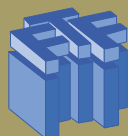




FOLKETRYGDFONDET



ÅRSBERETNING 2003



CHRISTIANIA TØMMERDIREKTION.

100 1000 10000 100000

Et stykke norsk skogbrukshistorie. Merking av tømmer. Hver skogeier hadde et eller flere merker. Dette merkekartet er fra Glomma Fellesfløtingsforening, 1955.

INNHALDSFORTEGNELSE

Formål og virksomhet	2
Nøkkeltall	3
Mot bedre tider?	4
Styret i Folketrygdfondet	6
Tema: En historie om langsiktighet	7
- skogbruket og skogindustrien	
Styrets beretning for 2003	11
Tema: Norsk skogbruk	21
Resultatregnskap	25
Balanse	26
Regnskapsprinsipper	27
Noter til regnskapet	28
Revisors beretning	34
Tema: Norsk skogindustri - historikk	35
Markedsutviklingen i 2003	39
Tema: Norsk skogindustri i dag	43
Porteføljeutviklingen i 2003	48
Avkastning og risiko i 2003	51
Reglement for Folketrygdfondet	58
Folketrygdfondets administrasjon	60
English summary	
Purpose and operations	62
Tema: Skogen og miljøet	63
Extracts of Directors' Report for 2003	66
Key figures	71

FORMÅL OG VIRKSOMHET

2

OPPRETTELSE

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

FORMÅL

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

STYRE

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

VIRKSOMHETSOMRÅDE

Fondets midler kan plasseres

- i norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater
- som kontolån til statskassen
- som innskudd i forretnings- og sparebanker
- i aksjer i selskaper notert på norsk, svensk, finsk eller dansk børs
- i aksjer notert på OTC-listen (under gitte forutsetninger)
- i børsnoterte grunnfondsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringselskaper og
- i børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper.

Folketrygdfondet kan eie aksjer og andre egenkapitalpapirer for inntil 20 prosent av fondets kapital. Plasseringene i aksjer notert på børs i Danmark,

Finland eller Sverige skal ikke overstige 20 prosent av Folketrygdfondets ramme for aksjeplasseringer. Plasseringer i selskaper notert på OTC-listen skal ikke overstige 2,5 prosent av rammen for aksjeplasseringer.

Fondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondsbeviskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 3 prosent av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland eller Sverige.

REVISJON

Folketrygdfondets regnskap revideres av Riksrevisjonen.

FORVALTNINGSORDNING

Stortinget

- Fastsetter reglement

Kongen (i statsråd)

- Oppnevner styre
- Besikker administrerende direktør
- Fastsetter utfyllende bestemmelser til reglementet

Finansdepartementet

- Fastsetter rammer og retningslinjer

Styret

- Har ansvaret for forvaltningen av fondets midler

Administrasjonen

- Forestår den løpende forvaltning
-

NØKKELTALL

	2003	2002	2001	
Realisert resultat	7 331	5 193	6 493	mill. kroner
Verdikorrigert resultat	22 198	2 444	5 323	mill. kroner
Realisert avkastning	5,4	4,0	5,2	prosent
Verdikorrigert avkastning	16,2	1,9	4,1	prosent
Verdikorrigert avkastning - renteplasseringer	11,1	8,8	6,6	prosent
Verdikorrigert avkastning - aksjeplasseringer m.v. i Norge	47,0	-27,5	-9,6	prosent
Verdikorrigert avkastning - aksjeplasseringer resten av Norden	45,0	-43,5	1,5	prosent
Egenkapitalplasseringer, bokført verdi	24 291	22 265	19 748	mill. kroner
Egenkapitalplasseringer, markedsverdi	31 044	20 057	24 055	mill. kroner
Totale plasseringer, bokført verdi	139 400	131 919	126 729	mill. kroner
Totale plasseringer, markedsverdi	154 812	132 464	130 023	mill. kroner
FTFs kapital, bokført verdi	142 919	135 588	130 395	mill. kroner
FTFs kapital, markedsverdi	158 331	136 133	133 689	mill. kroner

MOT BEDRE TIDER?

4

For norsk økonomi ble 2003 et nytt svakt år. I de siste fem år har vekstraten for fastlands-Norge falt år for år, mens arbeidsløsheten har økt og industriproduksjonen har vært synkende. Bruttonasjonalproduktet for fastlands-Norge økte i fjor med bare 0,6 prosent.

For Folketrygdfondet ga fjoråret det beste avkastningsresultat på ti år. Med en avkastning på 47,0 prosent for den norske aksjeporteføljen, 45,0 prosent for den utenlandske aksjeporteføljen og 11,1 prosent for porteføljen av rentepapirer, ble det sammenlagte resultat en avkastning på 16,2 prosent på totalkapitalen. Bare 1993-resultatet med en totalavkastning på 22,3 prosent har vært bedre.

Så ble da 2003 nærmest en reprise på 1993 hva utviklingen i aksje- og rentemarkedene angår. Etter tre år med kursnedgang i aksjemarkedet, som ble forsterket av en norsk bankkrise, ble Oslo Børs i 1993 preget av en enda større kursoppgang enn den man opplevde i fjor. Samtidig fikk man en sterk nedgang i rentenivået slik man også fikk det i fjor.

Fjorårets kursoppgang i aksjemarkedet kom også etter en forutgående treårig nedgangssperiode – en nedgang som var enda større enn den man opplevde i 1990–92. Kursnedgangen i 2000–02 ble forsterket av en rekke selskapsskandaler, særlig i USA.

Som i 1993 har fjorårets kursoppgang vært stimulert av tegn på at en står foran en ny konjunktur-oppgang. Det er jo også hva en helst vil forvente – at utviklingen i aksjemarkedet reflekterer de fundamentale utviklingstrekk i realøkonomien. Det er likevel ikke gitt at en nå står foran en like sterk og lang oppgangsperiode som for ti år siden. Utviklingen på 90-tallet skapte ubalanser, særlig i amerikansk økonomi, som kan skape problemer for konjunktur-utviklingen fremover. Rentenivået både i Europa og USA er nå så lavt at mulighetene for en enda mer ekspansiv pengepolitikk er begrensede. Nedgangen i dollarkursen er samtidig et negativt element for utviklingen i europeisk økonomi selv om den bidrar positivt til å redusere ubalansene i amerikansk økonomi. Det er således betydelig usikkerhet knyttet til den realøkonomiske utvikling i tiden fremover, selv om det kan registreres klare tegn på ny oppgang.

Det har vært et typisk trekk ved utviklingen i aksjemarkedet at aksjekursene har fluktuert mye mer enn de konjunkturmessige variasjoner i realøkonomien egentlig skulle tilsi. Det er for så vidt ikke uforklarlig eller unaturlig at skiftende forventninger om hva fremtiden vil bringe, gir større utslag for verdiansettelsene av aksjer og andre aktiva enn det

konjunkturrendringene forårsaker i den løpende verdiskapning i næringslivet. Det kan imidlertid synes som utviklingen i aksjemarkedet er blitt klart mer volatil enn i tidligere tider. I de siste åtte år, hvor det har vært like mange nedgangs- som oppgangår på Oslo Børs, har den gjennomsnittlige årlige kursendring vært på nesten 30 prosent. Den gjennomsnittlige årlige avkastning på aksjer, målt ved børsindeksen, har vært på 5,6 prosent. Mens kursvariasjonene har vært meget store, har altså avkastningen for perioden som helhet vært ganske lav, om enn positiv.

Når kursvariasjonene har vært så store, må det sees i sammenheng med de markedskrefter som førte til at man fikk en boblepreget utvikling på aksjebørsene på slutten av 90-tallet og en derpå følgende sterk kursnedgang som ble ledsaget av så mange og store selskapsskandaler at det var egnet til å undergrave tilliten til aksjemarkedet og næringslivets ledere. Hendelser i vårt naboland og i andre europeiske land har vist at det ikke bare er et rent amerikansk fenomen man har stått overfor. Det kan synes som både grådigheten og mulighetene for grådighetens utfoldelse endret seg til det verre på 90-tallet.

Utviklingen har, naturlig nok, medført økt interesse for corporate governance-spørsmål, at bruken av aksjeopsjoner som belønningsform er blitt preget av mindre ukritiske holdninger enn før og at man har fått økt oppmerksomhet om etiske problemstillinger. Det har igjen ført til at nye og bedre retningslinjer blir utarbeidet for å sikre at selskapene, styrene, bedriftslederne og selskapenes rådgivere og revisorer vil skikke seg vel i fremtiden. Dermed er likevel ikke gitt at aksjemarkedet i større grad vil evne å reflektere og fremme den langsiktige verdiskapning i næringslivet eller i mindre grad vil bli preget av volatilitet i tiden fremover.

I denne sammenheng må bemerkes at eierstrukturen i de børsnoterte selskaper har et stort og økende innslag av rent finansielle, relativt kortsiktige og i stor grad indeksorienterte institusjonelle investorer. Disse investorer står for en stor del av den løpende omsetning i aksjemarkedet og har derved stor betydning for kursutviklingen. Tilgangen/avgangen av kapital til/fra aksjemarkedet – spesielt den som kanaliseres via aksjefond – varierer mer med retningen i kursutviklingen enn med selve kursnivået. Dette bidrar til å øke volatiliteten i aksjemarkedet. Risikoen for at en vil få oppleve nye børsbobler i årene som kommer, bør derfor ikke undervurderes. I tillegg har man fått en økt kortsiktighet gjennom en

sterkere fokusering på selskapenes kvartalsregnskaper som er blitt stimulert av mange selskapers egen "guiding" om resultatutviklingen og analytikerbransjens løpende publisering av kvartalsvise resultatestimater. Denne "kvartalskapitalismen" tar oppmerksomhet bort fra de mer langsiktige og fundamentale utviklingstrekk i næringslivet.

De institusjonelle investorer representerer i så måte en kortsiktig, finansiell transaksjonskultur som ikke uten videre er befordrende for utviklingen av langsiktige, industrielle verdiskapingskulturer. Man kan reise spørsmålet om man ikke er i ferd med å få en stadig mer alvorlig systemkonflikt som er innebygd i den kulturelle forskjell mellom de finansielle investormiljøene og de industrielle verdiskapingsmiljøene, den forskjell i tidsperspektiv som gjør seg gjeldende for investeringer i aksjemarkedet og investeringer i næringslivet og de ulike kompetansekrav som er knyttet til henholdsvis investorrollen og eierrollen. I forlengelsen av dette møter man spørsmålet om enkeltbedrifters rolle og oppgaver i en samfunnsøkonomisk sammenheng og om selskapenes ansvar overfor de ulike grupper av legitime "stakeholders" sammenholdt med deres forhold til de ulike grupper av legale eiere.

Denne systemkonflikt kommer blant annet til uttrykk i forslaget til nye corporate governance-standarder som for tiden er ute på høring blant de selskaper som er notert på Oslo Børs. Krav til organisasjonsmessig ryddighet og styringsmessig kvalitet, til uavhengighet, habilitet og pålitelig informasjon er viktig for alle aksjonærer og for selskapene selv. Men de finansielle investorers interesse av størst mulige kursgevinster i det korte løp, er ikke nødvendigvis alltid i selskapenes og andre aksjonærers langsiktige interesse. Det er en problemstilling – og mulig konflikt – som i særlig sterk grad kan gjøre seg gjeldende i oppkjøpsituasjoner.

Selskapsstyrenes primære oppgave er å fremme den langsiktige verdiskapning, å arbeide for selskapenes beste og ivareta de legitime interesser til så vel aksjonærer som andre interessegrupper. En kan her stå overfor en motsetning mellom den type tålmodig og kompetent eierskap som selskaper som er opptatt av langsiktig verdiskapning trenger, og det som de institusjonelle aksjonærer ut fra sine kortsiktige investorinteresser helst ønsker seg av selskapene. Det er eventuelt en motsetning som bør finne sin avklaring ved at de institusjonelle investorer tar inn over seg det ansvar de har som eiere for å bidra til å fremme

utviklingen av langsiktige og kraftfulle verdiskapningskulturer i næringslivet. Aksjemarkedet er til for næringslivets skyld og ikke omvendt. I lys av utviklingen i eierstrukturen i de børsnoterte selskaper er det en krevende utfordring man her står overfor – for investorene og norsk næringsliv. På sikt kan det dreie seg om i hvilken grad man fortsatt vil ha utviklingsdyktige selskaper og et vekstkraftig norsk næringsliv.

Folketrygdfondet har lagt vekt på å opptre som en langsiktig investor. I denne årsberetning har en valgt å understreke betydningen av langsiktighet og den tidsmessige dimensjon som dette kan implisere, ved å belyse utviklingen av skogsnæringen og industrivirksomheter som har skogen som sin basis. På dette området er det ikke kvartalenes, men årringenes tale som teller, det er decenniens og generasjoners perspektiv som gjelder, og det er ikke bare bedriftsregnskaper, men også naturvern og samfunnsmiljø som må tas i betraktning, - lokalt, nasjonalt og globalt.

Naturligvis inneholder også årsberetningen en omtale av resultatet for året i fjor og resultatutviklingen i fondet over tid. De markedsmessige omstendigheter var vesentlig bedre i 2003 enn året før, og fondets resultat ble derfor også vesentlig bedre. Slik har fondets avkastningsresultater variert mye fra år til år i takt med markedenes svingninger. Over tid kan fondet vise til en avkastningsutvikling som alt i alt har vært rimelig bra etter omstendighetene.

Når tiden nå er kommet for meg til å fratre som administrerende direktør, vil jeg på denne plass få takke de dyktige og ansvarsbevisste medarbeidere jeg har hatt den store glede å arbeide sammen med, for deres solide innsats og viktige bidrag til de resultater fondet har oppnådd over årene. Jeg vil samtidig takke styret for den tillit som er blitt vist meg og det åpne og gode samarbeid som gjennom alle år har karakterisert forholdet mellom styre og administrasjon i Folketrygdfondet. Jeg vil også rette en takk til alle de andre som jeg i stillings medfør har hatt den glede å ha et positivt og utbytterikt samarbeid med. Jeg gir samtidig min etterfølger i stillingen en varm anbefaling og ønsker Folketrygdfondet lykke til i årene som kommer. Utfordringenes tid er ikke over.



STYRET I FOLKETRYGDFONDET

6



Rolf Sæther
Oslo - leder



Anne Breiby
Ålesund - nestleder



Harald Ellefsen
Trondheim



Vibecke Groth
Oslo



Tove Lehre
Lillehammer



Per Arne Olsen
Tønsberg



Linda Orvedal
Flåm



Anna Kristine Jahr Røine
Fetsund



Oddvar Skaiaa
Grimstad

MEDLEMMER

*Rolf Sæther, Oslo – leder **
Anne Breiby, Ålesund – nestleder
*Harald Ellefsen, Trondheim **
*Vibecke Groth, Oslo **
Tove Lehre, Lillehammer
Per Arne Olsen, Tønsberg
*Linda Orvedal, Flåm **
Anna Kristine Jahr Røine, Fetsund
*Oddvar Skaiaa, Grimstad **

PERSONLIGE VARAMEDLEMMER

*Trine-Lise Wilhelmsen, Oslo **
Ernst Wroldsen, Tønsberg
*Monica Møland, Bergen **
*Karine Nyborg, Bærum **
*Roger Schjerva, Oslo ***
Terje Søviknes, Lysekloster
*Petter Bjerksund, Bergen **
Ola Prestegarden, Tretten
*Liv Skaasheim, Førde **

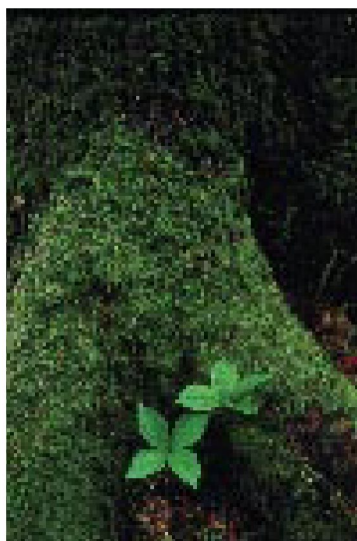
* Oppnevnt for perioden 15.05.2002 - 15.05.2006

** Oppnevnt for perioden 27.04.2001 - 30.06.2004

De øvrige er oppnevnt for perioden 30.06.2000 - 30.06.2004

En historie om langsiktighet - skogbruket og skogindustrien

Se for deg et verdig og tungt hundre år gammelt tre som beveger seg sakte med vinden. Solid og forankret. Stødig og evig. Selve inkarnasjonen på norsk natur. Men også en metafor for langsiktighet. Langsiktighet i forhold til forretninger og verdiskaping. Norsk skognæring er mer langsiktig og bærekraftig enn annen virksomhet. Det frø som sås i dag, skal høstes og foredles av generasjoner inn i det neste århundret.



Fakta:

Urskog

I Norge er mindre enn én prosent av skogen definert som urskog. Urskogen er verdifull, ikke først og fremst for menneskene, men snarere for naturen selv. I motsetning til kulturskogen ("skogbruk-skogen") er det ikke gjødslet, sprøytet, grøftet, tynnet eller ryddet i urskogen.

Skogsdrift representerer en praksis og en holdning som har barnebarns barn som horisont, selv om lønnsomheten står like mye i fokus her som i annen forretningsvirksomhet.

Dette står i sterk kontrast til den hverdag som de fleste norske bedrifter opererer i dag. Krav fra eiere gjør at bedrifter ofte fokuserer på kort-siktige gevinster heller enn å tenke på hva som er mest ønskelig for bedriften på lang sikt.

Mon tro om treet kan lære oss noe? Kan den plass treet har i naturens gang fortelle oss noe viktig om det å drive levedyktig og langsiktig næringsvirksomhet?

Vi skal her se litt nærmere på en av våre eldste næringer, skognæringen, og dens utvikling fram til i dag, en næring som fokuserer på langsiktighet og bærekraft.

Fra uthogging til bærekraft

Det er i dag et mål at skogen i Norge skal utnyttes på en bærekraftig måte, det vil si at hensynet til økonomi, økologi, friluftsliv og sosiale forhold må balanseres. To tredeler av alle plante- og dyrearter i Norge lever i skog. Sikring av dette mangfoldet er en viktig del av arbeidet med et bærekraftig skogbruk. Slik har det ikke alltid vært.

Skogen var i begynnelsen av forrige århundre preget av sterk utnyttelse gjennom lang tid, uten at det ble brukt store ressurser på å bygge opp ny skog. Det begynte allerede ved sagbrukenes inntreden på begynnelsen av 1500-tallet, da det primære ønsket var å skape kortsiktig fortjeneste ved å kjøpe skog, hogge den ut og så eventuelt selge eiendommene videre.

Dette endret seg i siste halvdel av 1800-tallet. Det første tresliperiet i Norge kom i gang i 1863 og den første cellulosefabrikken i 1874. Over alt hvor det var egnede fossefall og tilgang på virke dukket det opp små sliperier og cellulosefabrikker. Denne nye industrien kunne bruke virke av mindre dimensjoner enn det man var vant med å levere til sagbrukene. Dette førte naturlig nok til frykt for et økt trykk på skogene. Det ble gjort en rekke forsøk fra myndighetenes side på å trygge skogbrukets framtid. Det var nemlig av samfunnmessig interesse å ha nok skog til å dekke både industriens behov, behovet for virke til hus og behovet for brensel. I 1932 fikk Norge skogvernloven som la vesentlig vekt på økt produksjon gjennom bedre skjøtsel og skogkultur.



Fakta:

Norges skog

Omkring 37% av Norges landareal er dekket av skog og skogkledd mark. Det totale skogsarealet er på 12 millioner hektar. Av dette er 7,5 millioner hektar definert som produktiv skog. Det er anslått at omkring 1,5 millioner hektar av den produktive skogen ikke er økonomisk drivverdig. Dette betyr at det drives økonomisk skogbruk på omkring halvparten av det totale skogsarealet i Norge. De viktigste treslagene er gran, furu og bjørk. Barskogen dekker 74% av det produktive skogsarealet.

Skogen i Norge drives gjennom et typisk småskalaskogbruk. Dette har sammenheng med eiendomsforhold, landets bratte og varierte terreng og vekslende produksjonsforhold. Snautt 80% av skogen er eid av enkeltpersoner, i hovedsak av gårdbrukere som driver skogen i kombinasjon med jordbruk.

Fra begynnelsen av 1900-tallet og til i dag har Norge tredoblet sine skogressurser. Løvskogressursene har økt mest. Vi har i dag mer gammel skog, mer ungskog og mer yngre produksjonsskog. Variasjonen i treslag, alder og vegetasjon er med andre ord større i dag enn ved begynnelsen av århundret. Dessuten har vi en bærekraftig skogindustri, der både tre- og treforedlingsindustrien har utviklet en måte å tenke på der miljø og langsiktighet står sentralt.

I denne årsrapporten vil vi beskrive hvordan året som har gått, har vært for Folketrygdfondet. Samtidig vil vi ta et sideblikk på "generasjonsregnskapet" i skogbruket, og belyse de verdier som er skapt over lang tid, gjennom tålmodighet og utholdenhet.

Vi har ønsket å gi en konkret illustrasjon av betydningen av begrepet langsiktighet for næringens utvikling og av det tidsmessige perspektiv det innebærer for næringens utøvere. Kanskje kan det her også være noe å lære av skogsnæringen for de som har som oppgave å forvalte finanskapital. Uansett, bli med på en reise gjennom vårt grønne gull.

I det følgende skal vi også se på skogens mangfoldighet: Skogen er ikke bare en umiddelbar økonomisk kilde, til brensel og industriprodukter, men også basis for naturopplevelser og dyreliv. Ikke minst spiller den en viktig rolle i et globalt perspektiv, der den bidrar til å redusere drivhuseffekten gjennom å binde CO₂.

STYRETS BERETNING FOR 2003

Ved siste årsskifte var det klare tegn på oppgang i internasjonal økonomi. Veksttakten i amerikansk økonomi økte betydelig i 2. halvår 2003 og for året som helhet økte nasjonalproduktet med 3,1 prosent. Også Japan opplevde en klar bedring i den økonomiske utvikling med en vekstrate på 2,7 prosent. Utviklingen i Kina har i flere år vært preget av meget sterk økonomisk vekst og bidrar nå i betydelig grad til økningen i verdenshandelen. For 2003 er økningen i nasjonalproduktet anslått til å ligge på nærmere 10 prosent.

Selv om konjunkturindikatorerne utviklet seg i positiv retning også i Europa, var imidlertid produksjonsveksten svak for 2003 som helhet. For EMU-området under ett er økningen i nasjonalproduktet anslått til 0,6 prosent. I Tyskland og Frankrike var det knapt noen økning i nasjonalproduktet overhodet i 2003, men også i disse landene viste utviklingen mot slutten av året tegn på oppgang. For fastlands-Norge økte nasjonalproduktet i fjor med 0,6 prosent.

For amerikansk og europeisk økonomi må oppgangstendensene ses i lys av den ekspansive finans- og pengepolitikk som er blitt ført i den senere tid. Dette har ført til at man har fått meget lave rentenivåer, samtidig som underskuddene på de offentlige budsjettene nå er meget store.

Den amerikanske signalrenten lå allerede ved inngangen til 2003 på et meget lavt nivå, men ble i juni i fjor satt ned ytterligere fra 1,25 prosent til 1,0 prosent som følge av at sentralbanken ønsket å redusere sannsynligheten for en deflasjonistisk utvikling. Dette førte til en nedgang i både korte og lange renter. Etter at konjunkturutviklingen snudde og amerikansk økonomi i annet halvår ble preget av sterk økonomisk vekst, har det skjedd en viss økning i markedsrentene. For året som helhet falt 3-månedersrenten fra 1,4 prosent til 1,2 prosent, mens 10-årsrenten økte fra 3,8 prosent til 4,3 prosent.

Den europeiske sentralbanken reduserte i løpet av første halvår i fjor signalrenten fra 2,75 prosent til 2,0 prosent. Det førte til at 3-månedersrenten i Tyskland ble redusert fra 2,9 prosent ved inngangen til 2003 til 2,1 prosent ved årets slutt. Den svake utvikling i europeisk økonomi førte til at 10-årsrenten over året økte mindre enn i USA, fra 4,2 prosent til 4,3 prosent. Ved utgangen av 2003 lå således 10-årsrenten på samme nivå i Tyskland og USA.

Ved inngangen til 2003 lå rentenivået i Norge betydelig høyere enn i de andre europeiske land. I løpet av året gjennomførte Norges Bank syv rente-

senkninger hvorved signalrenten ble redusert fra 6,5 prosent til 2,25 prosent. Det førte til at 3-månedersrenten falt fra 6,3 prosent til 2,4 prosent og at 10-årsrenten falt fra 5,8 prosent ved årets begynnelse til 4,6 prosent ved årets slutt. Den store rentedifferansen som eksisterte ved årets begynnelse i forhold til Tyskland var således vesentlig redusert ved årets slutt. Dette bidro til at den norske kronen i løpet av året falt betydelig i verdi mot euro, mens den styrket seg noe mot dollar.

Fra slutten av februar i fjor ble den flerårige nedgangen i aksjekursene avløst av ny oppgang. I USA steg den brede S&P-indeksen med 26,2 prosent, mens teknologiindeksen Nasdaq økte med 50,0 prosent. I Europa var kursutviklingen meget forskjellig fra land til land. Mens FTSE Eurotop 300-indeksen økte med 11,8 prosent, økte DAX-indeksen i Tyskland med 37,1 prosent. På Oslo Børs økte hovedindeksen med 48,4 prosent. Kursoppgangen i Norge ble forsterket av fallet i kronekursen.

RESULTATREGNSKAP OG BALANSE

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

Realisert resultat for 2003 beløp seg til 7 331 millioner kroner, hvilket tilsvarer en avkastningsrate på 5,4 prosent (mot henholdsvis 5 193 millioner kroner og 4,0 prosent i 2002). Økningen i realisert resultat har i stor grad sammenheng med et vesentlig forbedret resultatbidrag fra realiserte verdipapirgevinster. Fondets samlede inntekter beløp seg siste år til 7 363 millioner kroner (5 225 millioner kroner), hvorav renteinntektene beløp seg til 6 219 millioner kroner (7 114 millioner kroner). Mottatt aksjeutbytte beløp seg til 831 millioner kroner (552 millioner kroner), mens andre inntekter (garantiprovisjoner og inntekter ved utlån av aksjer) utgjorde 1 million kroner, mot 2 millioner kroner året før. De realiserte kursgevinster beløp seg netto til 312 millioner kroner (-2 443 millioner kroner), som fordelte seg med 683 millioner kroner på kontolån, obligasjoner og sertifikater og -371 millioner kroner på aksjer og grunnfondsbevis.

Fondets administrasjonskostnader beløp seg for 2003 til 32,3 millioner kroner som er en økning på 0,2 millioner kroner sammenlignet med året før. Lønnskostnader, styrehonorarer og sosiale kostnader utgjorde i fjor 51,7 prosent av de samlede administrasjonskostnader, det samme som året før.

Verdikorrigert resultat beløp seg for 2003 til 22 198 millioner kroner (mot 2 444 millioner kroner året før), hvilket tilsvarer en avkastningsrate på 16,2 prosent (1,9 prosent). Endring i urealiserte kursgevinster beløp seg til 14 867 millioner kroner (-2 749 millioner kroner), som fordelte seg med 5 908 millioner kroner på kontolån, obligasjoner og sertifikater og 8 959 millioner kroner på aksjer og grunnfondsbevis. Den betydelige økning i urealiserte kursgevinster er en konsekvens av den meget sterke økningen i aksjekursene og den nedgangen i renteni-vået som fant sted i fjor.

Den verdikorrigerede avkastningsrate på plasseringer i rentepapirer var siste år 11,1 prosent (8,8 prosent). Avkastningsraten på plasseringer i norske aksjer og grunnfondsbevis i form av utbytte, realiserte kursgevinster og endring i urealiserte kursgevinster siste år var 47,0 prosent (-27,5 prosent). Avkastningen på plasseringer i utenlandske aksjer var 45,0 prosent (-43,5 prosent). En vil i denne forbindelse presisere at avkastningsberegningen for 2003 er i henhold til den internasjonale standarden GIPS. Avkastningstallene for årene 1998-2002 er blitt omregnet til denne standarden, hvilket innebærer mindre endringer i forhold til tidligere offentliggjorte avkastningstall.

Med tillegg av årets resultat beløp Folketrygdfondets kapital seg pr. 31. desember 2003 til i alt 158 331 millioner kroner, hvorav urealiserte kursgevinster utgjorde 15 412 millioner kroner, tilsvarende 9,7 prosent. De urealiserte kursgevinster fordelte seg med 8 659 millioner kroner på porteføljen av kontolån, obligasjoner og sertifikater og 6 753 millioner kroner på porteføljen av aksjer m.v.

FTFs INVESTERINGSVIRKSOMHET Rammer og risiko

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

På porteføljenivå har styret fastsatt referanseindekser for totalporteføljen og delporteføljene bestående av henholdsvis renteinstrumenter og aksjer m.v. Som et sammenfattende risikomål for hver av porteføljene

benyttes størrelsen relativ volatilitet, som er et mål for hvor mye avkastningen på porteføljene relativt sett avviker fra de respektive referanseindekser.

For plasseringene i norske aksjer og andre egenkapitalinstrumenter benyttes indeksen OSEBX for Oslo Børs som referanseindeks. For porteføljen av utenlandske aksjer (dvs. aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige) er den såkalte FTSE NOREX 30 blitt valgt som referanseindeks. På grunn av de spesielle rammebetingelser som FTF er underlagt, finnes det ikke en enkelt markedsindeks som kan benyttes som referanseindeks for plasseringene i renteinstrumenter. Det er derfor etablert en egen referanseindeks for renteplasseringene på basis av en vektet sammensetning av ulike markedsindekser. På tilsvarende måte er etablert en referanseindeks for fondets totalportefølje. For hver av delporteføljene og for totalporteføljen har styret fastsatt rammer for risikoen målt ved relativ volatilitet. Det vises til egen omtale i årsberetningen om risiko- og avkastningsutviklingen for FTFs delporteføljer og totalporteføljen. Det er styrets vurdering at FTF har et betryggende risikostyringssystem og at de fastsatte rammer ligger på et forsvarlig nivå. Den relative volatilitet har i hele 2003 ligget godt innenfor de fastsatte rammer.

Finansdepartementet fastsetter for hvert år en maksimalramme for fondets netto økning av beholdningen av private og kommunale verdipapirer (obligasjoner, sertifikater, bankinnskudd, aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner). For 2003 ble denne rammen fastsatt til 2,0 milliarder kroner. Etter de regler som er fastsatt av Finansdepartementet for plasseringer i statlige verdipapirer, kan fondet fritt foreta plasseringer i stats- og statsgaranterte verdipapirer i første- og annenhåndsmarkedet innenfor en beholdningsramme på 5 milliarder kroner. (Denne del av porteføljen vil bli referert til som fondets markedsportefølje i statspapirer.) Øvrige statlige plasseringer skal som hovedregel skje i form av kontolån til statskassen på betingelser som korresponderer med de markedsbetingelser som til enhver tid gjelder for utestående statslån. Det tilligger fondet å avgjøre hvilke statlige obligasjons- og sertifikatlån som skal legges til grunn for fastsettelsen av betingelsene for de enkelte kontolånsplasseringer. Folketrygdfondet ble siste år også gitt adgang til å inngå rentebytteavtaler og tilsvarende derivatavtaler med staten ved Finansdepartementet i forbindelse med fondets kontolånstransaksjoner.

Folketrygdfondets kapital øker over tid ved at den avkastning som realiseres på plasseringene i verdipapirer fortløpende blir reinvestert. De rammebetingelser som gjelder setter relativt stramme grenser for aktivaallokeringen. Kapitaltilgangen i fondet i 2003

medførte at fondets plasseringer i verdipapirer økte med i alt 7 481 millioner kroner (etter bokført verdi, dvs. anskaffelseskost). Økningen fordelte seg med 5 567 millioner kroner på stats- og statsgaranterte verdipapirer og 1 914 millioner kroner på private og kommunale verdipapirer (inklusive bankinnskudd). Beholdningen av private og kommunale renteplasseringer ble redusert med 112 millioner kroner, mens beholdningen av egenkapitalinstrumenter ble økt med 2 026 millioner kroner.

Folketrygdfondets beholdning av verdipapirer, inklusive bankinnskudd, beløp seg pr. 31. desember 2003 til i alt 139 400 millioner kroner etter bokført verdi. Markedsverdien på porteføljen beløp seg til 154 812 millioner kroner, som er 11,1 prosent høyere enn bokført verdi.

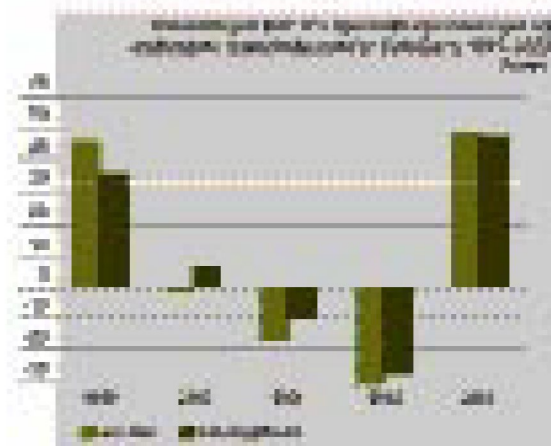
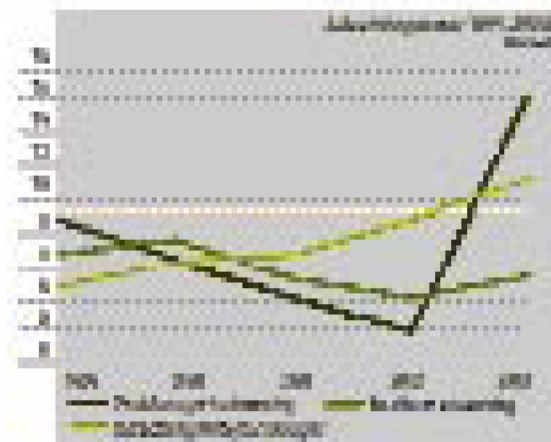
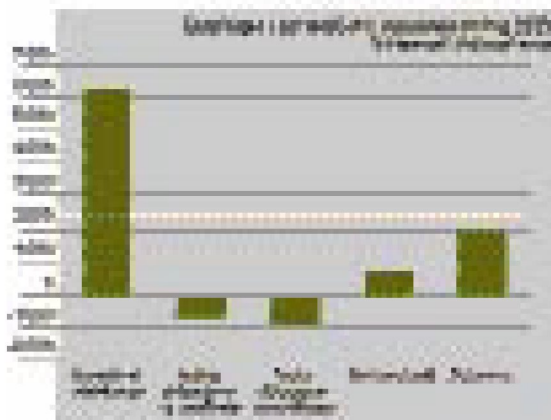
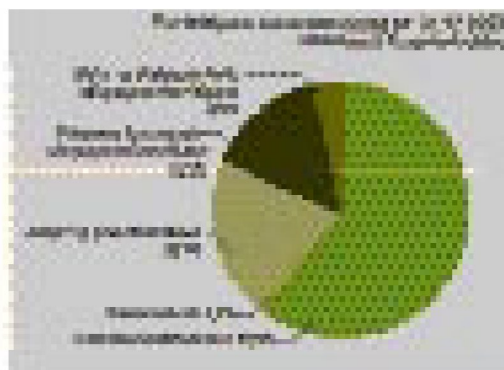
Av den samlede verdipapirporteføljen, regnet etter bokført verdi, utgjorde plasseringer i rentepapirer ved siste årsskifte 82,6 prosent og beholdningen av stats- og statsgaranterte verdipapirer 66,3 prosent. Basert på markedsverdien av porteføljen var de tilsvarende tall henholdsvis 79,9 prosent og 64,6 prosent. Utviklingen i porteføljen i løpet av 2003 er nærmere belyst på annet sted i beretningen. I det følgende vil enkelte hovedtall bli omtalt.

Renteinstrumenter

FTFs totale beholdning av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg pr. 31. desember 2003 til 114 184 millioner kroner etter bokført verdi, hvilket er en økning på 4 678 millioner kroner siden forrige årsskifte. Markedsverdien av beholdningen av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg til 122 843 millioner kroner, som er 8 659 millioner kroner eller 7,6 prosent høyere enn bokført verdi.

De samlede plasseringer i kontolån samt stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater ble økt med 5 567 millioner kroner og beløp seg ved siste årsskifte til 92 364 millioner kroner (bokført verdi). Beholdningen av kontolån til statskassen økte med 6 178 millioner kroner til 86 756 millioner kroner, hvilket utgjorde 62,2 prosent av fondets totale plasseringer (mot 61,1 prosent ved forrige årsskifte). Fondets markedsportefølje av statspapirer utgjorde ved siste årsskifte 4 524 millioner kroner, som var 62 millioner kroner mer enn ved forrige årsskifte.

Beholdningen av private og kommunale obligasjoner og sertifikater ble siste år redusert med 888 millioner kroner og beløp seg ved årsskiftet til 21 820 millioner kroner (bokført verdi), hvilket tilsvarte 15,6 prosent av de samlede plasseringer (mot 17,2 prosent ved forrige årsskifte). Av dette utgjorde obligasjoner og sertifikater utstedt av finansforetak 71,8 prosent (64,6 prosent).



Innskudd i banker beløp seg ved siste årsskifte til 922 millioner kroner, mot 145 millioner kroner ved forrige årsskifte.

Nedgangen i beholdningen av ikke-statlige renteplasseringer må ses i sammenheng med den maksimalramme som er fastsatt for hvor mye beholdningen av ikke-statlige verdipapirer kan økes i det enkelte år. For 2003 fant styret det riktig å øke egenkapitalplasseringene med et større beløp enn det fastsatte rammebeløp, hvilket medførte at en også siste år måtte redusere porteføljen av ikke-statlige renteplasseringer.

Aksjer m.v.

Folketrygdfondets portefølje av egenkapitalplasseringer beløp seg pr. 31. desember 2003 til 24 291 millioner kroner (bokført verdi) fordelt med 24 175 millioner kroner på aksjer og 116 millioner kroner på grunnfondsbevis. Plasseringene i aksjer fordelte seg med 19 159 millioner kroner på aksjer notert på Oslo Børs og 5 016 millioner kroner på børsnoterte danske, finske og svenske aksjer.

Fondets portefølje av aksjer notert på Oslo Børs ble siste år redusert med 1 688 millioner kroner hvilket i hovedsak har sin forklaring i salg av aksjer i forbindelse med oppkjøpstilbud. Beholdningen av grunnfondsbevis har vært uendret gjennom 2003. Porteføljen av utenlandske aksjer ble økt med 3 714 millioner kroner, hvilket har sammenheng med at fondets ramme for plasseringer i aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige er blitt økt med virkning fra 2003.

Markedsverdien av plasseringene i aksjer og grunnfondsbevis beløp seg ved siste årsskifte til 31 044 millioner kroner. De urealiserte kursgevinster beløp seg til 6 753 millioner kroner, som utgjorde 21,8 prosent av markedsverdien.

FTF hadde ved siste årsskifte foretatt investeringer i aksjer og grunnfondsbevis i totalt 40 selskaper notert på Oslo Børs, mot 44 selskaper ved forrige årsskifte. Investeringene i aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige omfattet i alt 26 selskaper.

Fondets markedsandel av aksjer notert på Oslo Børs utgjorde ved siste årsskifte 3,2 prosent av verdien, mot 3,4 prosent ved forrige årsskifte.

Porteføljen av aksjer og andre egenkapitalinstrumenter utgjorde pr. 31. desember 2003 17,4 prosent av de samlede plasseringer (16,9 prosent). Folketrygdfondet har etter det reglement som er fastsatt av Stortinget, adgang til å plassere inntil 20 prosent av fondets bokførte kapital i aksjer m.v. Fondets plasseringer i norske og utenlandske aksjer m.v. utgjorde 17,0 prosent av fondets kapital (16,4 prosent). Porteføljen av børsnoterte danske, finske og svenske aksjer utgjorde knapt 3,5 prosent av bokført kapital, mens rammen er fastsatt til 4 prosent.

SKJØNNSRETTSSAK — TVANGSINNØSNING

Som opplyst i forrige årsberetning, avsa Oslo Tingrett 20. mars 2002 skjønn gjeldende fastsettelse av løsningssummen for aksjer i tidligere Aker RGI ASA som var gjenstand for tvangsinnløsning i februar 2000 av TRG (Europe) B.V. Tingrettens domslutning ga i det alt vesentlige Folketrygdfondet og de øvrige minoritetsaksjonærene medhold i de prinsipielle anførsler om verdsettingen av aksjer ervervet ved tvangsinnløsning etter allmennaksjeloven. Retten fastsatte en innløsningsverdi for A- og B-aksjene i selskapet som lå henholdsvis 58,1 og 71,1 prosent høyere enn det pristilbud som TRG hadde fremsatt. I tillegg fastsatte retten at det skulle betales 9 prosent rente på innløsningssummen fra innløsningsdato med tillegg av rentes rente.

Tingrettens kjennelse ble anket av TRG som saksøker til Borgarting Lagmannsrett. På bakgrunn av at lagmannsrettens kjennelse i en analog tvangsinnløsningssak i selskapet Norway Seafoods ASA var anket til Høyesterett, ble behandlingen av ankesaken i Aker RGI-saken utsatt i påvente av utfallet av Høyesterettssaken.

Høyesterett avsa dom i Norway Seafoods-saken 6. juni 2003. Av dommen fremgår at løsningssummen ved tvangsinnløsning må tilsvare aksjenes virkelige verdi i selskapet på det tidspunkt beslutning om tvungen overtakelse blir fremsatt og denne verdi skal beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet basert på at samtlige aksjer i samme klasse har samme verdi.

Lagmannsrettens behandling av anken i Aker RGI-saken er fastsatt til mars 2004.

Den 13. august 2002 gjennomførte TRG en delutbetaling for de tvangsinnløste aksjer i Aker RGI basert på de priser som var tilbudt ved tvangsutløsningen, men uten tillegg av renter. I FTFs regnskap for 2003 er påløpte, ikke betalte renter ført som fordring på TRG. Rentebeløpet er beregnet på grunnlag av en fordringsverdi tilsvarende TRGs pristilbud ved tvangsinnløsningen og etter en lavere rentesats enn den som ble fastsatt av tingretten, jf. note 9 i regnskapet. Videre er fondets utlegg til juridisk og annen faglig bistand i forbindelse med tvangsinnløsnings-saken ført som fordring i balansen, etter fradrag for den delvise inndekning som ble foretatt i 2002 på grunnlag av tingrettens dom.

Styret vil i denne saken bemerke at det hittil har gått mer enn fire år uten at rettskraftig dom ennå foreligger og at de tvangsinnløste aksjonærene derigjennom blir utsatt for en kredittrisiko som kan bli betydelig. Videre vil en peke på at minoritetsaksjonærene har hatt betydelige løpende utgifter til juridisk og annen bistand for å ivareta sine økonomiske inter-

esser, og at renter som er opptjent på de midler som TRG har måttet deponere, heller ikke har kommet de tvangsinnløste aksjonærer til gode. Etter styrets vurdering er det således behov for å vurdere endringer i aksjelovgivning med sikte på å styrke minoritetsaksjonærenes stilling i tvangsinnløsningsaker.

Etter initiativ fra TRG (Europe) B.V. har det i de senere uker vært avholdt drøftinger mellom TRG og de advokater som representerer de tvangsinnløste aksjonærene i Aker RGI om oppgjørsordning for det krav de tidligere aksjonærene vil ha etter at rettskraftig kjennelse foreligger. Fra TRG er opplyst at selskapet ikke har økonomiske muligheter til å kunne innfri sine forpliktelser ved forfall. Fra fondets side vil det være en forutsetning for å inngå avtale om gjeldsordning at det foreligger en rettskraftig dom og at det tilbys tilfredsstillende sikkerhet for fondets krav. På tidspunktet for avgivelse av denne beretningen er det ikke klart om forutsetningene for inngåelse av en slik avtale er til stede.

STYRET

Styret har i 2003 avholdt 7 styremøter. Styrets varmedlemmer deltar fast på det styremøte hvor fondets årsregnskap og styrets beretning blir vedtatt og på det todagers styreseminar som avholdes hver høst.

Arbeidet med videreutvikling av rammebetingelsene for fondets virksomhet har også siste år krevd mye oppmerksomhet fra styrets side. De administrative styrings- og kontrollsystemer er gjenstand for løpende evaluering og oppdatering, og det ble i fjor blant annet fattet vedtak om nytt personalreglement og ny økonomiinstruks.

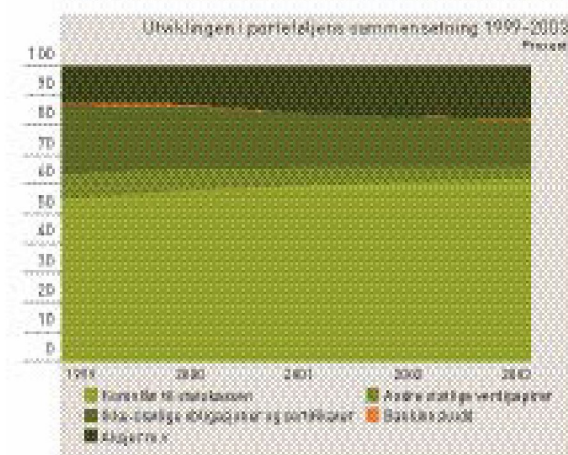
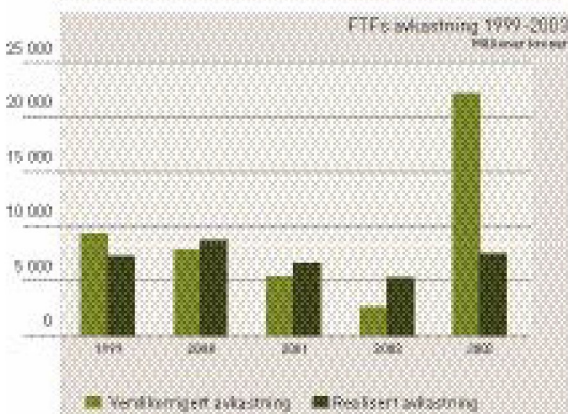
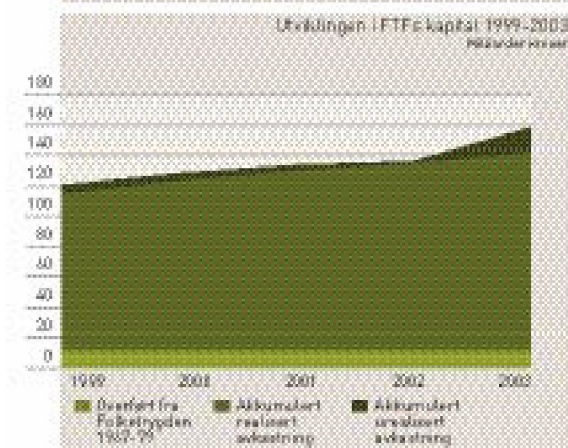
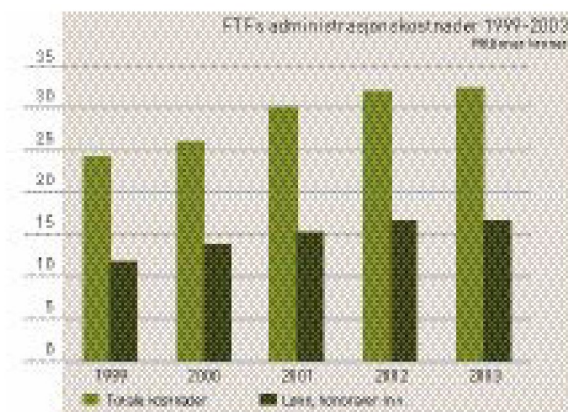
Styret har videre behandlet prinsipielle problemstillinger og konkrete selskapsaker knyttet til fondets investeringsvirksomhet, herunder fusjoner, oppkjøpstilbud, etiske spørsmål m.v. Styret har videre vært engasjert i arbeidet med rekruttering av ny administrerende direktør.

Fondets årsberetning for 2002 ble i fjor tildelt Farmandprisen for beste årsberetning innenfor kategorien offentlige selskaper.

ADMINISTRASJONEN

Folketrygdfondet hadde ved siste årsskifte 24 ansatte. Andelen kvinner utgjorde 45,8 prosent. Administrasjonen ble utvidet med to ansatte siste år for å styrke bemanningen i aksjeavdelingen og analyseavdelingen.

Fondet har over de senere år lagt stor vekt på videreutvikling av systemene for risikostyring og avkastningsmåling. Informasjons-, styrings- og kontrollsystemene fungerer tilfredsstillende. Den raske



utvikling innenfor IT-teknologien medfører behov for jevnlig oppgradering av det tekniske utstyr og kostnadene forbundet med anskaffelser, drift og vedlikehold av IT-systemene er stadig økende.

Organisasjons- og utviklingsarbeidet har som siktemål at fondet skal fremstå som en kvalitativt god organisasjon og som et respektert og faglig sterkt investeringsmiljø i det norske verdipapirmarkedet. Det legges i denne forbindelse stor vekt på ledelsesutvikling og faglig kompetansestyrking for den enkelte medarbeider.

FTF inngikk i fjor avtale om deltakelse i ordningen Inkluderende arbeidsliv som er etablert i henhold til hovedtariffavtalen mellom partene i arbeidslivet.

FTFs virksomhet er ikke regulert av konsesjoner eller pålegg av miljømessig karakter. Virksomheten, som omfatter kontordrift, forurenser i liten grad det ytre miljø.

Arbeidsmiljøet i fondet er godt. Sykefraværet var siste år på 8,6 prosent. Det unormalt høye sykefravær i 2003 skyldes et fåtall sykefravær av noe lengre varighet. Sykefraværet i fondet har i de fleste år ligget under det halve av fjorårets nivå. Egenmeldingsfraværet utgjorde siste år 0,6 prosent som var på linje med hva som har vært det normale i fondet.

Nåværende administrerende direktør Tore Lindholt vil fratru sin stilling 3. april d.å. som følge av at hans åremålsperiode utløper. Lindholt tiltrådte stillingen 1. november 1990. I perioden 1991 – 2003 har fondets forvaltningskapital økt fra 54,6 milliarder kroner til 158,3 milliarder kroner. Styret vil benytte denne anledning til å gi uttrykk for sin store tilfredshet med de økonomiske resultater som er oppnådd under Lindholts ledelse. Han har samtidig vært en uredd, tydelig og kraftfull talsmann for etisk forsvarlig og tillitskapende ledelse og styring i næringslivet. Dette var kontroversielt i sin tid, men fikk etter hvert alminnelig tilslutning. Tore Lindholt har spilt en viktig rolle i å påvirke holdningene til hvordan næringslivets kjøperregler må utformes for å skape den nødvendige tillit hos aksjonærer og i samfunnet. En slik tillit er forutsetningen for et velfungerende finansmarked og dermed avgjørende for den langsiktige verdiskapning.

Investeringsdirektør Rune Selmar ble i statsråd 30. januar 2004 beskikket til ny administrerende direktør for Folketrygdfondet for en åremålsperiode på seks år. I samsvar med reglementets bestemmelser avga styret uttalelse om ansettelsen i styremøte 22. januar med tilråding om at Selmar ble beskikket til stillingen.

Styret vil rette en takk til alle medarbeiderne i Folketrygdfondet for den innsats som ytes og de gode resultater som er oppnådd.

FTFs REGLEMENT

Stortinget fattet 15. desember 2003 vedtak om endring av § 4 i reglementet for Folketrygdfondet. Den tidligere bestemmelse fastsatte at styret var tilsetningsmyndighet for alle ansatte i fondets administrasjon med unntak for administrerende direktør som beskikkes av Kongen i statsråd.

Etter den nye bestemmelse skal tilsetningen av ansatte (med unntak av administrerende direktør) skje i henhold til fondets personalreglement. Etter det nye personalreglementet vil styret foreta tilsetning av de ansatte som er direkte underlagt administrerende direktør, mens øvrige tilsetninger skal foretas av et eget tilsetningsutvalg.

Etter § 9 i reglementet kan Kongen gi nærmere regler om fondsforvaltningen og treffe nærmere bestemmelser til utfylling og gjennomføring av reglene. Denne myndighet er blitt delegert til Finansdepartementet. I henhold til denne bestemmelse fastsetter Finansdepartementet visse kvantitative rammer for fondets forvaltningsvirksomhet. Blant annet har fondet vært underlagt en årlig ramme for maksimal økning av beholdningen av ikke-statlige plasseringer. I Nasjonalbudsjettet 2004 ble foreslått å endre systemet for fastsettelsen av rammer for ikke-statlige plasseringer og Stortinget hadde ikke merknader til dette. Endringen innebærer at den årlige beløpsrammen for økning i fondets samlede beholdning i private og kommunale verdipapirer erstattes med en øvre grense for hvor stor andel av fondets kapital som kan være plassert i ikke-statlige papirer.

FTFs INVESTERINGSPOLITIKK

Folketrygdfondets investeringspolitikk tar utgangspunkt i at det er fondets oppgave – under de rammebetingelser som gjelder – å oppnå en best mulig avkastning over tid med en moderat risikoprofil. Investeringspolitikken er videre basert på at avkastningsmulighetene vil være knyttet til den realøkonomiske veksttakt for samfunnsøkonomien og den verdiskapning som skjer i næringslivet. Tilsvarende vil risikoen ved investeringsvirksomheten være knyttet til fluktuasjoner i enkeltmarkeder og totaløkonomien og til sviktende verdiskapning og manglende samsvar mellom realøkonomiske og finansielle forhold på bransje- og selskapsnivå.

FTFs investeringsstrategi og virksomhetsutøvelse er basert på at fondet er en finansiell investor hvis investeringsbeslutninger fattes i et langsiktig perspektiv ut fra en vurdering hvor de fundamentale realøkonomiske forhold og utviklingstrekk tillegges større vekt enn de kortsiktige markedsfluktuasjoner. Den risiko som er forbundet med investeringsvirksomheten søkes styrt og overvåket ved at

- det er fastsatt referanseporteføljer (referanseindekser) for totalporteføljen og delporteføljer,
- det er fastsatt maksimalrammer for relativ volatilitet for de enkelte porteføljer (rammer for løpende avkastningsavvik i forhold til de respektive referanseporteføljer),
- totalrisiko, målt ved standardavviket for de årlige avkastningsrater, søkes holdt lavere over tid enn den generelle markedsrisiko,
- det er fastsatt maksimalrammer for fondets eksponering i enkeltelskaper, totalt sett og i henholdsvis fremmed- og egenkapitalpapirer, og at
- det er fastsatt retningslinjer for hvor stor andel investeringene i egenkapitalinstrumenter i enkeltelskaper kan utgjøre av de respektive egenkapitalporteføljer.

Det er et siktemål at fondet skal oppnå en høyere avkastning over tid enn for referanseporteføljene samtidig som fondets porteføljesammensetning innebærer et lavere risikonivå enn det referanseporteføljene representerer. De referanseindekser som er fastsatt benyttes i denne sammenheng dels som måleinstrumenter for den løpende utvikling i de verdipapirmarkeder for hvilke de gjelder og dels som grunnlag for langsiktige evalueringer av fondets avkastningsutvikling. Referanseindeksene danner også basis for beregninger av risikoutviklingen i de enkelte markeder og ulike risikoaspekter ved fondets egne porteføljer. Referanseindeksene anses derimot ikke å være tjenlig utgangspunkt for langsiktige investeringsvurderinger hva gjelder den bransjevis og selskapsmessige sammensetning av aksjeporteføljen eller de mer løpende vurderinger av endringer i aktivaallokeringen eller durasjonen i renteporteføljen.

Fondets investeringsstrategi konkretiseres på årlig basis med utgangspunkt i analyser og vurderinger av forventet markedsutvikling og de kvantitative rammer for aktivaallokeringen som er fastsatt i fondets reglement og av Finansdepartementet. Implementeringen av investeringsstrategien og endringene i porteføljesammensetningen er gjenstand for kontinuerlig oppfølging og vurdering fra styrets side og det gjennomføres en halvårlig revurdering av investeringsstrategien i lys av den markedsutvikling som har funnet sted.

Den administrative styring og overvåking av investeringsvirksomheten ivaretas av investeringskomiteen som består av administrerende direktør, visedirektør og lederne for henholdsvis rente- og aksjeavdelingen.

AVKASTNINGSUTVIKLINGEN

Folketrygdfondet oppnådde i fjor sitt beste resultat siden 1993. Nedgangen i rentenivået og den sterke

kursstigningen i aksjemarkedet medførte en betydelig økning i verdien av både renteporteføljen og den norske aksjeporteføljen. Nedgangen i kursen for norske kroner bidro til at også porteføljen av utenlandske aksjer økte betydelig i verdi.

For porteføljen av renteinstrumenter (kontolån til statskassen, obligasjoner og sertifikater) ble resultatet siste år en avkastning på 11,1 prosent, mens avkastningen for referanseporteføljen var på 12,2 prosent. Mindreavkastningen i forhold til referanseporteføljen skyldes at fondet for å begrense renterisikoen har valgt å operere med en lavere durasjon for fondets renteportefølje enn hva som er lagt til grunn i referanseporteføljen.

En vil i denne forbindelse vise til at både korte og lange renter i løpet av fjoråret falt til et lavere nivå enn man har hatt på flere tiår. Selv om det er betydelig usikkerhet knyttet til renteutviklingen i den nærmeste tiden fremover, vil en økning i rentenivået for obligasjoner innebære et fall i obligasjonskursene som vil være desto større jo lengre løpetid obligasjonene har. Den moderate porteføljerisiko fondet søker å holde fast ved, innebærer at en legger vekt på å oppnå at fondets avkastningsresultater varierer mindre fra år til år enn det som gjelder for referanseporteføljen. Når durasjonen av fondets portefølje, dvs. gjennomsnittlig løpetid for de kontolån og obligasjoner og sertifikater som inngår i referanseporteføljen, er lavere enn den durasjon som gjelder for referanseporteføljen, vil dette isolert sett bidra til at fondet oppnår en meravkastning i forhold til referanseporteføljen i de år hvor rentenivået stiger og en mindreavkastning i år med fallende rentenivå. Over tid vil avkastningen på den annen side bli høyere jo høyere durasjonen er, siden renten på obligasjoner normalt vil være høyere jo lengre løpetiden er. Dette har vært medbestemmende for valg av referanseindeks.

Den relativt høye avkastning som fondet fikk i 2003 har sammenheng med at rentenedgangen i fjor var uvanlig stor og verdistigningen for renteporteføljen derfor også var av betydelig størrelse. For femårsperioden 1999-2003 har den gjennomsnittlige årlige avkastning vært på 7,4 prosent, mens avkastningen for referanseporteføljen for samme periode var på 7,6 prosent. For tiårsperioden 1994-2003 var den gjennomsnittlige årlige avkastning på 6,8 prosent. Det vises for øvrig til nærmere redegjørelse om fondets referanseindekser, risikomål og avkastningsutvikling på annet sted i beretningen.

Etter at de internasjonale aksjemarkeder i de tre foregående år hadde vært preget av en sterk kursnedgang, snudde utviklingen til ny oppgang i løpet av februar/mars i fjor. Som følge av fall i kronekursen samtidig som oljeprisen har ligget på et relativt høyt nivå, ble kursoppgangen særlig sterk i det norske marked. Målt med OSEBX-indeksen økte aksjekur-

sene i 2003 med 48,4 prosent, som er den største kursøkning i et enkelt år siden 1993.

Avkastningen på Folketrygdfondets portefølje av aksjer og grunnfondsbevis notert på Oslo Børs ble på 47,0 prosent, dvs. 1,4 prosentpoeng lavere enn for referanseindeksen OSEBX. Mindreavkastningen har sin bakgrunn i at selskapssammensetningen i fondets portefølje avviker en del fra sammensetningen i referanseindeksen og at kursøkningen for enkelte selskaper som ikke inngår i fondets portefølje var relativt sterk i fjor.

Fondets investeringspolitikk og risikoprofil i det norske aksjemarkedet innebærer for øvrig at fondet vil tendere mot å gjøre det bedre enn referanseindeksen i nedgangsperioder og noe svakere enn referanseindeksen i de perioder hvor kursoppgangen er særlig sterk. Dette har blant annet sammenheng med at fondet ved sammensetningen av aksjeporteføljen legger betydelig vekt på selskapenes dokumenterte inntjeningssevne, risikoprofil, utviklingsstrategier og langsiktige inntjeningsmuligheter, samt deres verdiskapingskultur og corporate governance-standard. Fondets aksjeportefølje har derfor et betydelig innslag av selskaper karakterisert ved stabil og god inntjening over tid, og hvis aksjekursutvikling derfor er mindre volatil enn kursutviklingen i aksjemarkedet som helhet. Den overvekt som fondet har i disse selskaper sammenlignet med selskapssammensetningen i referanseindeksen, bidrar til å redusere nedsiderisikoen i fondets portefølje, selv om den på den annen side gir en høyere risiko målt ved relativ volatilitet (dvs. risikoen for at fondets avkastning i de enkelte år avviker fra avkastningen på referanseporteføljen).

I halvparten av de siste ti år, har fondet oppnådd en høyere avkastning enn referanseindeksen. I hvert av de fire år hvor aksjemarkedet har vært preget av kursnedgang, har fondet hatt en klart bedre avkastning enn referanseindeksen. For perioden 1994–2003 har den gjennomsnittlige årlige avkastning på fondets portefølje av aksjer og grunnfondsbevis vært på 7,7 prosent, mens avkastningen for referanseindeksen var på 6,5 prosent. Den gjennomsnittlige avkastningen på aksjer på Oslo Børs har således også vært lavere enn den avkastning fondet har hatt på sin renteportefølje i de siste ti år.

For femårsperioden 1999–2003 har fondet hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på aksjeporteføljen på 6,9 prosent, mens referanseindeksen i samme periode hadde en avkastning på 4,3 prosent. I de fire siste årene, hvor aksjekursene i de tre første årene falt med 42,2 prosent før de i fjor økte med 48,4 prosent, har den gjennomsnittlige avkastning i aksjemarkedet vært på -4,0 prosent, mens fondet oppnådde en positiv avkastning på 0,8 prosent i årlig gjennomsnitt. Selv om fondet kan vise til en klart

høyere avkastning på sine aksjeplasseringer enn hva som gjelder for referanseindeksen, har den meget svake utviklingen i aksjemarkedet over de senere år bidratt til å redusere avkastningen på fondets kapital totalt sett.

Som foran nevnt, er rammen for investeringer i aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige blitt økt med virkning fra 2003. På bakgrunn av at fondet som ledd i sin motsykliske investeringspolitikk hadde økt investeringene i det norske aksjemarkedet under de foregående års kursnedgang, valgte fondet i fjor å konsentrere den ytterligere økning av aksjeporteføljen om investeringer i de øvrige nordiske land. Fondet fulgte også i fjor en nokså rendyrket indekseringsstrategi i oppbyggingen av porteføljen av danske, finske og svenske aksjer, selv om dette forventningsmessig vil gi en noe lavere avkastning enn referanseindeksen som følge av transaksjonskostnader og at fondet betaler skatt på utbytte av utenlandske aksjer. Fondet tar imidlertid sikte på etter hvert å myke opp indekseringsstrategien for derigjennom å kunne foreta mer langsiktige investeringsvalg som vil øke mulighetene for å oppnå en meravkastning over tid i forhold til referanseindeksen. Rammen for relativ volatilitet vil imidlertid fortsatt bli satt markert lavere for den utenlandske enn den norske aksjeporteføljen.

Fondet oppnådde siste år en avkastning på plasseringene i danske, finske og svenske aksjer på 45,0 prosent hvilket var 1,4 prosent lavere enn avkastningen for referanseindeksen. Mindreavkastningen henfører seg i det alt vesentlige til skatt på utbytte og kurtsajeutgifter. Som referanseindeks benyttes FTSE NOREX 30, dog slik at de norske selskaper som inngår i indeksen (og i fondets norske aksjeportefølje) blir ekskludert i avkastningsberegningene.

For de tre årene som fondet har investert i de øvrige nordiske land har fondet oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning på -10,8 prosent, mens den gjennomsnittlige årlige avkastning for referanseindeksen var -10,4 prosent. Den negative gjennomsnittsavkastning skyldes i første rekke det sterke kursfallet man hadde i 2002 for de aksjer som inngår i den utenlandske porteføljen. Det bør her bemerkes at i perioder hvor det skjer en betydelig økning av aksjeporteføljen samtidig som aksjekursene varierer meget under oppbyggingsperioden, vil slike tidsvektede avkastningstall som her er gjengitt, kunne gi et noe ufullstendig og til dels misvisende bilde av den faktiske avkastning man har hatt på de investeringer som er gjort. I dette tilfelle indikerer den tidsvektede avkastning for perioden 2001–2003 at fondet har hatt et (urealisert) tap på sine aksjeinvesteringer i de øvrige nordiske land. Markedsverdien av den utenlandske aksjeporteføljen var imidler-

tid ved siste årsskifte 9,0 prosent høyere enn bokført verdi (kostpris) for porteføljen. I tillegg kommer at fondet har mottatt utbytte på de investeringer som er gjort. Den pengevektede avkastning på fondets investeringer over de siste tre år er således klart positiv, selv om den kursøkning som fant sted i fjor, ikke var så stor at den oppveide det sterke kursfall som fant sted i 2002 da NOREX 30-indeksen hadde en nedgang på 43,5 prosent.

Totalt sett oppnådde fondet i 2003, etter fradrag for administrasjonskostnader, en avkastning på 16,2 prosent, hvilket er den nest høyeste årlige avkastning fondet har hatt i sin historie. Den høyeste avkastning ble oppnådd i 1993 da fondet oppnådde en avkastning på 22,3 prosent, som følge av eksepsjonelt høye avkastningsresultater på både rente- og aksjeporteføljen (henholdsvis 19,8 og 70,2 prosent). Fondets investeringer i aksjer utgjør imidlertid en vesentlig høyere andel av de samlede plasseringer i 2003 enn i 1993 og aksjeavkastningen er dermed nå av vesentlig større betydning for avkastningen på totalkapitalen.

Sammenlignet med avkastningen på referanseporteføljen hadde fondet en mindreavkastning på 1,7 prosentpoeng. Mindreavkastningen for totalporteføljen har sammenheng med den foran omtalte mindreavkastning på renteporteføljen og at fondet i totalreferanseporteføljen forutsetningsvis opererte med en raskere oppbygging av den utenlandske aksjeporteføljen enn den som fondet i praksis valgte å gjennomføre. Det vises i denne forbindelse til hva som er nevnt foran om forståelsen og anvendelsen av referanseporteføljene og -indeksene i relasjon til fondets langsiktige investeringspolitikk.

Den høye avkastning som fondet oppnådde i 2003, er en konsekvens av at man i fjor hadde en avkastningsutvikling både i rentemarkedet og i aksjemarkedet som var meget sterkere enn det man over tid vil kunne forvente som normalavkastning. For femårsperioden 1999–2003 var fondets gjennomsnittlige årlige avkastning på totalkapitalen således på 7,3 prosent, hvilket var 0,1 prosentpoeng bedre enn for totalreferanseporteføljen.

Etter styrets vurdering bør fondets avkastningsresultater for 2003 og den resultatutvikling som fondet har hatt under de senere års meget volatile markedsutvikling kunne anses som tilfredsstillende.

FTFs Plasseringsadgang

Selv om utviklingen i aksjemarkedet over de senere år har vært meget turbulent og investeringer i aksjer har gitt en relativt beskjeden avkastning etter at 90-årenes sterke kursoppgang i 2000 ble avløst av en treåring kursnedgang, må forventes at investeringer i

aksjer i det lange løp vil komme til å gi en høyere avkastning enn investeringer i renteinstrumenter. Etter styrets syn tilsier dette at Folketrygdfondet bør kunne gis adgang til å investere en større del av sin kapital i aksjer og andre egenkapitalinstrumenter enn det gjeldende bestemmelser gir mulighet for.

Etter gjeldende regler kan fondet investere inntil 20 prosent av sin kapital i aksjer m.v., hvorav 20 prosent kan investeres i børsnoterte danske, finske og svenske aksjer. Etter styrets syn burde fondet ha anledning til å investere inntil 25 prosent av sin kapital i aksjer m.v. Med en slik ramme burde inntil 40 prosent, dvs. inntil 10 prosent av fondets kapital kunne investeres i børsnoterte danske, finske og svenske aksjer. En vil i denne forbindelse bemerke at det norske marked for børsnoterte aksjer er relativt lite og preget av en meget skjev selskapsstruktur som innebærer at mulighetene for at fondet skal kunne øke andelen av norske børsnoterte aksjer er begrenset. På den annen side ville det være ønskelig at fondet kunne gis friere adgang til å investere i unoterte aksjer i norske selskaper.

Styret vil i denne sammenheng bemerke at i vurderingen av hvordan rammene skal utnyttes, vil det være viktig å sikre at fondet til enhver tid har nødvendig handlefrihet til å tilpasse størrelsen og sammensetningen av de ulike porteføljer i lys av de markedsendringer som måtte finne sted. Ut fra dette hensyn må fondets nåværende rammer for aksjeplasseringer både totalt sett og for utenlandske aksjer oppfattes som noe nær fullt utnyttet. Styrets ønske om en økning av rammene for aksjeplasseringer må således sees i dette lys.

PENSJONSKOMMISJONENS UTREDNING

Den oppnevnte Pensjonskommissjonen med Sigbjørn Johnsen som leder, fremla 13. januar 2004 sin endelige innstilling (NOU 2004:1). I innstillingen går kommisjonen inn for endringer i og en større grad av fondering av folketrygden. Utvalget foreslår i denne forbindelse at det etableres et Statens Pensjonsfond basert på Statens Petroleumsfond og Folketrygdfondet. Etter utvalgets syn skal Statens Pensjonsfond ikke bygge opp en ny forvalterorganisasjon, men bygge videre på forvaltningsmiljøene i Folketrygdfondet og Norges Bank.

Etter styrets oppfatning er det naturlig at man i forvaltningen av den kapital som inngår i et Statens Pensjonsfond bygger videre på de allerede eksisterende forvaltningsorganisasjoner og det investeringsmiljø og den kompetanse de representerer. Det er videre naturlig at man fortsatt baserer seg på en viss arbeidsdeling mellom Statens Petroleumsfond og Folketrygdfondet.

Styret vil i denne forbindelse understreke betydningen av at disse organisasjoner kan opprettholdes og videreutvikles som separate og selvstendige investeringsmiljøer. Det vil gi de beste muligheter for oppbygging av spesialkompetanse på ulike felter samtidig som ulikheter i investeringsprofil vil kunne gi ønsket bredde i den samlede kapitalforvaltningen.

Det bør i denne sammenheng kunne vurderes om ikke en del av den fondsoppbygging som skjer innenfor Statens Pensjonsfond i tillegg bør forvaltes på en måte som gir muligheter til å foreta egenkapitalinvesteringer i ikke-børsnoterte selskaper, herunder i virksomheter som befinner seg i en tidlig utviklingsfase. En vil i denne forbindelse peke på at de børsnoterte selskaper utgjør bare en begrenset del av det totale aksjemarkedet, og ut fra hensynet til å oppnå den høyest mulige avkastning på pensjonskapitalen over tid kan det være formålstjenlig at investeringene i egenkapitalinstrumenter ikke avgrenses til bare slike selskaper som er inkludert i de nasjonale eller internasjonale børsindekser.

MARKEDSUTSIKTER

De senere år har vært preget av svake konjunkturer og volatile finansmarkeder. Utviklingen har

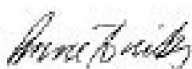
understreket betydningen av en risikobevist kapitalforvaltning og langsiktig investeringspolitikk. De økonomiske konjunkturer viser nå tydelige tegn til bedring, men usikkerheten om den videre økonomiske utvikling er betydelig. De økonomiske ubalanser som eksisterer i amerikansk økonomi og i flere av de europeiske land, gir grunn til bekymring med hensyn til hvor stabil og sterk den oppgang som er innledet, vil vise seg å bli. Det lave rentenivået som en nå har fått i amerikansk og europeisk økonomi begrenser på den ene side mulighetene for ytterligere ekspansive tiltak i pengepolitikken, mens en fortsatt konjunkturoppgang på den annen side vil kunne føre til økninger i den lange renten som vil kunne begrense styrken i og varigheten av oppgangen. En vil også kunne komme til å stå overfor ulike konjunkturforløp i europeisk og amerikansk økonomi i tiden fremover hvis dollarkursen skulle fortsette å svekke seg mot euroen.

Selv om disse omstendigheter vil kunne medføre at utviklingen i finansmarkedene kan bli preget av volatilitet i tiden fremover, er det grunn til å regne med at rentenivået etter hvert vil øke til et mer normalt nivå og at aksjemarkedet over tid vil gi en avkastning som forsvarer den større risiko som aksjer innebærer sammenlignet med plasseringer i renteinstrumenter.

Oslo, den 10. mars 2004



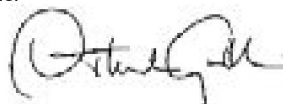
Rolf Sæther
Leder



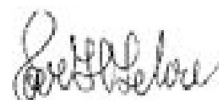
Anne Breiby
Nestleder



Harald Ellefsen



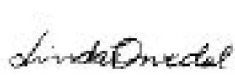
Vibecke Groth



Tove Lehre



Per Arne Olsen



Linda Orvedal



Anna Kristine Jahr Røine



Oddvar Skaiaa

Norsk skogbruk

Skogsdrift er en form for samspill mellom natur og menneske. Dels står trærne der som et rotfast og synlig uttrykk for at naturen har sin egen evne til å produsere. Samtidig kan skogen forvaltes og drives enda mer effektivt ved hjelp av menneskets kompetanse, innsikt og innsats. De siste 50 årene har norsk skogbruk gjennomgått store forandringer og gått fra ganske enkel teknologisk drift til å bli en moderne industrinæring. Denne moderniseringen er kommet i stand etter at det ble satt fram krav om planting etter hogst og sertifisering av bærekraftig drift. Men også den teknologiske utviklingen har spilt en stor rolle.

Opprinnelig ble skogen i Norge kun høstet etter gårdens eller bygdas eget behov. Trevirke ble tatt ut etter hvert som trærne ble store nok til definerte formål. Tanken om å utføre skogplanting kom til Norge på 1700-tallet med tyske forstmenn, men det var først rundt begynnelsen av 1900-tallet at bevisstheten om foryngelse og stell av skogen for alvor vokste fram. I 1932 kom skogvernloven som lovfestet planting etter hogst.

I dag hogges det gjerne en såkalt skjermstilling, det vil si at man setter igjen en del frøtrær. Disse skal ikke stå tettere enn at det slipper så mye lys ned at nye planter kan etablere seg. Flatehogst og planting er likevel fortsatt den vanligste foryngelsesformen i skog, spesielt i granskog.

Rydding, tynning og hogst

I dag drives det løvtrydding – fjerning av trær som hemmer bartreplantene – og avstandsregulering med ryddesag. 10% av barskogen må være løvtrær, hvis ikke faller tilskuddet fra staten bort.

Med tynning menes hogst av nyttbart virke i løpet av skogsområdets levetid. Mesteparten av tynningen utføres med maskiner. Tynning er brukt for å få fram større og mer verdifulle størrelser, selv om det fortsatt pågår en faglig debatt om hvorvidt dette er klokt. Mange mener at grantrærne bør stå tett for at de skal få tettere årringer og dermed bedre trekvalitet.

Selve hogsten har i løpet av 100 år utviklet seg fra å foregå med øks, stokksag og svans til motorsag og hogstmaskiner. I dag avvirkes 80-90% av all skog med hogstmaskiner. Minst 4% av virkets bruttoverdi må avsettes til skogkultur, det vil si tiltak for å etablere ny skog.

Awirkningen av tømmer har vært mer eller mindre den samme i hele forrige århundre; 10-12 millioner m³, i dag 7 millioner m³. Mekaniseringen av skogbruket har påvirket antall årsverk: I 1925 var det 125 000 årsverk i awirkning og transport, mot bare 6 000 i dag.



Utbredelse dunbjørk

Fakta:

Bjørkeskogen

Bjørk var det første treslaget som slo rot her i landet etter istiden. Den trives i nær sagt all slags jord og ganske høyt til fjells. Tre arter av bjørk danner bjørkeskoger, hver og en med særtrekk som gjør at de ikke kan forveksles; hengebjørk, dunbjørk (vanlig bjørk) og dvergbjørk.





Fakta:

Da trærne kom til Norge

Trærne innvandret – i likhet med menneskene – kort tid etter at isen smeltet for ca. 10 000 år siden. De hardføre treslagene bjørk og osp kom først, og de første skogene var rene løvskoger. Furutreet fulgte imidlertid etter ikke lenge etterpå, og det gikk ikke mange hundre år før furu var det dominerende treslaget nesten opp til tregrensen. Sist kom gran-treet, for ca. 2 500 år siden.

Granen kom fra øst, og i det relativt fuktige og kjølige klimaet som rådde på den tiden, fortrengte den furua og overtok som hovedtreslag over store områder på Østlandet og i Trøndelag. Granen har i de senere år fått god hjelp av menneskene til å bre seg ytterligere. I dag utgjør gran 46% av den norske skogen og er den aller viktigste råvaren for både treindustrien og treforedlingsindustrien.

Et bærekraftig skogbruk

De siste årene har skogbruket møtt nye miljøkrav. Kunder og forbrukere verden over har begynt å stille krav om at skogen skal drives på en bærekraftig måte. I mange land er spørsmålet om sertifisering av skog blitt reist og gjennomført.

Skogsertifisering innebærer at skogen drives etter og kontrolleres mot forhåndsbestemte standarder for et bærekraftig skogbruk, dvs. at hensynet til økonomiske, økologiske og sosiale forhold er balansert og ivaretatt. Så sent som i 1998 ble skogeierne, skogindustrien, arbeidstakerne, miljø-, friluft- og forbrukerorganisasjonene og myndighetene i Norge, gjennom prosjektet Levende Skog, enige om 23 standarder for et bærekraftig norsk skogbruk.



RESULTATREGNSKAP

25

Millioner kroner	Note	2003	2002	2001
REALISERTE INNTEKTER				
Renteinntekter	1	6 219	7 114	7 136
Utbytte	2	831	552	419
Realiserte verdipapirgevinster	3	312	-2 443	-1 035
Andre inntekter	4	1	2	3
SUM REALISERTE INNTEKTER		7 363	5 225	6 523
DRIFTSKOSTNADER				
Administrasjons- og forvaltningskostnader	5	32	32	30
SUM DRIFTSKOSTNADER		32	32	30
REALISERT RESULTAT		7 331	5 193	6 493
Endring urealiserte verdipapirgevinster	6	14 867	-2 749	-1 170
VERDIKORRIGERT RESULTAT		22 198	2 444	5 323

BALANSE

26

Millioner kroner	Note	2003	2002	2001
EIENDELER				
Verdipapirer til kostpris	6,8			
Statscertifikater		199	0	0
Andre sertifikater		1 161	3 742	5 564
Kontolån til statskassen		86 756	80 578	75 643
Stats- og statsgaranterte obligasjoner		5 409	6 219	7 732
Andre ihendehaverobligasjoner		20 659	18 967	17 985
Konvertible obligasjoner		0	0	66
Norske aksjer og grunnfondsbevis		19 275	20 963	18 693
Utenlandske aksjer		5 016	1 302	989
Urealiserte verdipapirgevinster	6,8	15 412	545	3 294
Opptjente, ikke forfalte renter	7	3 445	3 606	3 298
Påløpte renter TRG	9	58	56	0
Fordring TRG		0	0	316
Andre fordringer	10	19	9	54
Bankinnskudd	11	922	145	54
Driftsmidler	12	4	4	4
SUM EIENDELER		158 335	136 136	133 692

GJELD OG EGENKAPITAL				
Folketrygdfondets kapital	13	158 331	136 133	133 689
Gjeld	14	4	3	3
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		158 335	136 136	133 692

Poster utenfor balansen

Finansielle derivater/terminforretninger	15	9 500	0	0
--	----	-------	---	---

31. desember 2003 / 10. mars 2004

Rolf Sæther
Leder

Anne Breiby

Harald Ellefsen
Nestleder

Vibecke Groth

Tove Lehre

Per Arne Olsen

Linda Orvedal

Anna Kristine Jahr Røine

Oddvar Skaiaa

Tore Lindholt
Adm. direktør

REGNSKAPSPRINSIPPER

GENERELT

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

VERDI AV PORTEFØLJE

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

Garantiprovisjon i forbindelse med deltakelse i garantikonsortier føres til fradrag i kostpris for aksjer og obligasjoner når FTF tegner. Når FTF kun deltar

i garantikonsortiet og ikke tegner, eller får tildelt verdipapirer, inntektsføres provisjonen i sin helhet. I disse tilfellene skjer inntektsføringen når det er bekreftet at garantien ikke gjøres gjeldende.

EGENKAPITAL

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

INNTEKTSFØRINGSPRINSIPPER

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

SKATTER

FTF er i henhold til skatteloven unntatt fra skatteplikt i Norge.

NOTER TIL REGNSKAPET

28

NOTE 1 - Renteinntekter

Mill. kr	2003	2002
Sertifikater (ikke-statlige)	232	402
Kontolån og stats- og statsgaranterte obligasjoner	4 733	5 360
Andre ihendehaverobligasjoner	1 194	1 247
Bankinnskudd	58	46
Konvertible obligasjoner	0	3
Andre renteinntekter jfr. note 6	2	56
Sum	6 219	7 114

NOTE 2 – Utbytte

Mill. kr	2003	2002
Aksjer på norsk børs	777	536
Aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige	63	19
Skatt på utbytte på aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige	-9	-3
Sum	831	552

NOTE 3 - Realiserte verdipapirgevinster/-tap

Mill. kr	2003	2002
Sertifikater (ikke-statlige)	-2	-148
Kontolån og obligasjoner	971	-1 322
Terminkontrakter	-286	0
Aksjer og konv.obl. på norsk børs	-368	-942
Aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige	-3	-55
Grunnfondsbevis	0	24
Sum	312	-2 443

NOTE 4 - Andre inntekter

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

NOTE 5 - Administrasjons- og forvaltningskostnader

Mill. kr	2003	2002
Honorarer, lønn o.l.	16,7	16,6
Andre driftskostnader	13,0	12,6
Verdiforvaltning Nordea/Årsavgift VPS	0,9	1,0
Avskrivninger	1,7	1,9
Sum	32,3	32,1

NOTE 6 a - Urealiserte verdipapirgevinster

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

Mill. kr	2003	2002
Markedsverdi portefølje pr. 31. desember	153 887	132 316
Historisk kost portefølje pr. 31. desember	138 475	131 771
Urealiserte verdipapirgevinster	15 412	545
Endring urealiserte verdipapirgevinster	14 867	-2 749

Urealiserte verdipapirgevinster pr. 31. desember 2003 fordeler seg som følger:

Mill. kr	Kostpris	Markeds- verdi	Urealiserte gevinster	Endring urealiserte gevinster
Statlige sertifikater	199	199	0	0
Sertifikater (ikke-statlige)	1 161	1 163	2	-5
Kontolån og obligasjoner	112 824	121 607	8 783	6 039
Terminavtaler	0	-126	-126	-126
Aksjer notert på norsk børs	19 159	25 333	6 174	7 991
Aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige	5 016	5 469	453	872
Grunnfondsbevis	116	242	126	96
Sum	138 475	153 887	15 412	14 867

NOTE 6 b**- Fordeling av urealiserte verdipapirgevinster for kontolåns- og obligasjonsporteføljen pr. 31. 12.2003**

Mill. kr	På- lydende	Kostpris	Markeds- verdi	Urealiserte gevinster/tap
Kontolån	88 600	86 756	94 253	7 497
Stat	4 980	5 409	5 760	351
Industri	5 319	5 123	5 442	319
Kommuner og fylker	172	173	185	12
Finansforetak	15 119	15 363	15 967	604
Sum	114 190	112 824	121 607	8 783

NOTE 7 – Opptjente, ikke forfalte renter

Mill. kr	2003	2002
Kontolån	2 658	2 678
Obligasjoner og sertifikater utstedt av:		
Staten og statlige foretak	261	287
Industriforetak	94	233
Kommuner og fylker	47	7
Finansforetak	385	401
Sum	3 445	3 606

NOTE 8 a - Folketrygdfondets beholdning av aksjer notert på norsk børs pr. 31. desember 2003

Selskap	Aksjekapital pr. klasse (1000 kr)	Markedskurs 31.12.2003	Antall aksjer 31.12.2003	%-vis andel av total aksjekap. i selskapet	Markeds- verdi (1000 kr)
Energi:					
Aker Kværner	894 134	113,75	921 715	2,06%	104 845
Fred. Olsen Energy	1 206 000	28,50	2 427 300	4,03%	69 178
Norsk Hydro	5 331 933	410,50	9 639 875	3,62%	3 957 169
ProSafe	339 579	134,00	862 850	2,54%	115 622
Smedvig A-aksjer	550 140	50,50	4 118 500	7,49%	207 984
Smedvig B-aksjer	279 700	42,50	2 624 100	9,38%	111 524
Statoil ASA	5 473 964	74,75	7 203 300	0,33%	538 447
Stolt Offshore	152 524	16,30	1 111 400	1,46%	18 116
TGS Nopec Geophys. Comp.	24 825	91,00	1 668 100	6,72%	151 797
Materialer:					
Elkem	985 600	195,00	3 885 070	7,88%	757 589
Norske Skog A-aksjer	1 331 371	127,00	11 379 900	8,55%	1 445 247
Industri:					
Kongsberg Gruppen	150 000	106,00	1 934 460	6,45%	205 053
Kverneland	124 006	83,00	436 900	3,52%	36 263
Tomra Systems	178 487	40,10	18 799 900	10,53%	753 876
Veidekke	69 022	58,50	3 859 800	13,98%	225 798
Odfjell A-aksjer	164 226	148,00	533 050	3,25%	78 891
Odfjell B-aksjer	52 697	143,50	493 200	9,36%	70 774
SAS AB	1 645 000	63,50	7 007 837	4,26%	444 998
Stolt-Nielsen S.A	62 638	64,00	1 140 300	1,82%	72 979
Unitor	244 371	27,00	2 044 722	10,46%	55 207
Wilhelm Wilhelmsen A-aksjer	737 129	221,00	747 000	4,05%	165 087
Wilhelm Wilhelmsen B-Aksjer	255 621	210,00	530 000	8,29%	111 300
Forbruksvarer:					
Ekornes	34 478	123,00	4 053 400	11,76%	498 568
Royal Caribbean Cruises Ltd.	1 927	234,00	4 662 850	2,40%	1 091 107
Schibsted	69 250	114,50	5 680 400	8,20%	650 406
Konsumentvarer:					
Orkla	1 336 934	149,00	24 880 850	11,63%	3 707 247
Rieber & Søn A-aksjer	795 757	50,00	9 018 700	11,33%	450 935
Helsevern:					
Amersham PLC	35 207	92,00	26 456 100	3,76%	2 433 961
Axis-Shield	16 987	18,60	2 599 500	5,36%	48 351

Finansielle tjenester:

Avantor	19 427	63,00	2 097 200	10,80%	132 124
Bolig og Næringsbanken	487 710	233,00	880 600	9,03%	205 180
DNB NOR	13 090 272	44,40	29 865 940	2,28%	1 326 048
Olav Thon Eiendom	107 082	295,00	984 544	9,19%	290 440
Storebrand	1 390 353	43,30	27 761 600	9,98%	1 202 077

Informasjonsteknologi:

EDB Business Partner	158 532	41,60	8 972 100	9,90%	373 239
Nera	247 059	13,80	13 246 600	10,72%	182 803
Tandberg	131 685	49,00	12 424 700	9,44%	608 810
Visma	156 219	67,00	2 629 584	8,42%	176 182
VMetro	11 491	32,50	2 863 900	12,46%	93 077

Telekommunikasjon og tjenester:

Telenor ASA	10 824 128	43,50	49 754 000	2,76%	2 164 299
Sum markedsverdi					25 332 598
Urealiserte kursgevinster/tap					6 174 163
Bokført kostpris					19 158 435

NOTE 8 b - Folketrygdfondets beholdning av grunnfondsbevis notert på norsk børs pr. 31. desember 2003

Selskap	Grunnfonds- kapital (1000 kr)	Markedskurs 31.12.2003	Antall andeler 31.12.2003	%-vis andel av total grunnfondskap. i selskapet	Markedsverdi (1000 kr)
Grunnfondsbevis:					
Sparebanken Midt-Norge	614 806	240,50	294 300	4,79%	70 779
Sparebanken Nord-Norge	659 702	184,00	290 000	4,40%	53 360
Sparebanken Rogaland	753 819	323,00	366 600	4,86%	118 412
Sum markedsverdi					242 551
Urealiserte kursgevinster/tap					126 113
Bokført kostpris					116 438

NOTE 8 c - Folketrygdfondets beholdning av aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige pr. 31. desember 2003

Selskap	Lokal valuta	Selskapets antall aksjer 31.12.2003	Markedskurser 31.12.2003 i NOK	Antall aksjer 31.12.2003	%-vis andel av aksjer utstedt i selskapet	Markedsverdi (1000 kr) i NOK
Finansielle tjenester:						
Danske Bank	DKK	711 675 849	156,13	2 406 700	0,34%	375 755
Foreningssparbanken	SEK	527 808 843	131,10	1 338 700	0,25%	175 509
Investor B	SEK	767 175 030	64,39	1 529 800	0,20%	98 510
Nordea	SEK	2 928 108 227	50,03	9 858 000	0,34%	493 221
Skandinaviska Enskilda Banken A	SEK	704 557 680	98,21	2 283 000	0,32%	224 218
Svenska Handelsbanken A	SEK	714 746 940	136,20	2 198 000	0,31%	299 367

Forbruksvarer

Electrolux B	SEK	324 097 450	146,39	1 062 200	0,33 %	155 497
Hennes & Mauritz B	SEK	827 536 000	158,44	987 950	0,12 %	156 527

Materialer:

Svensk Cellulose B	SEK	235 027 543	272,40	642 100	0,27%	174 908
Stora Enso R	EUR	683 051 419	89,62	2 306 200	0,34%	206 685
UPM Kymmene	EUR	523 578 930	126,88	1 757 800	0,34%	223 029

Telekommunikasjon og tjenester:

Tele Danmark	DKK	216 459 540	240,11	549 050	0,25%	131 833
Tele 2 B	SEK	147 560 175	355,79	425 000	0,29%	151 209
TeliaSonera	SEK	4 675 232 069	34,84	4 743 197	0,10%	165 241

Informasjonsteknologi:

Ericsson B	SEK	16 132 258 678	11,95	51 765 600	0,32%	618 714
Nokia	EUR	4 796 292 460	115,05	4 904 410	0,10%	564 242

Industri:

Assa Abloy AB	SEK	365 918 034	79,22	1 166 000	0,32%	92 368
Atlas Copco A	SEK	209 602 184	238,58	354 800	0,17%	84 649
Sandvik	SEK	258 710 150	229,78	874 800	0,34%	201 011
Securitas B	SEK	365 058 897	89,87	1 176 600	0,32%	105 745
Skanska B	SEK	423 555 660	58,83	1 292 600	0,31%	76 050
SKF B	SEK	113 837 767	257,57	286 700	0,25%	73 847
Volvo B	SEK	441 520 885	203,84	1 024 400	0,23%	208 810
A.P. Møller - Maersk	DKK	2 197 800	48 022,24	3 717	0,17%	178 499

Helsevern:

Novo Nordisk B	DKK	300 950 560	271,11	763 300	0,25%	206 939
H. Lunbeck	DKK	233 741 985	110,47	236 500	0,10%	26 127

Sum markedsverdi						5 468 509
Urealiserte kursgevinster/tap						452 213
Bokført kostpris						5 016 295

Note 9 - Påløpte renter TRG

I regnskapet for 2002 ble det inntektsført renter på 56 millioner kroner som refererer seg til fordring Folketrygdfondet hadde på TRG (Europe) B.V. Fordringen er knyttet til TRG's tvangsinnløsning av fondets aksjer i Aker RGI ASA i februar 2000. Fordringen ble i løpet av 2002 nedbetalt med 316 millioner kroner hvilket tilsvarte verdien av fondets aksjepost basert på det tilbudet som ble fremsatt av TRG ved tvangsinnløsningen. Det inntektsførte rentebeløp omfatter beregnede renter på dette beløp fra 7. februar 2000 til 31. desember 2002.

For 2003 er det inntektsført 2 millioner kroner i rente på de påløpte rentene fra 2002.

NOTE 10 – Andre fordringer

Andre fordringer består av (mill. kr):	31.12.2003	31.12.2002
Uoppgjorte verdipapirhandler	0	2
Diverse fordringer, inkl. påløpt utbytte	16	4
Pantelån Rikstrygdeverket	3	3
Sum	19	9

NOTE 11 – Bankinnskudd

Mill. kr	2003	2002
Folioinnskudd	59	30
Kortsiktige plasseringer	863	115
Totalt	922	145

NOTE 12 – Driftsmidler

Mill. kr		Maskiner og inventar
Anskaffelseskost		
Anskaffelseskost pr. 31.12.2002		7,4
+ Tilgang 2003		1,4
- Avgang 2003 (tilbakeføring av nedskrivninger)		2,0
Anskaffelseskost pr. 31.12.2003		6,8

Avskrivninger

Akkumulerte avskrivninger pr. 31.12.2002	3,0
+ Ordinære avskrivninger 2003	1,7
- Avskrivninger på avgang 2003 (tilbakeføring av nedskrivninger)	2,0
= Akkumulerte avskrivninger pr. 31.12.2003	2,7
Bokført verdi etter avskr. pr. 31.12.2003	4,1

NOTE 13 - Folketrygdfondets kapital

Mill. kr	
Folketrygdfondets kapital fremkommer som følger:	
Overført fra folketrygden m.v. i perioden 1967-1979	11 778
Akkumulert resultat 1967-2002	124 355
Folketrygdfondets kapital pr. 1. januar 2003	136 133
Verdikorrigert resultat 2003	22 198
Folketrygdfondets kapital pr. 31. desember 2003	158 331

NOTE 14 - Gjeld

Mill. kr	31.12.2003	31.12.2002
Gjelden består av:		
Diverse gjeld (Skattetrekk, Statens Pensjonskasse etc.)	4	3
Sum	4	3

NOTE 15 – Poster utenom balansen

Mill. kr	31.12.2003	31.12.2002
Poster utenom balansen består av:		
	NST469	
Finansielle derivater/terminforretninger	9 500	0

REVISORS BERETNING

34



Rikstrevisjonen
Offisielt statsorgan og Statens
revisjonsorgan

Vår hovedkontor
Per-Kristian Holte, 22 24 11 61
Vår e-post: rikstrevisjonen@riksrevisjonen.no
10.03.2004 Vår telefon: 21047013
Ansvarlig: 682
Dokumentnr: 02/03/04

Folketrygdfondet
Haakon VII's gate 2
Postboks 1845 Vikta
0123 Oslo

Regnskapet for 2003 - avsluttende revisjonsbrev

Rikstrevisjonen har revidert Folketrygdfondets regnskap for 2003.


Revisjonen er utført i henhold til gjeldende bestemmelser og god revisjons praksis i Rikstrevisjonen. Vår oppgave er å kontrollere at Folketrygdfondets inntekter og utgifter, beholdninger og verdier av enhver art regnskapsføres etter gjeldende regler og i henhold til prinsipper som er alminnelig akseptert for aksje- og obligasjonsfond, og vurdere om disposisjonene som ligger til grunn for regnskapet kan aksepteres. Vi har foretatt de revisjonsbehandlinger som vi har ansett nødvendige i utvalgte deler av grunnlagsmaterier.

Rikstrevisjonen har ingen merknader av betydning til regnskapet.

I henhold til lov om Statens Revisjonsvesen av 8. februar 1918 tilligger det Rikstrevisjonen å godkjenne regnskaperne til virksomhetene underlagt departementene.

Rikstrevisjonen godkjenner Folketrygdfondets regnskap for 2003.

Etter fullmakt


Finn Jørgensen
avdelingsdirektør


Per-Kristian Holte
rådgiver

Postboks
Postboks 17-20 Dep
0002 Oslo

Kontoradresse
Rikstrevisjonen 47
0107 Oslo

Telefon
22 24 10 00

Telefax
22 24 10 01

E-postadresse
rikstrevisjonen@riksrevisjonen.no
www.riksrevisjonen.no

Bankkonto
RIBN 0103/11

020.01
02/03/04

Norsk skogindustri – historikk

I internasjonal sammenheng kan Norge betraktes som et land med lite skogindustri. I norsk sammenheng derimot er skogindustrien av stor betydning og utgjør 11% av fastlands-Norges eksport. Dette er litt mindre enn den norske eksporten av fisk, noe mer enn eksporten av aluminium og dobbelt så mye som eksporten av norsk høyteknologisk industri.



Skogindustrien deles gjerne i to virksomhetsområder; treindustrien som lager produkter basert på heltre (trelast) og plater, og treforedlingsindustrien som omskaper trevirke ved oppmaling eller koking og setter sammen fibrene til helt nye produkter, f.eks. papir.

Treindustrien

Den norske trelastnæringen oppstod på begynnelsen av 1500-tallet.

Utviklingen i perioden 1500-1814 har vært omtalt som "det norske trelasteventyret". En viktig faktor var at man fikk den såkalte oppgangssaga, en vandrevet sag som bøndene brukte for å skjære tømmer som blant annet gikk til eksport, særlig til Holland, England og Danmark.

Et eksempel på bruk av norsk trelast i utlandet på denne tiden er gjenoppbyggingen av London etter katastrofebrannen i 1666 da mer enn 13 000 hus og 87 kirker ble ødelagt. Selv om det ble innført murtvang for nye hus, var det påkrevd med mye trematerialer til takstoler, bjelkelag, gulv og møbler. Mye av dette trevirket kom fra Norge.

Den store trelasteksporten som startet på 1500-tallet, fortsatte i flere hundre år. Etter andre verdenskrig har imidlertid det meste av trelasten blitt brukt innenlands, en trend som nå er i ferd med å snu. I dag eksporterer Norge igjen trelast og videreførte produkter. Nå er det limtreet som har gitt nye utviklingsmuligheter. Det ligger stor markedsføringsverdi i bygninger med limtrekonstruksjoner som Vikingskipet på Hamar og Oslo Lufthavn/Gardermoen.

Treforedlingsindustrien

På 1860-tallet var sagbruk og høvlerier blitt til en av de viktigste industrier i landet. Mot slutten av 1800-tallet kompletteres eksporten av trelast med tremasse og papir. Den industrielle utviklingen i Europa la da grunnlaget for en økt utnyttelse av de norske skogene. En ny eksportindustri ble etablert, og i 1905 oversteget verdien av eksport av tømmer og treforedlingsprodukter verdien av den tradisjonelle eksport av fisk og fiskeprodukter.

Før den første verdenskrigen startet og skapte forstyrrelser i den økonomiske utviklingen, stod treforedlingsindustrien for nesten 1/3 av landets samlede eksport. Etter andre verdenskrig hadde skogindustrien igjen en meget sterk utvikling. Industriens råstoffbehov oversteget norsk avirkning, noe som førte til en økt import som toppet seg rundt 1970.

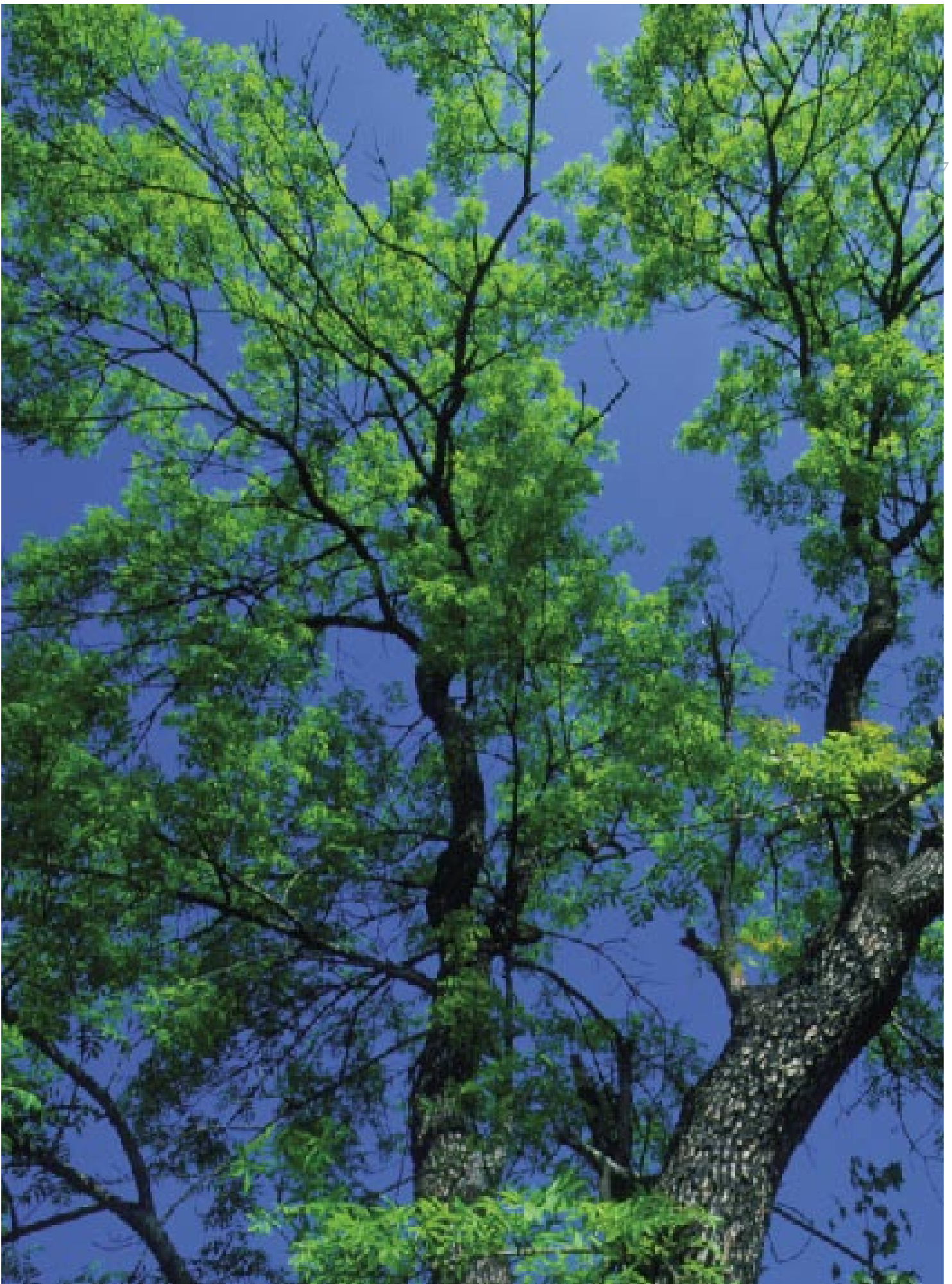


Utbredelse ask

Fakta:

Edelløvskogen – ask, alm og lind

Da klimaet i landet ble kaldere og fuktigere for ca. 2 500 år siden, ble granskogene stadig større og tettere. De varmekrevende løvtrærne trakk seg tilbake og holdt bare stand på steder med godt lokalklima og/eller særlig næringsrik jord. I dag er edelløvskogene vokseplass for en rekke spesielle plantearter og hekkeplass for mange fuglearter.





I 1970-årene ble skogindustrien på internasjonal basis både direkte og indirekte rammet av oljekriser og rystelser i verdensøkonomien. Produksjonen av boliger og annen byggevirksomhet gikk ned, både i Norge og resten av verden, og treforedlingsindustrien stod overfor store strukturelle problemer. I de senere årene har fremveksten av elektroniske media sådd tvil om papir som informasjonsmedium. Likevel har skogindustrien både i norsk og internasjonal sammenheng hatt betydelig framgang. I løpet av de siste 20 årene har verdens produksjon av papir og papp steget med mer enn 90%, ikke minst på grunn av økt etterspørsel i Asia.

I Norge har økningen i produksjonen sammenheng med en vesentlig høyere foredlingsgrad, en produktmessig konsentrasjon om treholdige trykkipapirkvaliteter som nå står for nesten 70% av norsk papirproduksjon, og en konsentrasjon av produksjonen i større, integrerte anlegg. I dag er treforedlingsindustrien en utpreget eksportindustri med markeder i store deler av verden.



Kreativ bruk av limtre, Leonardo da Vinci-broen i Ski.

MARKEDSUTVIKLINGEN I 2003

RENTEMARKEDET

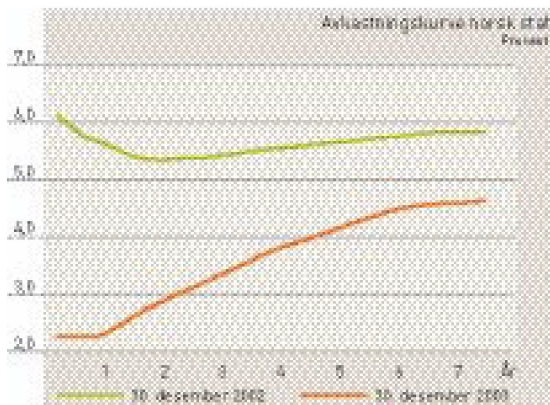
Utviklingen i rentemarkedet ble i 2003 sterkt preget av den geopolitiske usikkerheten ved inngangen til året etterfulgt av usikkerhet knyttet til konjunktur-utviklingen i amerikansk økonomi og frykt for at en deflasjonsspiral var under utvikling.

I årets første tre måneder var det usikkerheten om utfallet av den pågående Irak-konflikten som preget de internasjonale rentemarkedene. Den amerikanske sentralbanken (Fed) uttrykte på sitt møte den 18. mars at den på grunn av den geopolitiske situasjonen ikke var i stand til å veie de forskjellige usikkerhetsmomentene opp mot hverandre og at man derfor forventet utfallet av krigen før eventuelle pengepolitiske beslutninger skulle tas. Følgelig lå den amerikanske 3-måneders renten ganske stabilt i underkant av 1,2 prosent i årets første måneder. På sitt neste møte i mai fortok heller ikke Fed noen rente- eller grunnholdningsendring.

Henimot sommeren var det frykt for deflasjon og forventningen om at den amerikanske sentralbanken ville støttelkjøpe lange obligasjoner som preget de internasjonale rentemarkedene. Dette sendte lange internasjonale renter ned til stadig lavere nivåer og bunnen ble nådd den 13. juni. Den amerikanske 10-års renten var da nede i 3,1 prosent, det laveste nivået på mange tiår. Ved inngangen til året lå renten på 3,8 prosent. I sitt rentemøte den 25. juni senket den amerikanske sentralbanken styringsrenten med 0,25 prosentpoeng, til 1,0 prosent. Det var spesielt risikoen for et substansielt fall i inflasjonsraten som initierte senkningen da uttalelsene fra Fed ellers pekte på at den økonomiske aktiviteten fortsatt holdt seg oppe.

På sensommeren ble det etter hvert klart at et sterkt vekstopp-sving var på gang i amerikansk økonomi. Næringslivets forventningsindikatorer steg betydelig og de fleste økonomer oppjusterte sine vekstforventninger til amerikansk økonomi. I løpet av kort tid steg lange amerikanske renter med nesten 1,5 prosentpoeng og var ved inngangen til september på 4,6 prosent.

Det viste seg at BNP-veksten i 3. kvartal ble enda sterkere enn hva selv de mest optimistiske prognosemakerne regnet med. Regnet som årlig rate steg bruttonasjonalproduktet med hele 8,2 prosent fra kvartalet før, hvilket var 2-3 prosentpoeng høyere enn hva markedsaktørene i snitt forventet. Dette fikk dog liten effekt på lange amerikanske renter, og etter den kraftige renteoppgangen på sensommeren var det en flat til svakt fallende tendens for lange amerikanske renter utover høsten.



Til tross for at det fortsatt ble rapportert svært sterke nøkkeltall for amerikansk økonomi i årets siste halvdel var ikke dette tilstrekkelig til å trekke lange amerikanske renter oppover. Spesielt var det utviklingen i arbeidsmarkedet og forventningen om langvarig ekspansiv pengepolitikk som bidro til å holde lange renter nede. Ved slutten av året var renten på 10-årige amerikanske statsobligasjoner 4,3 prosent.

Den økonomiske utviklingen i ØMU-området ble svakere i 2003 enn hva de fleste hadde forventet. Som i resten av verden var det den geopolitiske situasjonen og de spenninger som oppsto mellom de sentrale allierte som preget utviklingen i årets første måneder. Dette virket inn på de fleste tillitsindikatorer og usikkerheten om den videre utviklingen tynget markedene i stor grad. Spesielt var utviklingen i Tyskland urovekkende der industriordre og -produksjon ikke økte i det hele tatt, mens tillitsindikatorene falt markert. Inflasjonen i ØMU lå ved inngangen til året under inflasjonsmålet på 2,0 prosent og det var tegn til at den ville fortsette å falle som følge av den svake konjunkturutviklingen. Den europeiske sentralbanken senket sin styringsrente første gang i mars med 0,25 prosentpoeng til 2,5 prosent og markedsaktørene forventet ytterligere kutt.

Ved halvårsskiftet var det klart at utviklingen i ØMU-området hadde stagnert og at Tyskland var inne i en resesjon drevet frem av utviklingen i investeringsaktiviteten og utenrikshandelen. Dette førte til at også de lange europeiske rentene falt betydelig og nådde et bunnpunkt 13. juni på 3,5 prosent. Prisveksten i ØMU-området var fortsatt lav og i juni senket den europeiske sentralbanken styringsrenten med 0,5 prosentpoeng til 2,0 prosent. Markedet forventet etter dette ingen flere kutt fra ECB og de

korte pengemarkedsrentene holdt seg stabile ut året. Ved årets slutt var 3-måneders renten 2,1 prosent.

Mot slutten av 2003 var nivået på lange tyske renter i hovedtrekk sammenfallende med de amerikanske og de endte året nær identisk med de amerikanske til tross for den betydelige styrkingen av euro mot dollar som inntraff i perioden. Utviklingen i lange europeiske renter i siste halvdel av 2003 må ses i sammenheng med tegn på bedre konjunkturutsikter også for euroområdet.

Ved inngangen til året hadde Norges Bank lagt om til en ekspansiv grunnholdning. Etter at signalrenten i desember 2002 var blitt redusert til 6,5 prosent, var utviklingen i rentemarkedet preget av forventninger om ytterligere rentenedsettelse.

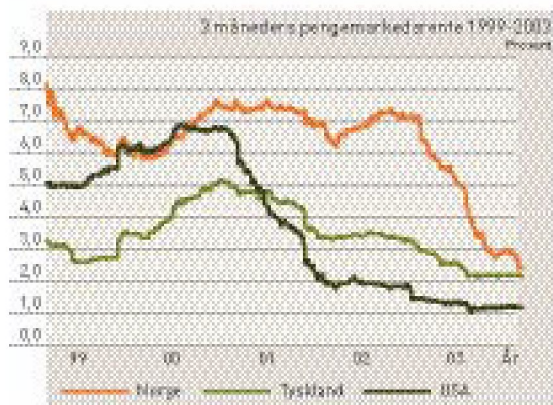
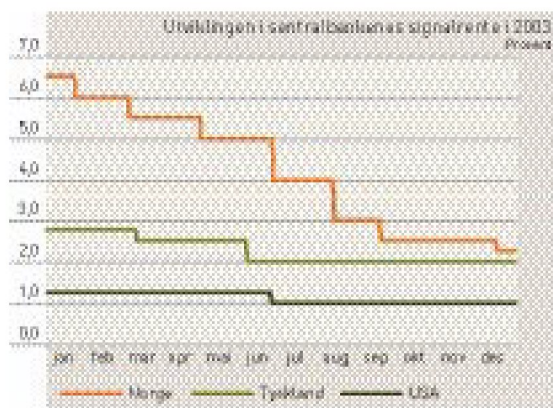
Gjennom hele 2003 var det en markert nedgang i den norske inflasjonstakten. Årsveksten i konsumprisene korrigert for endringer i avgifter og energipriser var ved inngangen av året 1,8 prosent og ved utgangen av året hadde den falt til 0,4 prosent. Dette medførte flere rentenedsettelse fra Norges Bank. Fra januar til utgangen av september senket Norges Bank sin styringsrente 6 ganger med i alt 4,0 prosentpoeng fra 6,5 prosent til 2,5 prosent.

På rentemøtet den 17. september senket Norges Bank renten med 0,5 prosentpoeng, men varslet samtidig at banken nå hadde en nøytral grunnholdning.

Det ble av markedsaktørene tolket som at det ikke ville komme ytterligere rentesenkninger og spekulasjonene gikk i retning av når det tidligst kunne komme innstramminger. Imidlertid skulle den norske inflasjonen vise seg å falle ytterligere og på årets siste rentemøte i desember reduserte igjen banken styringsrenten, fra 2,5 til 2,25 prosent, og varslet på nytt en ekspansiv grunnholdning i pengepolitikken.

Gjennom hele året fulgte de norske lange rentene den internasjonale rentetrenden, og også her ble rentebunnen nådd den 13. juni med 4,2 prosent. Mot slutten av året bidro lavere inflasjon og Norges Banks rentenedsettelse til en særnorsk nedgang i lange renter. Renten på 10-års statspapirer avsluttet året på 4,6 prosent mot 5,8 prosent ved inngangen til året. Ved slutten av året var renteforskjellen mot amerikanske lange renter redusert til 0,3 prosentpoeng, mens den ved inngangen til året lå på 2,0 prosentpoeng.

Omsetningen i obligasjonsmarkedet steg i 2003 og endte på 687 milliarder kroner utenom repohandler. Dette tilsvarer et daglig omsetningsvolum på 2,7 milliarder kroner hvilket er 17,4 prosent høyere enn i 2002. Av omsetningen utgjorde statsobligasjoner 76,7 prosent. Repoomsetningens andel steg fra 75,1 prosent til 77,0 prosent. Det ble i 2003 emittert obligasjoner for 96,7 milliarder kroner hvilket er 10,2 prosent lavere enn året før. Av dette utgjorde stats- og statsgaranterte obligasjoner 33,9 milliarder kroner,



mens kommunale obligasjoner utgjorde 3,4 milliarder kroner. I privat sektor ble det emittert obligasjoner for 55,1 milliarder kroner, hvor finansiell sektor alene stod for 40,2 milliarder kroner. Andre utstedere som statsforetak og utlendinger stod til sammen for 4,3 milliarder kroner.

AKSJEMARKEDET

De internasjonale aksjemarkeder i 2003 var preget av svake konjunkturer, krigsfrykt og kursfall de første månedene av året. Avslutningen på Irakkrigen, en bedre inntjeningsutvikling i selskapene enn forventet samt gode tall for makroutviklingen, bidro til en sterk utvikling på de internasjonale markedene resten av året. Disse forhold preget også utviklingen i det norske markedet.

Oslo Børs innledet året med kursfall, hovedsakelig som følge av krigsfrykt og fremleggelse av skuffende årsresultater fra de børsnoterte selskapene. Den 25. februar nådde OSEBX et bunnivå på 98,6.

Rentenedsettelse fra Norges Bank og tiltagende kronesvekkelse bidro til å snu utviklingen i OSEBX-indeksen i positiv retning. Denne utviklingen ble ytterligere forsterket av oppgang på de utenlandske børsene, bedre inntjeningsutvikling enn forventet i selskapene samt fortsatte rentenedsettelse fra Norges Bank. OSEBX hadde en oppgang fra bunnivået frem til primo september på 58,3 prosent.

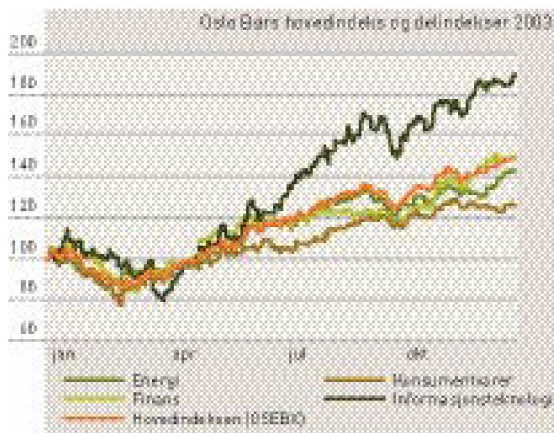
Usikkerhet knyttet til 3. kvartalstallene hjemme og internasjonalt samt en ytterligere svekkelse av amerikanske dollar, medførte en negativ børsutvikling i september både i Norge og internasjonalt. OSEBX svekket seg 6,7 prosent i september. Utviklingen i oktober ble imidlertid preget av bedre inntjenning enn forventet for 3. kvartal og bedre utsikter for den makroøkonomiske utviklingen. Dette resulterte i en nesten sammenhengende positiv kursutvikling fra oktober og ut året på 19,9 prosent. Hovedindeksen på Oslo Børs avsluttet året på 170,97.

For året under ett ble resultatet en betydelig kursoppgang. Målt ved OSEBX steg aksjekursene i 2003 med 48,4 prosent fra årets begynnelse, da OSEBX lå på 115,2.

Av delindeksene på Oslo Børs var det teknologiindeksen, forbruksvareindeksen og telekomindeksen som steg mest med henholdsvis 89,0 prosent, 70,1 prosent og 66,9 prosent.

Konsumvarer, forsyning, materialer og energi var sektorer som hadde den svakeste indeksutvikling med henholdsvis 25,2 prosent, 36,2 prosent, 38,2 prosent og 42,6 prosent. Forskjellene i utvikling for de ulike indeksene har i stor grad sammenheng med deres ulike sykliske karakter.

Sammenholdt med de øvrige nordiske børser hadde Oslo Børs en utvikling som var betydelig bedre enn



de andre nordiske markedene målt i lokal valuta. Den sterke kursutviklingen i Norge sammenlignet med Norden for øvrig kan delvis forklares ved den svake utviklingen av den norske kronen sammenlignet med de andre nordiske valutaene. I Norden hadde Finland den svakeste kursutvikling med en oppgang i HEXP-indeksen på 16,2 prosent. Den svenske SBX-indeksen steg med 34,6 prosent, mens den danske KBX-indeksen steg med 28,5 prosent. Den nordiske indeksen FTSE Norex 30 hadde en oppgang på 21,6 prosent.

Sammenlignet med det amerikanske markedet hadde Oslo Børs en sterkere utvikling i 2003. Den bredt sammensatte indeksen S&P 500 steg 26,4 prosent og Dow Jones styrket seg med 25,3 prosent. I det amerikanske markedet hadde også teknologiselskapene den beste kursutviklingen, og den teknologidominerte indeksen NASDAQ steg med 50,0 prosent. Det europeiske markedet målt ved FTSE Eurotop 300 hadde en oppgang på 11,8 prosent i løpet av året, mens den japanske Nikkei indeksen steg med 24,5 prosent.

Antallet børsnoterte selskaper fortsatte å falle i 2003. Ved utgangen av året var 178 selskaper notert på Oslo Børs mot 203 ved utgangen av 2002. Den totale kapitaliserte verdi av disse selskapene var 689,7 milliarder kroner ved utgangen av 2003. Det ble emittert aksjer for i alt 6,6 milliarder kroner i

løpet av året, mot 5,6 milliarder kroner året før. Totalomsetningen på Oslo Børs utgjorde 552,5 milliarder kroner i 2003 mot 444,4 milliarder kroner i 2002. Den gjennomsnittlige daglige omsetning økte således fra 1,8 milliarder kroner til 2,2 milliarder kroner.

Eiersammensetningen på Oslo Børs ble lite endret fra 2002 til 2003. Statens eierandel ble redusert til 41,3 fra 43,1 prosent i 2002. Utlendingenes eierandel har økt fra 27,0 prosent i 2002 til 27,8 prosent i 2003. Private pensjonsfond (inkludert livsforsikringsselskaper) har økt sin eierandel fra 2,9 prosent i 2002 til 3,2 prosent i 2003. Aksjefondenes andel ble også økt fra 4,2 prosent til 4,6 prosent. Privatpersoner økte sin eierandel fra 5,4 prosent til 5,5 prosent. Eierandelen til gruppen "andre selskaper" økte fra 14,1 prosent til 14,5 prosent.

Norsk skogindustri i dag

Den majestetiske granen er et symbol på stolthet, den evige trygge naturen - og symbol på moderne industri.

To av Norges industrielle flaggskip har sett betydningen av det flotte treet. Norske Skog og Borregaard har gjennom forskning og utvikling tatt i bruk ny teknologi som har gjort grantreet til en storprodusent av råvarer som kan utnyttes kommersielt. Selv det som tidligere var rene avfallsstoffer i treet er blitt salgbart.



Borregaard:

Treets mange sider

Borregaard, som er en del av Orklakonsernet, har gjennom mer enn 100 år utviklet seg fra rendyrket celluloseprodusent i Sarpsborg til å bli et globalt konsern innen treforedling og trekjemi. I dag er selskapet verdensledende innen vanillin- og ligninproduksjon. I 2003 var omsetningen ca 6 milliarder kroner, fordelt på 20 fabrikker i 13 land med 2600 ansatte.

Utgangspunktet i Borregaards virksomhet er å utnytte alle de ulike komponentene i gran. Grovt sett består innholdet i grantømmer av tre komponenter; fibre (cellulose) utgjør cirka 45%, bindemidler (lignin) utgjør cirka 30%, mens sukker og andre bestanddeler er de resterende 25%.

Borregaard får cirka 900 kg kommersielle produkter ut av ett tonn tømmer. I tillegg utnyttes deler av tømmer-råstoffet til energi, slik at det bare er en mindre del som ikke blir utnyttet. Historisk sett gikk reststoffene, som ofte kalles avlut, ut som utslipp. I dag brenner de fleste cellulosefabrikker reststoffene for å få varmeenergi, mens Borregaard har valgt å utnytte cellulosen og reststoffene kommersielt til en rekke verdifulle produkter, hvor lignin og vanillin har blitt to viktige utviklingsområder. En stor satsing på forskning og utvikling har gjort dette mulig. Siden 1990 er det investert 300-350 millioner kroner i forskningsprosjekter. Den årlige forskningsinnsatsen ligger på ca 50 millioner kroner i året.

Vanillin og lignin

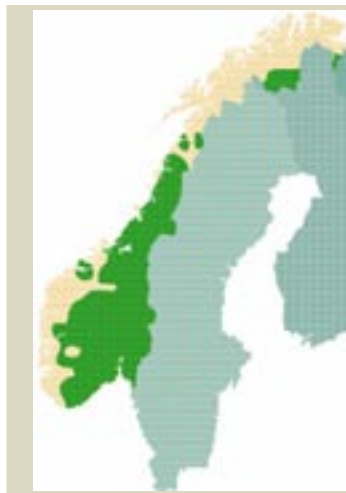
Borregaard startet sin vanillinvirksomhet basert på råstoff fra tømmer i 1962. Ligninvirksomheten ble etablert i 1968. Til sammen omsetter de to virksomhetsområdene for nærmere 2 milliarder kroner i året og har ca 600 ansatte.

"Borregaards lignin- og vanillinvirksomheter er eksempler på en langsiktig industriutvikling som har gitt gode resultater", sier adm. direktør i Orkla, Finn Jepsen.

Størst i verden

Innen lignin er Borregaard, gjennom Borregaard LignoTech, desidert størst i verden og eneste globale aktør. Fra 1990 startet selskapet en periode med oppkjøp og ekspansjon. I dag kan man skilte med 12 fabrikker i 4 verdensdeler. LignoTech alene har 40 årsverk innen forskning og utvikling, hvor fokus er spesielt rettet mot nye produkter og bruksområder for lignin.

Borregaards vanillinproduksjon benytter også lignin som råvare. Dette har gitt en plattform for utvikling av flere vanillinprodukter slik at Borregaard nå er nest størst i verden innen vanillin og den eneste produsent av ligninbasert vanillin.



Utbredelse gran

Fakta:

Granen tåler skygge bedre enn de fleste andre trær og trives ikke der det er svært tørt, den vil ha en viss fuktighet i skogbunnen omkring røttene. Derfor er det furu som danner barskogen på åskammer, morenerygger og andre steder hvor det er sparsomt med vann i grunnen.





Fakta:

Papir

Papir er sammenfiltrede plantefibrer. Fram til midten av 1700-tallet ble papir laget av tekstilfibrer, vanligvis fra gamle klær.

Avis- og magasinpapir lages i dag som regel av gran, enten i form av fersk fiber fra trær, eller fiber som er gjenvunnet fra returpapir. De lange, sterke fibrene i gran er svært godt egnet for avispapirproduksjon. Avispapiret er tynt og lett, og det tåler de kreftene det blir utsatt for når det kjøres gjennom rotasjonspressen i høy hastighet.

Ved å tilføre fyllstoffer som kalk eller leire får papiret en glattere og jevnere overflate som gir bedre overflate-egenskaper enn vanlig avispapir. Papir som er tilsatt fyllstoff kalles magasinpapir. Enkelt sagt er aviser trykket på avispapir, mens tidsskrifter og ukeblader er trykket på forbedret avispapir eller magasinpapir.

Tremasse

Tremasse er navnet på fibermasse som er framstilt mekanisk, dvs. ved at veden rives i stykker mekanisk slik at hver enkelt fiber blottlegges. "Mekanisk masse" innebærer at tømmerstokken er fliset opp, og at flis rives i stykker mellom to store stålskiver, "raf-finører".

Norske Skog:

Fra Midt-Norge til Asia

Historien om Norske Skog har sin begynnelse på et skogeierlagsmøte i Hegra i 1958. Fire år senere ble selskapet etablert. Formålet var å sikre avsetningen for skogresursene i Midt-Norge og gi råstoff-leverandørene bedre innsikt i foredlingsindustrien. Den første avispapirmaskinen ved Norske Skog i Skogn ble satt i drift i 1966. Veien fra denne første papirmaskin til et strømlinjeformet, konkurransekraftig, globalt selskap innen ett kjerneområde – trykkpapir, har vært lang og krevende. Veien fra det lokale til det globale har ikke vært problemfri. Selskapet har stått overfor økonomiske problemer som kunne ha satt stopp for utviklingen, men de ble overvunnet og gjorde ekspansjon mulig.

Kjøp, nyanlegg og fusjoner gjorde selskapet til det klart ledende i norsk treforedlingsindustri i løpet av 1970- og 80-årene. I 1990-årene bygde Norske Skog en sterk europeisk plattform gjennom kjøp og nyanlegg i Norge, Frankrike, Østerrike og Den tsjekkiske republikk. Ved tusenårsskiftet var selskapet blitt en ledende global aktør med virksomhet også i Asia, Nord-Amerika, Sør-Amerika og Australia. Siden 1999 har selskapet avhendet ca. 40 enheter utenfor kjerneområdet trykkpapir og er nå nesten 100% konsentrert om dette segmentet.

Jan Reinås, som var konsernsjef fra 1994 til 2003, kommenterer utviklingen slik: "Norske Skog ønsket å bli best i verden på et produkt – trykkpapir. For å leve opp til en slik ambisjon var det avgjørende å utvikle selskapet nær de store markedene i Asia og Sør-Amerika, hvor vi kunne oppnå de laveste produksjonskostnadene. Vi innså tidlig at vi stod overfor en meget krevende oppgave, både finansielt, ledelsemessig og på mange andre områder. Men det går an å konkurrere med de beste i verden bare det er vilje, ambisjon og en støttende næringspolitikk som aksepterer at investeringene må foretas der lønnsomheten er størst".

Fra nyttår 2004 ledes Norske Skog av Jan Oksum. Han har hatt en lang karriere innen Norske Skog og har siden 2000 vært visekonsernsjef.

En internasjonal bransje

Papirproduksjon er en internasjonal bransje, også i den forstand at utviklingen i andre verdensdeler berører norsk skogindustri. Utfordringene ligger i å identifisere disse endringene og trekke de riktige konsekvenser ut fra dette. Norske Skog har innrettet seg etter at Norge ikke er hovedarenen, det er Vest-Europa, Amerika och Asia. Norske Skog er i dag verdens nest største produsent av trykkpapir med 23 hel- og deleide fabrikker i 15 land – og med 13% av det globale markedet for avis- og magasinpapir.

“Vi bygger ikke vår virksomhet på en fortsatt økning i avisforbruket i den vestlige verden. Det vil være en viss vekst i Europa, men de store tilvekstområdene for vår del er i Sør-Amerika og Asia, kanskje spesielt i Kina,” sier den nye konsernsjefen. Norske Skog bygger for tiden en papirfabrikk i Kina, der man ventet å dra fordel av et voksende marked. Avispapirforbruket i Kina er i dag 1,5 kg per person. Dette kan sammenlignes med over 40 kg per person i USA og ca. 25 kg per person i Vest-Europa.

Norske Skog har i de senere år hatt som strategi å konsentrere seg om store kunder i nærheten av de papirfabrikkene man driver. Dette har vært en vellykket strategi, forteller Oksum, som ser positivt på framtiden. “Jeg tror på et oppsving i den globale økonomien, som først setter fart på reklamebransjen og som på sikt fører med seg et økt behov for avis- og magasinpapir.” Norske Skog hadde i 2003 et driftsresultat på 1,4 milliarder kroner og et overskudd på 402 millioner kroner.



Fakta:

Cellulose

Cellulose eller kjemisk masse får man ved at veden kokes med lut. Det går med 2,4 kubikkmeter ved til ett tonn mekanisk masse, mens det går med 5 kubikkmeter til 1 tonn cellulose. Cellulose blir dermed dobbelt så dyrt som mekanisk masse. Cellulose brukes i bare små mengder i avispapir, mens det brukes i større utstrekning (10-20%) i magasinpapir. Finpapir, som vi kjenner fra vanlige, hvite A4-ark, er som regel laget bare av cellulose.

Vanillin

Bindemidlet i tømmer er lignin, og dette molekylet kan gjennom en kjemisk prosess omdannes til vanillin, et aromastoff som også finnes i vaniljeorkideen.

Lignin

Lignin er et stoff med mange spennende egenskaper. Det brukes som bindemiddel i blant annet dyrefôr, gruvevirksomhet, keramiske produkter og betong.

PORTEFØLJEUTVIKLINGEN I 2003

48

Folketrygdfondets verdipapirportefølje, inkludert bankinnskudd, beløp seg pr. 31. desember 2003 til i alt 139 397 millioner kroner (regnet etter bokført verdi), jf. tabell 1. Dette innebærer en økning på 7 481 millioner kroner siden forrige årsskifte. Økningen tilsvarer fondets realiserte resultat (7 331 millioner kroner) med tillegg av netto reduksjon i fordringer (150 millioner kroner). Netto fordringsreduksjon utgjøres av en nedgang i påløpte, ikke forfalte renter på 159 millioner kroner samt en økning i andre fordringer med 9 millioner kroner. Økningen i den bokførte verdi av porteføljen fordelte seg med 5 567 millioner kroner på stats- og statsgaranterte verdipapirer og 1 914 millioner kroner på plasseringer i private og kommunale verdipapirer.

Markedsverdien av verdipapirporteføljen utgjorde ved siste årsskifte 154 809 millioner kroner eller 11,1 prosent mer enn bokført verdi. Merverdien utover bokført verdi utgjøres av urealiserte kursgevinster som fordelte seg med 6 753 millioner kroner på porteføljen av aksjer og grunnfondsbevis og 8 659 millioner kroner på porteføljen av kontolån, obligasjoner og sertifikater.

De samlede plasseringer i renteinstrumenter utgjorde 82,6 prosent av verdipapirporteføljen regnet etter bokført verdi og 79,9 prosent av porteføljen regnet etter markedsverdi.

RENTEINSTRUMENTER

Folketrygdfondets plasseringer i renteinstrumenter beløp seg pr. 31. desember 2003 til 115 106 millioner kroner etter bokført verdi som innebærer en økning på 5 455 millioner kroner siden forrige årsskifte. Økning av kontolån til statskassen utgjorde 6 178 millioner kroner, mens markedsplasseringer i statspapirer ble økt med 62 millioner kroner. Den øvrige delen av statsplasseringene som i hovedsak utgjøres av eldre illikvide statsobligasjoner, ble redusert med 673 millioner kroner. Andelen statlige plasseringer utgjør dermed 66,3 prosent av totalporteføljen, som utgjør en økning på 0,5 prosentpoeng fra året før.

Som følge av at fondet fant å ville øke egenkapitalplasseringene med mer enn rammebeløpet på 2 000 millioner kroner som Finansdepartementet hadde fastsatt for maksimal økning av beholdningen av private og kommunale verdipapirer, ble beholdningen av ikke-statlige rentepapirer redusert med 112 millioner kroner. Andelen ikke-statlige renteplasseringer

ble dermed redusert fra 17,2 prosent av fondets samlede plasseringer ved forrige årsskifte til 16,3 prosent ved siste årsskifte.

Markedsverdien av beholdningen av renteinstrumenter (inkl. bankinnskudd) beløp seg ved siste årsskifte til 123 765 millioner kroner, som er 8 659 millioner kroner eller 7,5 prosent høyere enn bokført verdi. Den urealiserte kursgevinsten ble økt med 5 906 millioner kroner i løpet av 2003, hvilket har sammenheng med den store rentenedgangen i 2003.

Markedsverdien av beholdningen av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg pr. 31. desember 2003 til 122 843 millioner kroner, som er 7,6 prosent høyere enn bokført verdi på 114 184 millioner kroner, jf. tabell 2.

Av den bokførte verdien utgjorde statlige papirer 80,9 prosent, som er en økning fra 79,3 prosent ved forrige årsskifte. Private og kommunale obligasjoner utgjorde 18,1 prosent, mens beholdningen av private sertifikater beløp seg til 1,0 prosent. Beholdningen av private og kommunale obligasjoner ble i løpet av året økt med 1 692 millioner kroner, mens beholdningen av private sertifikater ble redusert med 2 581 millioner kroner. Av de ikke-statlige plasseringene utgjorde finansobligasjoner og -sertifikater 71,8 prosent av den ikke-statlige porteføljen, mens industriobligasjoner og -sertifikater utgjorde 27,4 prosent og kommunale- og fylkeskommunale obligasjoner sto for 0,8 prosent av Folketrygdfondets ikke-statlige renteplasseringer.

Sammensetningen av den ikke-statlige renteporteføljen bestemmes primært ut fra tilbudet av verdipapirer samt en vurdering av hvorvidt den forventede avkastningen står i et rimelig forhold til den risiko som plasseringene representerer i forhold til statsplasseringer. Finanssektoren utgjør den største del av det ikke-statlige markedet for obligasjoner og sertifikater mens låneopptaket fra industrisektoren er betraktelig mindre, noe som i hovedsak forklarer sammensetningen av fondets ikke-statlige plasseringer. Kommunale- og fylkeskommunale verdipapirer utgjør en meget liten andel av fondets portefølje. Dette har sammenheng med at fondet, som har en begrenset ramme for plasseringer i ikke-statlige verdipapirer, ut fra avkastnings- og risikohensyn har valgt å prioritere verdipapirer med noe større rentemargin i forhold til statspapirer.

Folketrygdfondets likviditet varierer gjennom året i henhold til porteføljens rente- og forfallsstruktur og gjennomføringen av investeringsstrategien.

Tabell 1 - FTFs portefølje av verdipapirer (inkl. bankinnskudd) pr. 31. desember 2003

	Bokført verdi		Markedsverdi	
	Mill. kr	Prosent	Mill. kr	Prosent
Stats- og statsgaranterte verdipapirer	92 364	66,3%	100 086	64,6%
Private- og kommunale rentepapirer	21 820	15,6%	22 757	14,7%
Bankinnskudd	922	0,7%	922	0,6%
Renteplasseringer i alt	115 106	82,6%	123 765	79,9%
Aksjer og grunnfondsbevis	24 291	17,4%	31 044	20,1%
Totale plasseringer	139 397	100,0 %	154 809	100,0 %

Tabell 2 - FTFs portefølje av kontolån, obligasjoner og sertifikater pr. 31. desember 2003

	Bokført verdi		Markedsverdi	
	Mill. kr	Prosent	Mill. kr	Prosent
Stats- og statsgaranterte verdipapirer				
Kontolån til statskassen	86 756	76,0%	94 126	76,6%
FTFs markedsportefølje:				
Statsobligasjoner/statssertifikater	4 524	4,0%	4 838	4,0%
Andre stats- og statsgaranterte obligasjoner/sertifikater	1 084	0,9%	1 122	0,9%
Sum statlige kontolån, obligasjoner og sertifikater	92 364	80,9%	100 086	81,5%
Private og kommunale obligasjoner og sertifikater:				
Kommune- og kommunegaranterte obligasjoner/sertifikater	173	0,2%	185	0,2%
Industriobligasjoner mv./sertifikater	5 984	5,2%	6 305	5,1%
Finansobligasjoner/sertifikater	15 663	13,7%	16 267	13,2%
Sum private og kommunale obligasjoner og sertifikater	21 820	19,1%	22 757	18,5%
Sum kontolån, obligasjoner og sertifikater	114 184	100,0%	122 843	100,0%

Overskuddslikviditeten blir i hovedsak plassert i interbankmarkedet. Ved siste årsskifte var 922 millioner kroner plassert som bankinnskudd mot 145 millioner kroner ved forrige årsskifte.

Renterisikoen i Folketrygdfondets renteportefølje ble redusert i løpet av 2003, og durasjonen var ved utgangen av året på 3,0 år mot 4,0 år ved forrige årsskifte. Dette var en følge av det kraftige rentefallet i løpet av 2003 der fondet fant å ville redusere renterisikoen i porteføljen.

Den samlede avkastningen på renteporteføljen beløp seg i 2003 til 12 810 millioner kroner, fordelt med 6 219 millioner kroner på renteinntekter, 683 millioner kroner i realiserte kursgevinster og 5 908 millioner kroner som økning i urealiserte kursgevinster. Dette gir en verdikorrigert avkastning på 11,1 prosent mot 8,8 prosent i 2002.

I forhold til den valgte referanseindeks fikk FTF i 2003 en mindreavkastning på 1,1 prosentpoeng.

Mindreavkastningen skyldes at fondets renteportefølje har lavere renterisiko enn referanseporteføljen, noe som slår negativt ut ved rentefall.

AKSJER OG GRUNNFONDSBEVIS

FTFs portefølje av aksjer og grunnfondsbevis beløp seg ved årsskiftet til 24 291 millioner kroner (bokført verdi) fordelt med 19 159 millioner kroner på norske aksjer, 5 016 millioner kroner på aksjer i øvrige Norden og 116 millioner kroner på grunnfondsbevis. Beholdningen av aksjer og grunnfondsbevis ble i løpet av 2003 økt med 2 026 millioner kroner. Markedsverdien av porteføljen beløp seg pr. 31. desember 2003 til 31 044 millioner kroner som var 6 753 millioner kroner mer enn bokført verdi.

FTF oppnådde i 2003 en verdikorrigert avkastning på porteføljen av aksjer og grunnfondsbevis på 9 420 millioner kroner, som innbefatter utbytte på

831 millioner kroner, realiserte kurstap på 371 millioner kroner, økning i urealiserte kursgevinsten på 8 959 millioner kroner og inntekter gjennom utlån av aksjer på 1 million kroner.

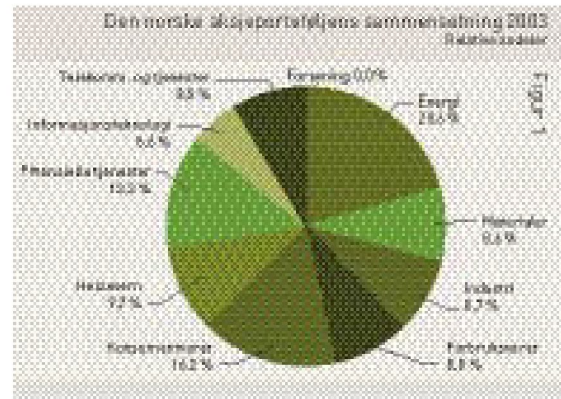
Den norske aksjporteføljen ble redusert med 1 688 millioner kroner målt etter bokført verdi. På bakgrunn av flere oppkjøp av børselskaper som blant annet Bergesen og Leif Høegh, ble det siste år gjennomført en reduksjon i aksjporteføljen både i bokført verdi og antall selskaper. Denne reduksjonen medførte enkelte endringer i bransje- og selskapsmessig sammensetning av aksjporteføljen.

Av reduksjonen utgjorde investeringer i selskaper som inngår i energibransjen 1 528 millioner kroner, selskaper i forbruksvarebransjen 180 millioner kroner og selskaper i finansbransjen 167 millioner kroner.

I kombinasjon med endringer i markedsverdier innebar de porteføljeendringer som ble foretatt i 2003 at selskaper som inngår i energibransjen, har redusert sin relative andel fra 22,8 prosent til 20,6 prosent av porteføljen sin markedsverdi. Helsevernsektoren har økt sin andel av porteføljen fra 8,0 prosent til 9,7 prosent. Selskaper som inngår i forbruksvaresektoren har økt sin andel av porteføljen med 1,5 prosentpoeng til 8,8 prosent. Selskaper i telekommunikasjonssektoren, dvs. Telenor, utgjorde 8,5 prosent av porteføljen sin markedsverdi pr. 31.12.2003 sammenlignet med 6,2 prosent ett år tidligere. Informasjonsteknologisektoren økte sin andel av porteføljen i 2003 med 1,6 prosentpoeng til 5,6 prosent. Kapitalvaresektorens andel ble redusert fra 5,8 prosent til 4,8 prosent, og konsumentvarebransjen fikk redusert sin andel med 1,0 prosentpoeng til 16,2 prosent.

I løpet av 2003 ble antall selskaper i porteføljen redusert med 4 hvorav det ene var et resultat av fusjonen mellom DnB og Gjensidige Nor, mens tre selskaper i porteføljen ble gjenstand for oppkjøp. I den norske aksjporteføljen hadde FTF ved årets slutt investert i aksjer i 37 selskaper hvorav fire er utenlandsregistrerte. Fondet har i tillegg investeringer i grunnfondsbevis i tre sparebanker.

Målt etter markedsverdi svarte de ti største plasseringene for 73,8 prosent av FTFs samlede investeringer i norske aksjer og grunnfondsbevis ved utgangen



av året. Dette er en økning på 3,0 prosentpoeng sammenlignet med forrige årsskiftet. De ti største selskapenes andel av hovedindeksen utgjorde 68,1 prosent ved utgangen av året.

I figur 1 er den bransjemessige sammensetningen av FTFs portefølje av norske aksjer og grunnfondsbevis illustrert. Energisektoren svarer for den største andelen. Den nest største sektoren er konsumentvarer og den tredje største er finansielle tjenester.

Avkastningsraten for porteføljen av norske aksjer og grunnfondsbevis var på 47,0 prosent i 2003. Målt mot referanseindeksen som hadde en positiv avkastning på 48,4 prosent, var mindreaktningen på 1,4 prosent. På sektornivå bidro fondets høye andel av aksjer innen konsumvaresektoren til mindreaktningen.

Folketrygdfondet gjennomførte i 2003 en betydelig økning av aksjer i utenlandske selskaper. Målt etter bokførte verdier økte fondets investeringer i aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige med 3 714 millioner kroner. Markedsverdien av porteføljen av nordiske aksjer utgjorde 5 469 millioner kroner pr. 31. desember 2003. FTFs beholdning av aksjer i Norden utenom Norge omfatter 26 selskaper.

På bakgrunn av de rammebetingelser som gjelder for FTFs investeringer i aksjer i de øvrige nordiske land, følger fondet inntil videre en indekseringsstrategi for denne porteføljen. Markedsindeksen NOREX 30 er valgt som referanseindeks.

AVKASTNING OG RISIKO I 2003

I FTFs reglement § 5,1. ledd, heter det at "Styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet. Styret skal påse at det er etablert et betryggende risikostyringssystem for fondets forvaltning". Bestemmelsen i siste setning impliserer at ansvaret for å fastsette risikorammer for kapitalforvaltningen er tillagt styret i Folketrygdfondet.

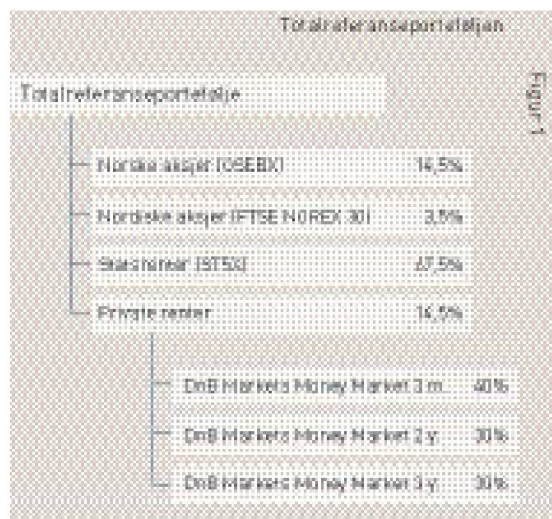
FTFs styring av risiko tar utgangspunkt i ulike metoder og kriterier. Et sentralt risikomål er forventet relativ volatilitet, som gir uttrykk for hvor mye avkastningen på en gitt portefølje forventes å variere (positivt eller negativt) i forhold til utviklingen i en definert referanseportefølje. FTFs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

REFERANSEPORTEFØLJER

For plasseringer i norske aksjer og andre egenkapitalinstrumenter har FTFs styre fastsatt at fondets referanseportefølje er hovedindeksen for Oslo Børs (OSEBX).

For den nordiske aksjeporteføljen har styret fastsatt at indeksen FTSE NOREX 30 er utgangspunkt for fondets referanseportefølje, og at norske selskaper som inngår i denne indeksen ekskluderes ved beregningen av fondets referanseportefølje.

Med de rammebetingelsene som gjelder for FTFs investeringer i renteinstrumenter, finnes det ingen enkeltstående markedsindeks som kan utgjøre en naturlig og egnet referanseramme. For renteporteføljen har styret derfor fastsatt en referanseportefølje basert på en kombinasjon av ulike markedsindekser som anses å kunne reflektere FTFs rammevilkår på en hensiktsmessig måte. For 2003 har denne vært sammensatt av Statsobligasjonsindeks 5 år (ST5X), samt tre referanseindekser for ikke-statlige papirer. Frem til utløpet av 3. kvartal var det de tre indeksene DnB Markets pengemarked 90 dager, DnB Markets swapindeks 2 år og DnB Markets swapindeks 3 år som ble benyttet. Fra starten av 4. kvartal foretok indekssleverandøren et skifte av metode og erstattet disse indeksene med hhv. DnB Markets Money Market 3 m., DnB Markets Money Market 2 y. og



DnB Markets Money Market 3 y. I 4. kvartal er det disse tre indeksene som har blitt brukt i konstruksjonen av den private delen av fondets referanseportefølje.

For fondets totalportefølje har styret fastsatt en referanseportefølje som er basert på referanseporteføljene for henholdsvis norske aksjer, nordiske aksjer og renter. I 2003 var andelen norske aksjer 15 prosent av totalreferanseporteføljen. Andelen nordiske aksjer var 2 prosent i 1. halvår og 3 prosent i andre halvår. Andelen private renter reflekterte fondets regelverk i 2003 hvor det var fastsatt en ramme for økning i ikke-statlige papirer på 2 mrd. Det medførte at andelen renter i fondets referanseportefølje på henholdsvis 83 prosent i 1. halvår og 82 prosent i 2. halvår var splittet opp i om lag 20,5 prosent ikke-statlige renteindekser i 1. halvår og 19,5 prosent i 2. halvår.

Styret har for 2004 endret aktivafordelingen i referanseporteføljen noe i forhold til det som gjaldt i 2003. I figur 1 er oppbyggingen av fondets totalreferanseportefølje vist, slik denne var pr. 01.01.2004. Styret har for 2004 videreført den totale andelen aksjer i referanseporteføljen på 18 prosent fra 2. halvår 2003, men har endret sammensetningen av norske og nordiske aksjer ved at norske aksjer utgjør 14,5 prosent og nordiske aksjer 3,5 prosent av den totale referanseporteføljen. I Nasjonalbudsjett 2004 varslet Regjeringen at regelverket for fondets beholdning av ikke-statlige papirer skulle endres. Som følge av denne regelendringen vedtok styret at indeksene for private renter skal utgjøre 14,5 prosent i fondets totale referanseportefølje. Det medfører i alt at indekser som reflekterer ikke-statlige plasseringer

Tabell 1 - Gjennomsnittlige avkastningsrater for perioden 1994-2003 (årlig prosent)*

Totalportefølje			
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanse
2003	16,2	17,9	-1,7
2001-2003 (3 år)	7,2	7,2	0,0
1999-2003 (5 år)	7,3	7,2	0,1
1994-2003 (10 år)	6,8		
Rentepordefølje			
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanse
2003	11,1	12,2	-1,1
2001-2003 (3 år)	8,8	9,3	-0,5
1999-2003 (5 år)	7,4	7,6	-0,2
1994-2003 (10 år)	6,8		
Norsk aksjepordefølje			
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanse
2003	47,0	48,4	-1,4
2001-2003 (3 år)	-1,2	-4,8	3,6
1999-2003 (5 år)	6,9	4,3	2,6
1994-2003 (10 år)	7,7	6,5	1,2
Nordisk aksjepordefølje			
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanse
2003	45,0	46,4	-1,4
2001-2003 (fra 08.05.2001)	-10,8	-10,4	-0,4

* Avkastningstillene for perioden 1998-2003 er beregnet i hht GIPS.

utgjør 32,5 prosent av fondets totalreferanseportefølje og indeksen for statlige renteplasseringer, ST5X, utgjør de resterende 67,5 prosent.

De andeler som er vist i figur 1 og omtalt i avsnittene over, forutsetter at det ikke er avvik mellom fondets bokførte kapital og tilsvarende markedsverdier. De ulike aktivaklassene inngår i fondets totalreferanseportefølje med den andel som målt ved markedsverdi tilsvarer de bokførte andelene som er kommentert over. Denne tilpasningen er nødvendig for at aktivassammensetningen for fondets totalreferanseportefølje ikke skal komme i konflikt med fondets reglement som følger bokførte størrelser.

Styret har videre fastsatt at aktivassammensetningen i 2004 skal rebalanseres hvert kvartal, slik at andelene settes slik det fremgår av figur 1 ved inngangen til hvert kvartal.

TIDSVEKTET AVKASTNING

I det etterfølgende vil avkastningsutviklingen for FTFs investeringer for renteinstrumenter og aksjer bli sammenlignet med referanseporteføljene for de enkelte år, jf. tabell 1 og 2. For perioden 1995-2000 sammenlignes rentepordeføljen med den tentative rentereferanseporteføljen som ble omtalt i årsberetningen for 2000. Det bemerkes i denne forbindelse at FTFs norske aksjepordefølje her også innbefatter grunnfondsbevis som ikke inngår i referanseindeksen, samt at fondet for perioden frem til 1999 ikke hadde anledning til å investere i utenlandske selskaper på Oslo Børs (med visse unntak).

I beregningene av avkastning i tabell 1 og 2 er det benyttet tidsvektet avkastning.

For perioden 1998-2003 er det beregnet daglig avkastning for alle delporteføljene som er geometrisk sammenvæktet. Avkastningstillene for denne 6 års

Tabell 2 - Årlig avkastning for FTF og referanseporteføljene (prosent)*

År	Norske aksjer		Renter		Nordiske aksjer		Totalporteføljen	
	FTF	Ref.port	FTF	Ref.port	FTF	Ref.port	FTF	Ref.port
2003	47,0	48,4	11,1	12,2	45,0	46,4	16,2	17,9
2002	-27,5 (-27,5)	-31,1	8,8 (8,6)	8,8	-43,5 (-43,5)	-43,5	1,9 (1,8)	1,4
2001	-9,6 (-9,6)	-15,6	6,6 (6,7)	6,8	-9,7 (-9,9)	-9,6	4,1 (4,1)	3,0
2000	7,1 (7,0)	-1,7	6,1 (6,3)	5,6			6,3 (6,5)	4,4
1999	35,4 (35,4)	45,5	4,7 (4,4)	4,6			8,7 (8,4)	9,9
1998	-23,1 (-23,4)	-26,7	3,9 (4,4)	4,1			0,0 (0,1)	-1,3
1997	25,9 (25,9)	31,5	6,0 (6,0)	6,2			8,4 (8,4)	9,9
1996	31,4 (31,4)	32,1	7,5 (7,5)	7,8			10,2 (10,2)	10,8
1995	12,2 (12,1)	11,6	12,6 (12,6)	12,8			12,5 (12,5)	12,6
1994	5,6 (6,3)	7,1	0,8 (0,8)				1,3 (1,3)	
1993	70,2 (66,3)	64,8	19,8 (19,8)				22,3 (22,3)	

* Avkastningstallene for perioden 1998-2003 er beregnet i hht GIPS. Tidligere rapporterte tall i parantes.

perioden er beregnet i henhold til GIPS (Global Investment Performance Standards), som er en internasjonal standard for avkastningsmåling. Revisjonsfirmaet Ernst & Young har verifisert at Folketrygdfondet etterlever GIPS-regelverket. På fondets nettsider www.ftf.no er det tilgjengelig egne rapporter i samsvar med GIPS.

De historiske avkastningstallene for årene 1998-2002 (tabell 2) er beregnet på nytt for å tilfredsstille kravene til GIPS og avviker noe fra det fondet tidligere har rapportert. Akkumulert for hele 5 års perioden 1998-2002 er disse avvikene små.

For perioden 1993-1995 har avkastningstallene for fondets norske aksjeportefølje blitt beregnet på nytt, for å være i samsvar med etterfølgende tidsperiode. Det har medført at avkastningstallene som er referert i tabell 2 avviker noe fra tidligere årsberetninger for disse årene.

Avkastningen for fondets norske aksjeplasseringer var i 2003 på 47,0 prosent, hvilket var 1,4 prosentpoeng svakere enn referanseindeksens avkastning. FTF hadde dermed en mindreavkastning for den norske aksjeporteføljen i 2003, i motsetning til de forutgående tre årene hvor fondet oppnådde meravkastning. Det fremgår av tabell 2 at fondets norske aksjeportefølje har gjort det bedre enn referanseindeksen i svake år og noe dårligere i år med sterk kursutvikling på børsen. I tre-års perioden 2001-2003 oppnådde FTF en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 3,6 prosentpoeng sammenlignet med utviklingen i referanseindeksen. Også for de andre periodene som er gjengitt i tabell 1 har fondets norske aksjeportefølje en meravkastning.

For den nordiske aksjeporteføljen oppnådde FTF en avkastning på 45,0 prosent beregnet i norske kroner, som var 1,4 prosentpoeng svakere enn referanseporteføljens avkastning. Fondets nordiske aksjeportefølje

GIPS

GLOBAL INVESTMENT PERFORMANCE STANDARDS®

GIPS® er en global standard for forvalteres beregning og presentasjon av investeringsresultater som er utgitt av Global Investment Performance Standards Committee.

Formålet med standarden er å:

- oppnå en global anerkjennelse for en standard for beregning og presentasjon av det historiske investeringsresultatet på en korrekt og sammenlignbar måte med full åpenhet
- sikre nøyaktige og konsistente data til bruk for registrering, markedsføring og presentasjon
- fremme reell konkurranse blant forvaltere i alle markeder og bidra til å fjerne hindringer ved etablering i nye markeder
- fremme begrepet "Selv-regulering" i bransjen på et globalt plan

Kilde: www.finansanalytiker.no

følje har i 2003 vært investert identisk med referanseporteføljen. Mindreavkastningen kan derfor i sin helhet tilskrives skatt på utbytte (som alene forklarer over halvparten), kurtasje og i mindre grad enkelte tekniske forhold. Kurtasje belaster fondets avkastning i 2003 mer enn normalt, fordi fondets beholdning av nordiske aksjer i 2003 ble nær firedoblet.

For fondets renteportefølje var avkastningen siste år på 11,1 prosent, som var 1,1 prosentpoeng svakere

Tabell 3 - Pengevektet avkastning 1991-2002 (årlig prosent)*

Norsk aksjeportefølje		
Beregningsperiode	Pengevektet avkastning	Tidsvektet avkastning
2003	46,2	47,0
2001-2003 (3 år)	0,4	-1,2
1999-2003 (5 år)	7,2	6,9
1994-2003 (10 år)	7,9	7,7
1991-2003 (12 år og 4 mnd.)	9,4	
Nordisk aksjeportefølje		
Beregningsperiode	Pengevektet avkastning	Tidsvektet avkastning
2003	41,7	45,0
2001-2003 (fra 08.05.2001)	10,9	-10,8

* Tidsvektet avkastning for perioden 1998-2003 er beregnet i hht GIPS.

Tabell 4 - Den norske aksjeporteføljen, risikoberegninger for perioden 1995-2003*

Risikomål	Beregningsperiode	FTFs norske aksjeportefølje	Referanseportefølje
	2003	16,9%	17,2%
Standardavvik	2001-2003 (3 år)	24,5%	25,3%
	1999-2003 (5 år)	20,9%	22,7%
	1995-2003 (9 år)	20,3%	21,3%
β	2003	0,95	
	2001-2003 (3 år)	0,96	
	1999-2003 (5 år)	0,90	
	1995-2003 (9 år)	0,93	
Relativ volatilitet	2003	4,0%	
	2001-2003 (3 år)	3,6%	
	1999-2003 (5 år)	5,0%	
	1995-2003 (9 år)	4,8%	

* Grunnlaget for perioden 1998-2003 er tidsvektet avkastning beregnet i hht GIPS. Det er brukt daglige observasjoner for 2003, mens 3, 5 og 9 år i tabellen er beregnet på basis av månedlige observasjoner.

enn for rentereferanseporteføljen. For treårsperioden 2001-2003 hadde fondet en gjennomsnittlig mindreakstning for renteporteføljen på 0,5 prosent.

For fondets totalportefølje var avkastningen siste år 16,2 prosent, hvilket var 1,7 prosentpoeng svakere enn for totalreferanseporteføljen. For treårsperioden 2001-2003 var totalporteføljens avkastning i gjennomsnitt lik avkastningen for totalreferanseporteføljen.

PENGEVEKTET AVKASTNING

De to avkastningsbegrepene tidsvektet og pengevektet avkastning skiller seg ved at tidsvektet avkastning har som utgangspunkt at hver dag teller like mye, uansett investert beløp, mens pengevektet avkastning beregnes ved å la hver krone investert telle like mye.

I tabell 3 er den pengevektede avkastningen for fondets norske aksjeportefølje og for den nordiske aksjeporteføljen vist sammen med den tidsvektede avkastningen for de samme periodene som i tabell 1. Beregningene som ligger bak tabell 3 er for periodene som går lengre tilbake enn 2001, basert på visse bereg-

ningstekniske forenklinger. Det antas derfor at beregningene har en feilmargin på +/- 0,2 prosentpoeng.

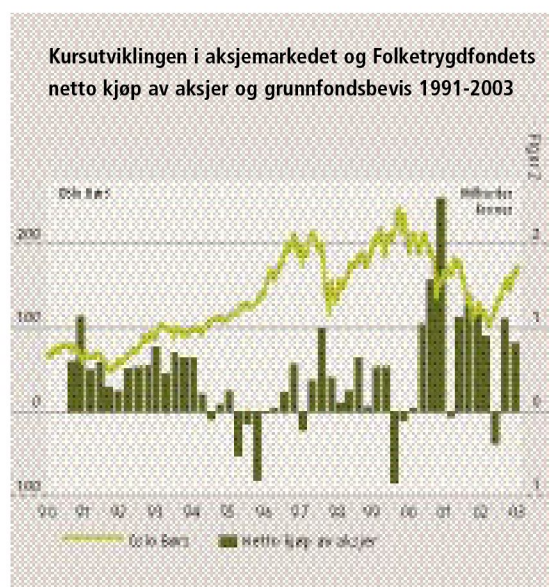
Det har ikke vært tilførsel eller uttak fra fondets kapital i den perioden som er vist i tabell 2. Det medfører at det ikke er forskjell mellom pengevektet og tidsvektet avkastning for fondets totalportefølje. For renteporteføljen er det en viss forskjell, men denne er langt mindre enn for aksjeporteføljene.

Fondets investering i aksjemarkedet har i tråd med fondets investeringsfilosofi vært bygget opp gradvis over hele perioden. Som det fremgår av figur 2 har fondets aksjeinvesteringer i stor grad vært foretatt motsyklisk. Vi ser dette spesielt i 2001 og 2002 hvor det ble foretatt store kjøp i den norske aksjeporteføljen, på lavere kursnivåer enn det markedet kunne vise til i periodene før disse kjøpene. I 2003 ble det også foretatt store nettokjøp, denne gangen i den nordiske aksjeporteføljen. Vi ser noe av det samme i 1998, og ved at det i andre perioder med høye kursnivåer kun var mindre kjøp, eller salg av aksjer.

Den pengevektede avkastningen for den norske aksjeporteføljen har for 10-årsperioden 1994-2003, som følge av fondets motsykliske investeringshistorie, vært noe høyere enn den tilsvarende tidsvektede avkastning.

RISIKO

Det kan benyttes ulike metoder for beregning av risikoen knyttet til investeringer i ulike verdipapirer. I dagligtale omtales ofte begrepet risiko som faren, eller sannsynligheten, for at noe kan gå galt. I finans teorien vil normalt såkalte gale utfall, dvs. perioder med kursfall, ha sitt motstykke i muligheten for at resultatet også kan bli bedre enn forventet. Det forhold at en investering anses å være forbundet med risiko, innebærer således at det er en viss målbar sannsynlighet for at man kan oppnå enten en gevinst eller alternativt et tap. Et mye brukt risikomål er standardavviket til avkastningen på en portefølje. Standardavviket indikerer i hvilken grad avkastningen varierer over tid. I finansmarkedene har det historisk vært slik at avkastningen i ulike påfølgende tidsperioder har vekslet mellom stabil utvikling og stor turbulens. Det beregnede standardavviket vil derfor kunne variere alt etter hvilke tidsperioder beregningene gjelder for. For perioden 1999-2003 var standardavviket for FTFs totalportefølje 3,6 prosentpoeng, mens den gjennomsnittlige årlige avkastningen for denne perioden var 7,3 prosent. Et standardavvik på 3,6 prosentpoeng sammenholdt med en gjennomsnittlig avkastningsrate på 7,3 prosent gir, under visse forutsetninger, uttrykk for at den årlige avkastningen i to av tre år kan forventes å ligge mellom 3,7 og 10,9 prosent. Tall for perioden 1998-

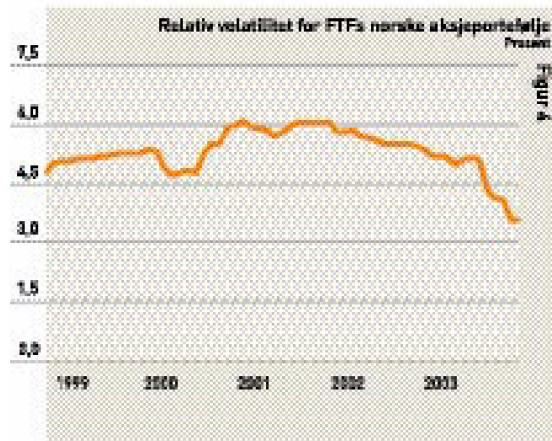
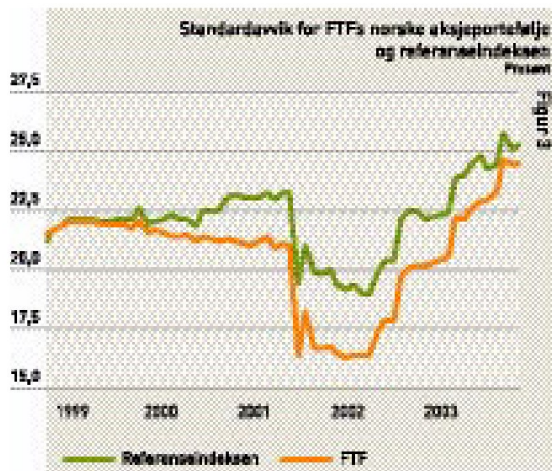


2003 viser at fondets verdikorrigerede avkastning for totalporteføljen faktisk har vært innenfor dette intervallet i 4 av 6 år, mens avkastningen i 2002 og 2003 var utenfor dette intervallet med en avkastning på hhv. 1,8 prosent og 16,2 prosent. Standardavviket til totalreferanseporteføljen var for perioden 1999-2003 på 3,8 prosentpoeng, dvs. at totalreferanseporteføljen var forbundet med noe høyere risiko enn fondets totalportefølje i denne perioden.

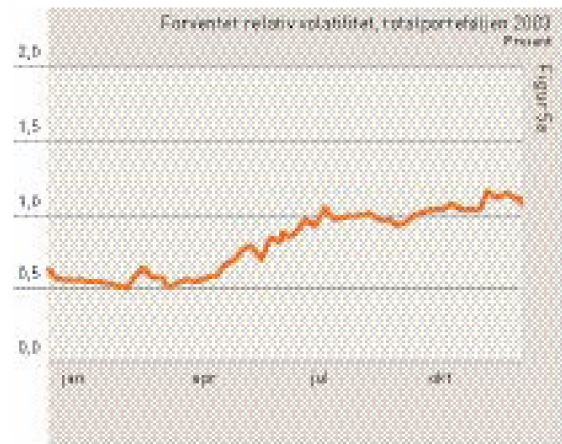
For fondets renteportefølje var standardavviket for perioden 1999-2003 på 2,5 prosentpoeng, mens den årlige avkastningen var på 7,4 prosent. Standardavviket til renteporteføljen var således lavere enn for totalporteføljen, hvilket reflekterer at renteporteføljen har lavere risiko enn totalporteføljen. Dette har sammenheng med at standardavviket til totalporteføljen også reflekterer risikoen i aksjeporteføljen, som naturlig nok er vesentlig høyere enn for renteporteføljen. Standardavviket for referanseporteføljen til renteporteføljen var for den samme femårsperioden på 2,9 prosentpoeng.

For fondets portefølje av norske aksjer (og grunnfondsbevis) var standardavviket for perioden 1999-2003 på 20,9 prosentpoeng, som var 1,8 prosentpoeng lavere enn standardavviket til den norske aksjeporteføljens referanseindeks.

Beregningsresultatene i tabell 4 viser at standardavviket for FTFs aksjeportefølje har vært lavere enn referanseindeksens standardavvik også dersom en måler standardavviket for kortere perioder. Kombinasjonen av bedre avkastning og lavere risiko, målt ved standardavviket, indikerer at FTF har hatt en fordelaktig porteføljesammensetning i denne perioden, jf. tabell 4.



Det forhold at standardavviket til avkastningsseriene for FTFs aksjeportefølje (målt på basis av løpende 36 måneders avkastningstall) som er vist i figur 3 var fallende frem til sommeren 2002 mens referanseindeksen først viste en oppgang i standardavviket og senere en svakere nedgang enn for FTF, har medført at den historiske relative volatiliteten for FTFs norske aksjeportefølje økte i løpet av 2000 og holdt seg på dette nivået i ett års tid. For 36 måneders perioden frem til 2. halvår 2003 steg standardavviket både for FTFs norske aksjeportefølje og for referanseindeksen, men raskere for FTFs portefølje. I 2003 har dermed forskjellen i standardavvik for fondets norske aksjeportefølje og referanseindeksen blitt noe redusert. Samtidig har den historiske relative volatilitet også blitt redusert. Den viktigste bidragsyteren til denne utviklingen er at innslaget av særskilt bedrifts-spesifikk risiko i referanseindeksen fra selskaper som ikke inngår i FTFs norske aksjeportefølje, først steg og deretter ble redusert i takt med at IT-boblen sprakk. I figur 4 vises økningen i relativ volatilitet som den ulike avkastningsutviklingen for FTFs norske aksjeportefølje og referanseindeksen har medført.



(Kurven beskriver utviklingen basert på løpende 4-årsperioder.)

De to risikomålene standardavvik og relativ volatilitet viser altså en ulik utvikling for FTFs norske aksjeportefølje. I den første perioden (frem til 2001 i de to figurene) reduseres standardavviket for FTFs norske aksjeportefølje mer enn referanseindeksens standardavvik, samtidig som relativ volatilitet derimot økte. I 2002 og 2003 økte altså standardavviket til FTFs norske aksjeportefølje mer enn for referansein-

RELATIV VOLATILITET

Begrepet relativ volatilitet gir uttrykk for hvor mye avkastningen på porteføljen varierer (positivt eller negativt) i forhold til utviklingen i referanseporteføljen. En kan måle relativ volatilitet for FTFs aksjeportefølje ved å ta utgangspunkt i f.eks. den månedlige avkastning for hhv. FTFs aksjeportefølje og referanseindeksen og beregne differanseavkastningen, dvs. forskjellen i avkastning mellom FTFs aksjeportefølje og referanseindeksen. Ved å måle standardavviket til den månedlige differanseavkastningen finner en den historiske relative volatiliteten. I risikostyringen er imidlertid ikke den historiske relative volatiliteten et egnet styringsverktøy, som følge av at porteføljesammensetningen vil endres over tid. For å få med seg effekten av nye

selskaper, som enten inngår i porteføljen, i indeksen eller i begge, eller effekten av andre porteføljeendringer må det tas utgangspunkt i de porteføljevекter som gjelder på det tidspunkt for hvilket den forventede volatilitet skal beregnes. En kan da få et uttrykk for den forventede relative volatiliteten. Det finnes flere måter å gjennomføre beregninger av forventet relativ volatilitet på. FTF benytter en metode for å beregne forventet volatilitet hvor en simulerer mange utfall av hhv. aksjemarkedet og rentemarkedet. I hvert av de simulerte utfallene prises hhv. FTFs portefølje og referanseporteføljen. Forskjellen i avkastning for FTFs portefølje og referanseporteføljen i hvert av de simulerte utfallene er grunnlaget for å beregne forventet relativ volatilitet.

deksen (men er fortsatt mindre enn for referanseindeksen) samtidig som relativ volatilitet ble redusert.

Det kan synes som et paradoks at FTFs aksjeportefølje synes å ha hatt en annerledes utvikling i risikonivået når en fokuserer på relativ volatilitet, enn vurdert ut fra standardavviket. Dette forholdet tilsier at en i risikostyringen og -oppfølgingen ikke ensidig bør fokusere på ett enkelt risikomål, men helst bør se på flere ulike risikomål og hvordan disse utvikler seg over et lengre tidsrom.

Relativ volatilitet som vist i figur 4 og i tabell 4 er historisk relativ volatilitet. I risikostyringen er ikke historisk relativ volatilitet et egnet styringsverktøy, jf. egen boks om relativ volatilitet. FTFs styre har derfor fastsatt rammer for forvaltningen knyttet til forventet relativ volatilitet. Forvaltningen har i 2003

vært klart innenfor de rammer styret har satt på delporteføljenivå og for totalporteføljen. Utviklingen gjennom året for forventet relativ volatilitet er vist i figur 5a for totalporteføljen, i figur 5b for renteporteføljen og i figur 5c for den norske aksjeporteføljen. Forventet relativ volatilitet for den nordiske aksjeporteføljen har vært svært lav og var på det høyeste 0,76 prosent i forbindelse med en større endring i referanseindeksen. Det reflekterer det forhold at FTF i 2003 fulgte en nokså rendyrket indekseringsstrategi for investeringer i utenlandske aksjer. Økningen i forventet relativ volatilitet for den norske aksjeporteføljen fra et nivå på 3,2 til 4,0 prosentpoeng skyldes hovedsaklig kursutviklingen i 2003 og endringer i indekssammensetningen.

REGLEMENT FOR FOLKETRYGDFONDET

58

Regler om administrasjon av Folketrygdfondet og om forvaltning av midlene, revisjon m.v. Fastsett av Stortinget 20. juni 1997 i medhold av § 23-11 fjerde ledd i lov av 28. februar 1997 nr. 19 om folketrygd, med siste endring av 15. desember 2003.

§ 1

De midler som blir overført til Folketrygdfondet i medhold av § 23-11 annet ledd i lov om folketrygd, skal forvaltes av et styre. Styret forvalter også rentene av disse midlene.

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

§ 2

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

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

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

Styret skal ha sete i Oslo.

§ 3

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

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

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

§ 4

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

Utgifter til forvaltning av Folketrygdfondet dekkes av fondets midler.

Administrerende direktør i Folketrygdfondets administrasjon beskikkes av Kongen i statsråd. Folketrygdfondets styre kan avgi uttalelse før stillingen besettes, jf. kgl. res. av 11. desember 1983.

De øvrige tjenestemenn tilsettes i henhold til reglene i fondets personalreglement. Deres lønns- og arbeidsvilkår fastsettes av styret med orientering til vedkommende departement.

Styret har ansvaret for å fastsette nærmere instruks for direktøren.

§ 5

Styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet. Styret skal påse at det er etablert et betryggende risikostyringssystem for fondets forvaltning.

Fondets midler kan plasseres i norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater, som kontolån til statskassen og som innskudd i forretnings- og sparebanker. Innenfor en ramme på 20 prosent av forvaltningskapitalen kan fondets midler plasseres i aksjer notert på norsk børs eller på børs i Danmark, Finland eller Sverige, og, etter godkjenning fra Finansdepartementet, i aksjer i norske selskaper ellers hvor aksjene er gjenstand for regelmessig og organisert omsetning, børsnoterte grunnfondsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper, og børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper. Plassering i aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige må samlet ikke overstige 20 prosent av Folketrygdfondets ramme for aksjeplasseringer. Innenfor rammen for aksjeplasseringer kan fondet delta i emisjoner i ikke-børsnoterte aksjer i norske selskaper som har søkt eller har konkrete planer om å søke børsnotering. Selskapene skal være notert på den såkalte OTC-listen, som administreres av Norges Fondsmeglerforbund. Plassering i denne type aksjer kan ikke overstige 2,5 prosent av rammen for aksjeplasseringer.

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

Fondet kan videre, innenfor den samlede rammen på 20 prosent av fondskapitalen, gå inn med egenkapitalinnskudd i form av ikke-børsnoterte papirer, i tilfelle hvor fondet står i fare for å lide betydelige tap på plasseringer i obligasjoner. Dette må i så fall være

ledd i en koordinert aksjon, hvor en dominerende gruppe av kreditorene deltar, og hvor siktemålet for fondet alene er å trygge fondets egne interesser.

Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondsbeviskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 3 prosent av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland og Sverige. Styret kan ta opp kortsiktige lån dersom dette finnes hensiktsmessig.

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

§ 6

Styret skal sørge for at det ved utgangen av hvert kalenderår blir utarbeidet årsberetning og for at det blir satt opp regnskap og balanse i samsvar med grunnforutsetningene om ordentlig regnskapsføring og med forsiktig og god regnskapsskikk. Årsregnskapet skal være underskrevet og ferdig til revisjon senest 15. mars.

§ 7

Revisjonen av regnskapene skal utføres av Riksrevisjonen.

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

§ 8

Alle som deltar i fondsforvaltningen i medhold av disse regler, har taushetsplikt etter forvaltningsloven § 13 til 13e.

§ 9

Kongen kan gi nærmere regler om fondsforvaltningen og treffe nærmere bestemmelser til utfylling og gjennomføring av reglene. Kongen kan i særlige tilfeller dispensere fra § 5.

§ 10

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

FOLKETRYGDFONDETS ADMINISTRASJON

60



Tore Lindholt
Administrerende direktør

AKSJEAVDELINGEN

- forvaltning av porteføljen av egenkapitalinstrumenter
- strategiutvikling og forvaltningsmetodikk
- markeds- og investeringsanalyser
- oppfølging av utviklingen i enkeltelskaper



Rune Selmar
Investeringsdirektør



Nils Bastiansen
Stedfortredende investeringsdirektør



Vigdis Merete Almestad
Porteføljeforvalter



Ann Kristin Brautaset
Porteføljeforvalter



Per Gunnar Rymer
Porteføljeforvalter



Tore Været
Porteføljeforvalter



Lill E. Aafoss
Porteføljeforvalter

RENTEAVDELINGEN

- forvaltning av porteføljen av renteinstrumenter, likviditetsoppfølging og -styring
- strategiutvikling og forvaltningsmetodikk
- markeds- og investeringsanalyser
- konjunkturrapportering og makroøkonomiske analyser



Bjarne Andersson
Fungerende investeringsdirektør



Anett Christin Hansen
Makroanalytiker



Hege Huse
Porteføljeforvalter



Lars Tronsgaard
Visedirektør

ANALYSEAVDELINGEN

- rapportering og analyser om avkastnings- og risikoutvikling m.v.
- utvikling av metoder og systemer for risikoovervåking og -styring



Jørn Nilsen
Analysejef



Vetle Bolstad
Finansanalytiker



Geirr Ellefsen
Finansanalytiker



Jørn Terje Krekling
Finansanalytiker

ADMINISTRASJONSAVDELINGEN

- administrativ drift og saksbehandling
- organisasjonsutvikling og personalfunksjoner
- resepsjons-, sentralbord- og sekretærfunksjoner, arkiver m.v.



Lisbeth Johansen
Administrasjonssjef



Kari Margrethe Gigernes
Resepsjonsekretær



Mai Lindegård
Administrasjonsekretær



Eva Sletten
Administrasjonskonsulent



Lisa Wennesland
Sjefssekretær

ØKONOMIAVDELINGEN

- regnskapsføring og budsjettoppfølging, kontrollfunksjoner og rapportering
- oppgjør vedrørende kjøp/salg av verdipapirer
- drift og overvåking av IT-systemene



Rune Møien
Økonomisjef



Edel Schøyen Cederkvist
Regnskapskonsulent



Jostein Haugen
Økonomikonsulent



Monika Paulsen
Oppgjørskonsulent

PURPOSE AND OPERATIONS

62

ESTABLISHMENT:

The National Insurance Scheme Fund was established pursuant to the National Insurance Act of 17 June 1966. Regulations regarding the management of the Fund are stipulated by the Storting (Parliament).

PURPOSE:

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

BOARD OF DIRECTORS:

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

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

OPERATIONS:

The Fund's capital may be invested in

- Norwegian bearer bonds and commercial paper
- sight deposits with the Treasury
- shares in companies listed on Norwegian, Swedish, Finnish or Danish stock exchanges

- shares in companies listed on the Norwegian OTC-list (under certain conditions)
- listed primary capital certificates in Norwegian savings banks, loan associations and mutual insurance companies and
- listed convertible bonds and listed bonds with purchase options on shares in Norwegian companies.

The Fund may own shares and other equity instruments for up to 20 per cent of the Fund's total capital. The total value of investments in shares listed on Danish, Finnish or Swedish stock exchanges must not exceed 20 per cent of the Fund's limit for share investments. The total value of investments in shares quoted on the Norwegian OTC-list must not exceed 2.5 per cent of the Fund's limit for share investments.

The Fund may have an interest of up to 15 per cent of the total share capital or total primary capital certificates of an individual company. The Fund may have an interest of up to 3 per cent of the total share capital of an individual company in Denmark, Finland or Sweden.

AUDIT:

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

Skogen og miljøet

Verdens befolkning øker stadig. Dette medfører krav om økonomisk vekst, som igjen fører til at verdens energibehov blir større. 80% av verdens energiforbruk dekkes i dag av fossilt brensel – kull, olje og gass.



Utbredelse eik

Fakta:

Eikeskogen

Eik er det treslag som blir eldst i Norge. Flere steder i Sør-Norge vokser det eiker som er over 800 år gamle. Dagens eikeskoger er bare små rester av de større edelløvs-skogene som dekket mesteparten av lavlandet i stein- og bronsealderen. Sommerek er den vanligste, og her sitter nøttene på stilk. På vinterek sitter nøttene direkte på greinene. Vinterek beholder ofte det visne løvet på om vinteren.

Energiproduksjon fra fossilt brensel medfører utslipp av karbondioksid (CO₂) og andre gasser til atmosfæren. Disse drivhusgassene kan føre til klimaendringer som økt temperatur, høyere vannstand, flom og tørke.

Mange politiske tiltak er satt i gang, både nasjonalt og internasjonalt, for å begrense utslipp av klimagasser. Kyotoprotokollen fra 1997 er et slikt internasjonalt tiltak. Dette forplikter industrilandene til i 2010 å ha redusert sine utslipp av klimagasser med vel 5% i forhold til 1990.

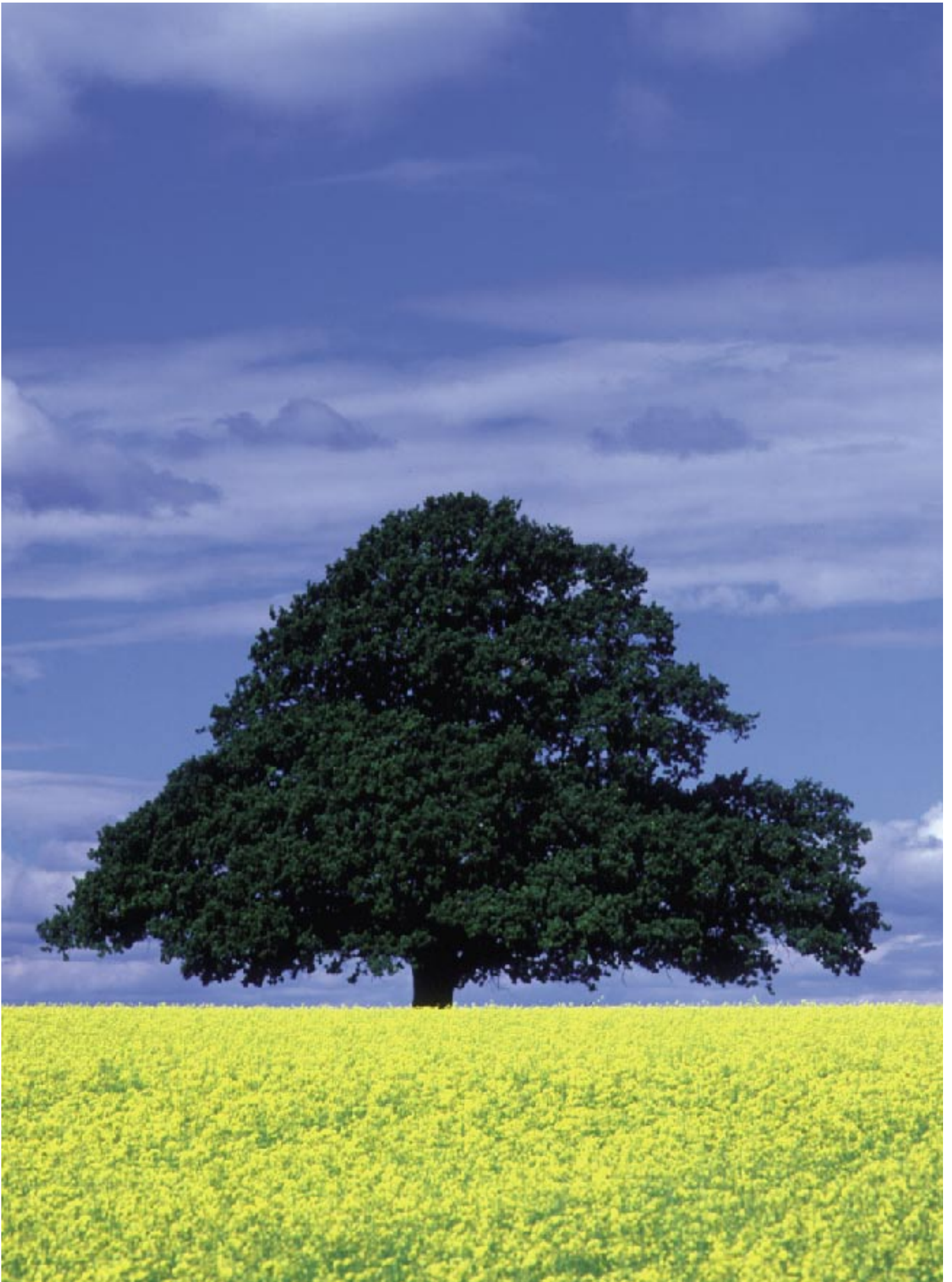
Det er en stor utfordring å forskyve verdens energiforbruk fra ikke fornybare fossile produkter over til fornybare ressurser, slik at våre behov i størst mulig utstrekning kan dekkes som en integrert del av naturens store kretsløp.

Mer skog – en vei å gå?

Trær forbruker CO₂ i sin produksjon av biomasse. Skog er derfor, ved siden av havet, den viktigste kilden til naturlig karbondioksidopplagring. Havet dekker 70% av klodens overflate og står for 40% av verdens biomasse. Skogen dekker bare 10% av jordens overflate, ca. 1/3 av landarealet, men står for vel 40% av biomassen. Med andre ord: Store skogressurser binder store mengder CO₂.

Skogplanting kan altså bidra til at nivået av klimagasser i atmosfæren reduseres. Ny skog og skog i vekst vil være viktige bidrag til å binde CO₂. I Kyotoprotokollen oppfordrer man til å bruke skog for å skape et bærekraftig samfunn. Verdens skoger inneholder i dag 383 milliarder kubikkmeter tømmer, som tilsvarer nesten 600 milliarder tonn bundet CO₂. I en global sammenheng tilsvarer dette 20-25 års utslipp av CO₂ fra fossilt brensel.

Mange mener at det burde være mulig å fordoble verdens skogressurser på 50 år. Til sammenligning er skogressursene blitt mer enn halvert i løpet av de siste 150 år, delvis på grunn av nedhuggingen av regnskogen. En slik skogreising vil kunne binde bortimot 50% av det fossile utslippet av CO₂ på dagens nivå.



EXTRACTS OF DIRECTORS' REPORT FOR 2003

66

INTRODUCTION

Though economic indicators for Europe showed a positive trend, there was weak overall production growth for 2003 as a whole. GDP for Mainland Norway increased by 0.6 per cent during the year.

At the beginning of 2003, Norwegian interest rate levels were considerably higher than in other European countries. During the year, Norges Bank (the central bank of Norway) implemented seven interest rate cuts, whereby the key rate was reduced from 6.5 to 2.25 per cent. As a consequence, the 3-month money market rate declined from 6.3 to 2.4 per cent, while the ten-year government bond yield was down from 5.8 per cent at the beginning of the year to 4.6 per cent at year-end. The large interest rate differential versus Germany at the beginning of 2003 was thus notably reduced by the end of December. While the value of the Norwegian krone depreciated significantly relative to the euro during the year, it strengthened against the US dollar.

The slide in share prices over the past few years was followed by a new upturn from end-February 2003. The benchmark index on Oslo Børs (the Oslo Stock Exchange) rose 48.4 per cent during the year. The rise in share prices was reinforced by the decline in the Norwegian krone rate.

PROFIT AND LOSS ACCOUNT AND BALANCE SHEET

Two different profit terms are used in the accounts of Folketrygdfondet (the National Insurance Scheme Fund): realised profits and value-adjusted profits. Realised profits represent realised income less administrative expenses and management costs. Value-adjusted profits are realised profits with the addition of changes in unrealised gains/losses on securities and thus represent the increase in the Fund's capital based on the market value of the securities portfolio.

Realised profits totalled NOK 7 331 million in 2003, representing a rate of return of 5.4 per cent (compared with NOK 5 193 million and 4.0 per cent respectively in 2002). The increase in realised profits in 2003 can mainly be attributed to a major improvement in realised gains on securities. The Fund recorded total income of NOK 7 363 million in 2003 (NOK 5 225 million), with total interest income at NOK 6 219 million (NOK 7 114 million). Dividends received came to NOK 831 million (NOK 552 million), while other income (guarantee

commissions and income from equities lending) was NOK 1 million, down from NOK 2 million the previous year. Realised gains on securities totalled a net NOK 312 million, compared with a NOK 2 443 million loss in 2002, representing gains of NOK 683 million on sight deposits, bonds and commercial paper and a loss of NOK 371 million on shares and primary capital certificates.

The Fund's administrative expenses were NOK 32.3 million in 2003, a rise of NOK 0.2 million on the previous year. Salaries, remuneration to board members and social costs represented 51.7 per cent of total administrative expenses in 2003, on a level with the previous year.

Value-adjusted profits came to NOK 22 198 million in 2003 (NOK 2 444 million in 2002), corresponding to a rate of return of 16.2 per cent (1.9 per cent). Unrealised gains on securities were up NOK 14 867 million, while there was a NOK 2 749 million reduction the previous year. Gains on sight deposits, bonds and commercial paper were up NOK 5 908 million parallel to a NOK 8 959 million rise in gains on shares and primary capital certificates. The significant increase in unrealised gains is a consequence of the steep rise in share prices and reduction in interest rate levels during the year.

The value-adjusted return on the Fund's interest-bearing securities was 11.1 per cent in 2003 (8.8 per cent). The rate of return on investments in Norwegian shares and primary capital certificates in the form of dividends, realised gains and changes in unrealised gains was 47.0 per cent, compared with a negative return of 27.5 per cent in 2002. The return on international shares was 45.0 per cent, while there was a negative return of 43.5 per cent the previous year. It should be noted that calculations of returns for 2003 are based on the international standard GIPS. Rates of return for the years 1998 through 2002 have been restated according to this standard and may thus deviate slightly from return figures presented earlier.

With the addition of profits for the year, the Fund's total capital was NOK 158 331 million as at 31 December 2003, of which unrealised gains on securities represented NOK 15 412 million or 9.7 per cent. There were unrealised gains of NOK 8 659 million on holdings of sight deposits, bonds and commercial paper, while unrealised gains on investments in shares etc. came to NOK 6 753 million.

THE FUND'S INVESTMENT ACTIVITY

Every year, the Ministry of Finance stipulates a maximum limit for net increases in the Fund's investments in corporate and municipal securities (bonds, commercial paper, bank deposits, shares, primary capital certificates and convertible bonds). For 2003, this limit was set at NOK 2.0 billion. Pursuant to the rules stipulated by the Ministry regarding investments in government securities, the Fund is free to invest up to a maximum of NOK 5 billion in government and government-guaranteed bonds in the primary and secondary markets. As a general rule, other investments in government securities should be in the form of sight deposits with the Treasury according to prevailing market terms for outstanding government loans. The Fund is free to choose the government bonds and commercial paper on which the terms for the individual investments in sight deposits should be based. Last year, the Fund was also authorised to enter into interest rate swaps and corresponding derivative contracts with the Norwegian government, represented by the Ministry of Finance, in connection with the Fund's sight deposit transactions.

As the return realised on securities holdings is continuously reinvested, the Fund's capital increases over time. Prevailing regulations stipulate relatively strict limits for the allocation of assets. Based on the rise in capital managed by the Fund through 2003, holdings of securities rose by a total of NOK 7 481 million (according to book value, i.e. acquisition cost). The increase comprised NOK 5 567 million in government and government-guaranteed securities and NOK 1 914 million in corporate and municipal securities (including bank deposits). The portfolio of corporate and municipal interest rate instruments declined by NOK 112 million, while the portfolio of equity instruments expanded by NOK 2 026 million.

The Fund's holdings of securities, including bank deposits, totalled NOK 139 400 million as at 31 December 2003 according to book value. The portfolio's market value at the end of the year was NOK 154 812 million, which is 11.1 per cent above book value.

A breakdown of the Fund's securities portfolio according to book value as at 31 December 2003 shows that 82.6 per cent represented interest-bearing securities and 66.3 per cent government and government-guaranteed securities. Based on market values, the corresponding figures were 79.9 per cent and 64.7 per cent respectively.

Interest rate instruments

The Fund's holding of sight deposits, bonds and commercial paper totalled NOK 114 184 million as at 31 December 2003 according to book value, an increase of NOK 4 678 million since the end of 2002. The market value of the holdings of sight deposits, bonds and commercial paper was NOK 122 843 million, which is NOK 8 659 million or 7.6 per cent above book value.

During 2003, the portfolio of sight deposits, government and government-guaranteed bonds and commercial paper increased by NOK 5 567 million, totalling NOK 92 364 million at year-end (book value). Sight deposits with the Treasury rose by NOK 6 178 million to NOK 86 756 million, which represented 62.2 per cent of the Fund's total investments, compared with 61.1 per cent at the end of 2002. The Fund's market portfolio of government securities represented NOK 4 524 million at end-December 2003, an increase of NOK 62 million since year-end 2002.

The holding of corporate and municipal bonds and commercial paper was brought down by NOK 888 million during the year and stood at NOK 21 820 million (book value) as at 31 December 2003, corresponding to 15.6 per cent of total investments (17.2 per cent). Bonds and commercial paper issued by financial institutions represented 71.8 per cent (64.6 per cent).

Deposits with banks were NOK 922 million at year-end 2003, compared with NOK 145 million a year earlier.

The decline in the holding of non-government interest rate instruments must be viewed in light of the fact the Fund is subject to a maximum limit for annual increases in the holding of non-government securities. In 2003, the Board considered it prudent to increase equity instruments beyond the stipulated limit, which necessitated a reduction in the portfolio of non-government interest rate instruments.

Equities etc.

The Fund's equity investments totalled NOK 24 291 million (book value) as at 31 December 2003, of which NOK 24 175 million represented shares and NOK 116 million primary capital certificates. NOK 19 159 million of equity investments represented shares listed on Oslo Børs and NOK 5 016 million shares listed on the Danish, Finnish and Swedish exchanges.

The Fund's portfolio of shares listed on Oslo Børs was reduced by NOK 1 688 million in 2003, mainly as a result of the sale of shares in connection with tender offers. The holding of primary capital certificates was unchanged during 2003. The portfolio

of international shares grew by NOK 3 714 million, which reflects an increase in the Fund's limit for investments in shares listed on the Danish, Finnish and Swedish exchanges as from 2003.

The market value of investments in shares and primary capital certificates totalled NOK 31 044 million at year-end 2003. Unrealised gains came to NOK 6 753 million, representing 21.8 per cent of market value.

At year-end, the Fund carried investments in shares and primary capital certificates in 40 companies listed on Oslo Børs, down from 44 companies a year earlier. The Fund had investments in a total of 26 companies listed on the Danish, Finnish and Swedish exchanges.

At the end of 2003, the Fund's market share represented 3.2 per cent of the total market capitalisation of the companies listed on Oslo Børs, as against 3.4 per cent at the end of 2002.

The Fund's portfolio of shares and other equity instruments represented 17.4 per cent of total investments as at 31 December 2003 (16.9 per cent). In accordance with rules laid down by the Norwegian parliament, the Fund has the right to place up to 20 per cent of its recorded capital in shares etc. The Fund's investments in Norwegian and international shares etc. represented 17.0 per cent (16.4 per cent) of the Fund's capital. Shares in companies listed on the Danish, Finnish and Swedish stock exchanges represented just below 3.5 per cent of recorded capital, while the limit for such investments has been set at 4 per cent.

INVESTMENT POLICY AND RETURNS

The Fund's investment strategy and operations are based on its role as a financial investor whose investment decisions are made in a long-term perspective, with greater emphasis on the fundamentals of and trends in the real economy than on short-term market fluctuations.

The Fund aims to achieve a higher long-term return than reference (benchmark) portfolios while the Fund's portfolio structure implies a lower risk level than that represented in the reference portfolios.

In 2003, the Fund achieved its best results since 1993. The decline in interest rate levels and strong rise in share prices gave a major increase in the value of both the portfolio of interest rate instruments and the Norwegian share portfolio. The depreciation of the Norwegian krone also contributed to a significant rise in value of the international share portfolio.

The return on the Fund's holding of interest rate instruments (sight deposits, bonds and commercial

paper) was 11.1 per cent in 2003, compared with a return on the reference portfolio of 12.2 per cent. The differential is due to the fact that in order to limit interest rate risk, the Fund has chosen a lower duration for interest rate instruments compared with the reference portfolio.

In this connection, it should be noted that during 2003, both short-term and long-term interest rates fell to the lowest level registered for several decades. Though short-term interest rate trends remain highly uncertain, an increase in bond yields will imply a decline in bond prices which will be greater the longer the life of the bond. The Fund's commitment to maintaining a moderate portfolio risk implies that it places greater emphasis on achieving stable year-on-year returns than is the case for the reference portfolio. Seen in isolation, the fact that the duration in the Fund's portfolio, i.e. the average term of the sight deposits, bonds and commercial paper included in the portfolio, is lower than the duration in the reference portfolio will make the Fund show a higher return than the reference portfolio in years with rising interest rates and lower returns in years with declining interest rates. Over time, however, returns will be higher the higher the duration, as bond yields will normally be higher the longer the life of the bond. This has influenced the choice of reference index.

The relatively high return recorded by the Fund in 2003 can be attributed to the extraordinary slide in interest rates, which in turn gave a significant rise in the value of interest rate instruments. For the five-year period from 1999 to 2003, the average annual return was 7.4 per cent, compared with 7.6 per cent for the reference portfolio.

After a slide in share prices in international stock markets during the three preceding years, there was a new upturn starting in February/March 2003. As a consequence of the depreciation of the NOK exchange rate coupled with relatively high oil prices, the rise in share prices was particularly strong in the Norwegian market. Oslo Børs' benchmark index - OSEBX - climbed 48.4 per cent in 2003, which is the largest increase during a single year since 1993.

The return on the Fund's portfolio of shares and primary capital certificates listed on Oslo Børs was 47.0 per cent in 2003, 1.4 percentage points below the reference index OSEBX. The lower return can be attributed to the fact that the Fund's portfolio contains different companies than the reference index and that some companies not included in the Fund's portfolio recorded relatively strong returns in 2003.

Based on the Fund's investment policy and risk profile in the Norwegian stock market, the Fund will tend to show returns above the reference index

in a falling market and slightly weaker returns in periods with particularly high growth in share prices. In structuring its share portfolio, the Fund attaches great importance to the companies' documented earnings capacity, risk profile, development strategies and long-term earnings potential, as well as value creation models and standards of corporate governance. The Fund's share portfolio therefore comprises a number of companies characterised by sound and stable long-term earnings whose share prices are less volatile than the general market trend. The Fund's overweighting of investments in these companies compared with the composition of the reference index helps reduce the downside risk in the portfolio while, on the other hand, the risk is higher in terms of relative volatility.

The Fund has outperformed the reference index in five of the last ten years. In each of the four years with sliding stock markets, the Fund clearly outperformed the reference index. During the period from 1994 to 2003, the average annual return on the Fund's portfolio of shares and primary capital certificates was 7.7 per cent, while the return on the reference index was 6.5 per cent.

During the five-year period from 1999 to 2003, the Fund recorded an average annual return on the share portfolio of 6.9 per cent, compared with a 4.3 per cent return on the reference index. Over the past four years, with a 42.2 per cent slide in share prices during the first three years and a 48.8 per cent increase in 2003, there was a negative average return of 4.0 per cent in the stock market, while the Fund recorded a positive average annual return of 0.8 per cent. Though the Fund shows a clearly higher return on its share investments than the reference index, the exceptionally weak trend in the stock market in recent years has contributed to an overall reduction in returns on the Fund's capital.

As mentioned above, the Fund's limit for investments in shares listed in Denmark, Finland and Sweden was raised with effect from 2003. As the Fund, as part of its counter-cyclical investment policy, increased its investments in the Norwegian stock market in the preceding years, it chose to channel the additional increase in the share portfolio into investments in the other Nordic countries in 2003. The Fund continues to follow a fairly consistent index strategy when structuring the portfolio of Danish, Finnish and Swedish shares. However, the Fund aims to gradually adopt a less rigorous strategy and thus make longer-term investment choices which over time will increase its chances of outperforming the reference index. Nevertheless, the limit for relative volatility will still be set at a notably lower level for the international than for the Norwegian share portfolio.

The Fund recorded a 45.0 per cent return on investments in Danish, Finnish and Swedish shares during 2003, 1.4 per cent below the return on the reference index. The differential can mainly be ascribed to taxes on dividends and brokers' commissions. FTSE NOREX 30 is used as reference index, though the Norwegian companies included in the index are excluded when calculating returns.

During the three years the Fund has invested in the other Nordic countries, it has recorded a negative average annual return of 10.8 per cent, while there was a negative average annual return on the reference index of 10.4 per cent. The negative average return is primarily a result of the significant drop in prices of shares included in the international portfolio in 2002. It is worth noting that during periods when share portfolios are expanded parallel to major fluctuations in share prices, time-weighted returns, as presented here, could give an incomplete and partly misleading picture of the actual return achieved on investments. In this case, the time-weighted return for the period from 2001 to 2003 indicates that the Fund has an (unrealised) loss on its share investments in the other Nordic countries. However, the market value of the international share portfolio was 9.0 per cent higher than the book value (acquisition cost) of the portfolio at end-December 2003. In addition, the Fund has received dividends on the investments. The money-weighted return on the Fund's investments over the past three years is thus clearly positive.

Overall, the Fund achieved a return of 16.2 per cent last year after administrative expenses, which is the second highest annual return in the Fund's history. The highest return was achieved in 1993, at 22.3 per cent, which resulted from exceptionally high returns on both interest rate instruments and equities (19.8 and 70.2 per cent respectively). However, the Fund's share investments represented a much higher percentage of overall investments in 2003 than in 1993, and the return on shareholdings now has a far greater impact on the return on total capital.

The Fund showed a return on total investments 1.7 percentage points below that achieved by the reference portfolio, which reflects the aforementioned lower return on interest rate instruments and the fact that the choice of reference index for the overall portfolio was based on a more rapid increase in the Fund's international share portfolio than was actually implemented.

The high return achieved in 2003 is a consequence of the Fund recording returns in both the interest rate and stock markets which were significantly higher than expected normal returns. For the five-

year period from 1999 to 2003, the Fund's average annual return on total capital was thus 7.3 per cent, 0.1 percentage points above the total reference portfolio.

In the opinion of the Board, the returns achieved in 2003 and the Fund's performance amid the volatile market conditions in recent years should be considered satisfactory.

MANAGEMENT CHANGES

The current managing director, Tore Lindholt, will leave his position on 3 April 2004 as his term of office expires. In a cabinet meeting on 20 January 2004, Rune Selmar, chief investment officer, was appointed new managing director for the National Insurance Scheme Fund for a term of office of six years.

KEY FIGURES

		2003	2002	2001	
Realised profits	NOK	7 331	5 193	6 493	million
Value-adjusted profits	NOK	22 198	2 444	5 323	million
Realised rate of return		5,4	4,0	5,2	per cent
Value-adjusted rate of return		16,2	1,9	4,1	per cent
Value-adjusted rate of return - interst-bearing securities		11,1	8,8	6,6	per cent
Value-adjusted rate of return - shares and primary capital certificates		47,0	-27,5	-9,6	per cent
Value-adjusted rate of return - shares in rest of Scandinavia		45,0	-43,5	1,5	per cent
Equity investments at year-end, book value	NOK	24 291	22 265	19 748	million
Equity investments at year-end, marked value	NOK	31 044	20 057	24 055	million
Total investments at year-end, book value	NOK	139 400	131 919	126 729	million
Total investments at year-end, marked value	NOK	154 812	132 464	130 023	million
Total capital at year-end, book value	NOK	142 919	135 588	130 395	million
Total value-adjusted capital at year-end	NOK	158 331	136 133	133 689	million

LITTERATUR

72

En historie om langsiktighet - skogbruket og skogindustrien

Under kroners tak, Norges skogeierforbund, 1988

I skogen året rundt, Sverre M. Fjellstad, Chr. Schibsteds Forlag A/S, Oslo, 2000

Trær - røtter i kulturhistorien, Olav Skard, Landbruksforlaget, Oslo, 2002

For skogens sak, Jon Lykke (red), Landbruksforlaget/De norske Skogselskap, 1998

Tid for skog, Norges skogbruksmuseum, Elverum, 2001

www.levendeskog.no

www.trefokus.no

Norsk Skogbruk

Under kroners tak, Norges skogeierforbund, 1988

I skogen året rundt, Sverre M. Fjellstad, Chr. Schibsteds Forlag A/S, Oslo, 2000

Trær - røtter i kulturhistorien, Olav Skard, Landbruksforlaget, Oslo, 2002

For skogens sak, Jon Lykke (red), Landbruksforlaget/De norske Skogselskap, 1998

Tid for skog, Norges skogbruksmuseum, Elverum, 2001

www.levendeskog.no

www.trefokus.no

Norsk skogindustri – historikk

Under kroners tak, Norges skogeierforbund, 1988

I skogen året rundt, Sverre M. Fjellstad, Chr. Schibsteds Forlag A/S, Oslo, 2000

Trær - røtter i kulturhistorien, Olav Skard, Landbruksforlaget, Oslo, 2002

For skogens sak, Jon Lykke (red), Landbruksforlaget/De norske Skogselskap, 1998

Tid for skog, Norges skogbruksmuseum, Elverum, 2001

www.levendeskog.no

www.trefokus.no

Norsk skogindustri i dag

www.norske-skog.com

www.borregaard.com

Skogen og miljøet

I skogen året rundt, Sverre M. Fjellstad, Chr. Schibsteds Forlag A/S, Oslo, 2000

Trær - røtter i kulturhistorien, Olav Skard, Landbruksforlaget, Oslo, 2002

For skogens sak, Jon Lykke (red), Landbruksforlaget/De norske Skogselskap, 1998

www.uio.no/miloforum

www.trefokus.no

Folketrygdfondet
Haakon VII's gate 2
Postboks 1845 Vika, 0123 Oslo
Telefon: 23 11 72 00
Telefax: 23 11 72 10
E-post: Folketrygdfondet@ftf.no
www.ftf.no

