5.176.069
Påløpt forvaltningsgodtgjørelse			-53.200
Netto opptjent avkastning	4.997.342	7.500.591	5.122.869

Ved avkastningsberegningen er det benyttet de samme regnskapsprinsipper som for Norges Banks regnskap. Dette innebærer at inntekter og kostnader i valuta er omregnet til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet og at de er periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Beregnet påløpt forvaltningsgodtgjørelse pr 30.09.98 utgjør 53,2 millioner kroner.

VEDLEGG 2

Område I / Markedsoperasjonsavdelingen
Strategi- og Kontrollseksjonen/ EAB
28. oktober 1998

STATENS PETROLEUMSFOND / AVKASTNINGSRAPPORT 3. KVARTAL 1998

I tredje kvartal 1998 hadde Statens petroleumsfond en tidsvektet periodeavkastning på -3,76 % målt i norske kroner. Referanseporteføljen¹⁰ hadde en avkastning på -3,53 %, slik at den faktiske porteføljen hadde en mindreavkastning på 0,23 prosentpoeng (jf tabellen nedenfor). Målt i norske kroner er renteporteføljens avkastning beregnet til 4,64 %, noe som representerte en mindreavkastning på 0,23 prosentpoeng i forhold til renteporteføljens referanseportefølje. Egenkapitalporteføljen hadde en beregnet avkastning på -16,02 %, noe som representerte en meravkastning på 0,12 prosentpoeng.

Tabell 1: Avkastningen på Statens petroleumsfond 3. kvartal 1998¹¹

		Faktisk	Referanse	Avvik ¹²
Norske kroner	TOTALT	-3,76 %	-3,53 %	-0,23
	Egenkapitalporteføljen	-16,02 %	-16,14 %	0,12
	Rentepordeføljen	4,64 %	4,87 %	-0,23

I de tre første kvartaler i 1998 hadde Statens petroleumsfond en tidsvektet periodeavkastning på 5,14 % målt i norske kroner, mens referanseporteføljen hadde en avkastning på 4,94 %. Dette ga en meravkastning på 0,20 prosentpoeng (jf tabell 2). Målt i norske kroner er renteporteføljens avkastning beregnet til 12,41 %, noe som representerte en mindreavkastning på 0,11 prosentpoeng i forhold til renteporteføljens referanseportefølje. Egenkapitalporteføljen hadde en beregnet avkastning på -3,58 %, noe som representerte en meravkastning på 0,66 prosentpoeng.

¹⁰ Se påfølgende kapitler, som beskriver metodegrunnlaget for avkastningsberegningene og konstruksjon av referanseporteføljene.

¹¹ Periodeavkastning (dvs. ikke annualisert). Den totale avkastningen på Petroleumsfondet og referanseporteføljen er fastsatt med høy grad av sikkerhet, dog med de forbehold som er nevnt i beskrivelsen av metodegrunnlag.

¹² Regnet i prosentpoeng.

Tabell 2: Avkastningen på Statens petroleumsfond hittil i år¹¹

		Faktisk	Referanse	Avvik ¹²
Norske kroner	TOTALT	5,14 %	4,94 %	0,20
	Egenkapitalporteføljen	-3,58 %	-4,24 %	0,66
	Renteporteføljen	12,41 %	12,52 %	-0,11

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene

Avkastningen beregnes etter markedsverdi prinsippet, dvs. at porteføljene verdsettes til de aktuelle markedspriser ved beregningsperiodens slutt. Alle avkastningskomponenter, dvs. rentekostnader og -inntekter, beholdningsendringer og verdipapirprisendringer, er inkludert i avkastningen og periodisert til riktig beregningsperiode. Handedato benyttes ved periodisering av inngåtte, ikke oppgjorte transaksjoner i verdi- og resultatberegningen. Avkastningen sammenlignes med avkastningen på referanseporteføljen. Det benyttes relativ geometrisk avkastning.

Avkastningsberegningene utføres i separate modeller som ikke er avstemt mot regnskapssystemet. I beregningene benyttes markedsverdier basert på handledato, og ikke "prinsippet om laveste verdi" og valuteringsdato som i regnskapet. Det kan derfor forekomme avvik i beregnet avkastning mellom de to systemene. Avvikene kan også skyldes forskjeller i prising av verdipapirer.

I tilpasningen til nye retningslinjer for Statens petroleumsfond var det i løpet av første halvår 1998 hyppige og store eksterne kontantstrømmer mellom aktivaklassene aksjer og obligasjoner og mellom de enkelte valutaporteføljer innad i hver aktivaklasse (tranasitionperioden). For å eliminere effekten av inn- og utbetalinger til og fra porteføljen bør man bruke tidsvektet avkastning ved sammenligning mot en referanseportefølje. Da kreves det at man beregner markedsverdien av porteføljen ved hvert kontantstrømtidspunkt og finner avkastningen som endring i markedsverdi. Slik finner man en avkastningsindeks ved hvert kontantstrømtidspunkt. Ut fra de enkelte avkastningsindekser finner man avkastningen for en periode ved å multiplisere de enkelte avkastningsindekser.

Norges Bank har foreløpig kvalitetssikrede markedsverdier kun ved månedsslutt, og har derfor ikke kunnet beregne en tidsvektet avkastning internt i måneden. I stedet er det brukt en pengevektet metode, der den prosentvise månedlige avkastningen på Statens petroleumsfond er beregnet ved å fordele de enkelte kontantstrømmer på inngående verdi og utgående verdi, og avkastningen finnes ved å dele porteføljens justerte sluttverdi med den justerte startverdien.

Metoden for å beregne den prosentvise *månedlige* avkastningen beskrives ved følgende formel:

(Formel 1:)

$$y = \left[\left(\frac{V_2 - \frac{\sum_i i \cdot d_i}{T}}{V_1 + \frac{\sum_i (T-i) \cdot d_i}{T}} \right) - 1 \right] \cdot 100$$

der y = avkastning for delperioden
 V_1 = porteføljens verdi ved start (inkl. renter)
 V_2 = porteføljens verdi ved slutt (inkl. renter)
 T = antall dager i perioden
 i = dag-nummer i perioden
 d_i = totalt transaksjonsbeløp på dag nr. i

For lengre perioder, som *kvartalsavkastning* og *hittil i år avkastning*, multipliseres månedenes avkastningsindekser, dvs at denne avkastningen er en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

Avkastningen beregnes både i norske kroner og i lokal valuta ved bruk av metoden beskrevet ovenfor. 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 formel 1. WM-Reuters valutakurser benyttes ved omregning fra lokal valuta til norske kroner. Disse valutakurser fastsettes kl. 16:00 London-tid.

Den totale avkastningen i lokal valuta er beregnet ved å vekte hver enkeltvalutas avkastning med vedkommende valutas andel av totalporteføljen. Andelene regnes som de enkelte valutaers markedsverdi i prosent av markedsverdien av totalporteføljen ved inngangen av måleperioden, regnet i norske kroner.

Valutaavkastningen beregnes som differansen mellom avkastningen i norske kroner og lokal valuta. Dette er funnet som den mest korrekte måte å splitte avkastningen mellom valutakursavkastning og rente-/aksjeavkastning. Dette gjaldt spesielt under transitionperioden, der det var mange overføringer mellom valuta og aktivaklasse. Valutaavkastningen kan igjen splittes i to komponenter: En del som viser den valutaavkastning referanseporteføljen har oppnådd, og en del som tilsvarer den valutaavkastning fondet har oppnådd ved å avvike fra referanseporteføljens valutafordeling. Ved å legge sammen sistnevnte del av valutaavkastningen med avkastningen i lokal valuta, får vi avkastningen i lokal valuta målt i referanseporteføljens valutafordeling.

Referanseporteføljen

Norges Bank benytter referanseporteføljer i forvaltningen av valutareservene og Statens petroleumsfond. Disse gir uttrykk for en langsiktig investeringsstrategi, og gjenspeiler retningslinjene for rente-, valuta- og kredittrisiko. Det eksisterer et ensartet prinsipp ved konstruksjon av referanseporteføljer for alle valutaporteføljer.

Fra 1. januar 1998 gjaldt nye retningslinjer for Statens petroleumsfond, fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997 med hjemmel i lov av 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond. Finansdepartementet ga retningslinjer om hvordan overgangsfasen fra gamle til nye retningslinjer skulle implementeres i referanseporteføljen. Det var en gradvis overgang fra den gamle til den nye referanseporteføljen over en periode på 5 måneder, med justering av porteføljevektene ved slutten av hver måned. Fra 1. juni 1998 var innføringen til ny referanseportefølje avsluttet.

Referanseporteføljens sammensetning

Referanseporteføljen består av en aksjereferanse, Financial Times / Standard & Poor's Actuaries World Indices (FT/S&P), og en obligasjonsreferanse, Salomon Smith Barney World Government Bond Indices (WGBI). I henhold til Finansdepartementets retningslinjer skal referanseporteføljen rebalanseres ved inngangen til hvert kvartal. Det innebærer blant annet at aksjeandelen settes til 40%. Innen kvartalet flyter fordelingen mellom de to aktivaklasser avhengig av markedsutviklingen.

Aksjereferansen:

Aksjereferanseporteføljen er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia. Ved begynnelsen av hvert kvartal skal fordelingen mellom regionene være henholdsvis 50%, 30% og 20%. Aksjeinvesteringene innen hver region fordeles på godkjente land (i § 6 i forskrift av 3. oktober 1997) etter markedsverdier målt ved FT/S&P- Actuaries indeksene. Innen kvartalet endres både land- og regionsvektene avhengig av markedsutviklingen.

Noen av hovedprinsippene for sammensetningen av FT/S&P-Actuaries indeksene er følgende (jf teknisk dokument "Ground Rules for the Construction and Maintenance of the FT/S&P Actuaries World Indices, January 1997 - Version 1.1.2"):

- Indeksene kalkuleres daglig.
- Valutakurser: WM/Reuters sluttkurser.
- Priser: Normalt midtkurs ved markedsslutt eller siste noterte omsetningskurs.

For Petroleumsfondet gjaldt følgende landvekter ved inngangen til hver måned i tredje kvartal 1998:

Tabell 3: Landvekter (%)

Land	01.07.98	01.08.98	01.09.98
USA	28,74	28,45	27,90
Canada	1,26	1,17	1,04
Sum Nord-Amerika	30,00	29,62	28,95
Østerrike	0,24	0,24	0,23
Belgia	1,49	1,56	1,64
Sveits	5,01	5,37	5,20
Tyskland	7,13	7,20	6,87
Danmark	0,63	0,64	0,67
Spania	2,18	2,30	2,07
Finland	0,71	0,78	0,72
Frankrike	6,11	6,13	6,19
Storbritannia	16,42	16,10	17,04
Irland	0,38	0,37	0,35
Italia	3,11	3,41	3,39
Nederland	4,01	4,05	4,12
Portugal	0,31	0,33	0,33
Sverige	2,26	2,24	2,16
Sum Europa	50,00	50,73	50,99
Australia	1,71	1,71	1,71
Hong Kong	1,53	1,41	1,48
Japan	16,39	16,16	16,54
New Zealand	0,13	0,15	0,13
Singapore	0,23	0,23	0,20
Sum Asia/Oceania	20,00	19,66	20,06

Obligasjonsreferansen:

Obligasjonsreferanseporteføljen er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia. Ved begynnelsen av hvert kvartal skal fordelingen mellom regionene være henholdsvis 50%, 30% og 20%. Innenfor hver region fordeles landvektene etter IMF's BNP-vekter og IMF's gjennomsnittskurser for det året som BNP-tallene er oppgitt for. Fra 1. januar 1998 benyttes BNP-vekter og gjennomsnittlige valutakurser for 1996. Ecu -andelen er gitt en vekt på 2%. En tilsvarende andel fratrekkes de valutaslagene som inngår i ecu, etter den vekt disse valutaslagene har i ecu. Innen kvartalet flyter land- og regionsvektene avhengig av markedsutviklingen.

For hvert land benyttes Salomon Smith Barneys World Government Bond Indices (WGBI). Noen av hovedprinsippene for sammensetningen av denne indeksen er følgende (jf teknisk dokument "Salomon Smith Barney Global Index Catalog, February 1998"):

- Indeksen måler avkastningen på følgende 18 statsobligasjons-markeder:
Australia, Østerrike, Belgia, Canada, Danmark, Finland, Frankrike,
Tyskland, Irland, Italia, Japan, Nederland, Portugal, Spania, Sverige, Sveits,

Storbritannia og USA. Portugal ble inkludert i indeksen f.o.m. 30. juni 1998.

- Indeksene består av obligasjoner med minst ett år til forfall.
- Obligasjonene har fast kupong.
- Hver obligasjon har en vekt tilsvarende markedsverdien.
- Forfall av kuponger investeres i det lokale pengemarkedet fram til første månedsskifte.
- Indeksene justeres ved hvert månedsskifte.
- Indeksene kalkuleres daglig.
- Månedlig kalkuleres indeksene til kvalitetssikrede priser.

For Petroleumsfondet gjaldt følgende landvekter ved inngangen til hver måned i tredje kvartal 1998:

Tabell 4: Landvekter (%)

Land	01.07.98	01.08.98	01.09.98
USA	27,86	27,84	27,81
Canada	2,14	2,08	1,93
Sum Nord-Amerika	30,00	29,92	29,74
Østerrike	1,32	1,35	1,34
Belgia	1,37	1,40	1,40
Sveits	1,68	1,72	1,75
Tyskland	12,98	13,24	13,29
Danmark	0,96	0,98	0,96
Spania	2,69	2,74	2,74
Finland	0,72	0,74	0,73
Frankrike	8,47	8,64	8,70
Storbritannia	6,48	6,40	6,58
Irland	0,36	0,37	0,37
Italia	6,86	7,00	6,94
Nederland	2,06	2,10	2,11
Portugal	0,60	0,61	0,61
Sverige	1,45	1,46	1,40
ECU	2,00	2,03	2,04
Sum Europa	50,00	50,78	50,96
Australia	1,57	1,55	1,40
Japan	18,43	17,76	17,90
Sum Asia/Oceania	20,00	19,31	19,30