



INNHOOLD

Formål og virksomhet	1
Nøkkeltall	2
Evne til lønnsom vekst	4
Styret i Folketrygdfondet	5
Styrets beretning for 2004	6
Resultatregnskap	14
Balanse	15
Regnskapsprinsipper	16
Revisjon	16
Noter til regnskapet	17
Markedsutviklingen i 2004	23
Porteføljeutviklingen i 2004	27
Avkastning og risiko i 2004	31
Folketrygdfondets administrasjon	38
Reglement for Folketrygdfondet	40

ENGLISH SUMMARY

Purpose and operations	42
Extracts of Directors' Report for 2004	43
Key figures	45

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 ikke-børsnoterte aksjer i norske selskaper som har søkt, eller har konkrete planer om å søke, børsnotering
- i børsnoterte grunnfondsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper og
- i børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper.

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

Finland eller Sverige skal ikke overstige 20 prosent av Folketrygdfondets ramme for aksjeplasseringer. Plasseringer i ikke-børsnoterte norske selskaper som har søkt, eller har konkrete planer om å søke, børsnotering skal ikke overstige 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
- Beskikker administrerende direktør
- Fastsetter utfyllende bestemmelser til reglementet

Finansdepartementet

- Fastsetter rammer og retningslinjer

Styret

- Har ansvaret for forvaltningen av fondets midler

Administrasjonen

- Forestår den løpende forvaltning



NØKKELTALL

1995–2004

<i>Tall i mill. kr.</i>	1995	1996	1997
Resultat/avkastning			
Verdikorrigert resultat	10 334	9 478	8 583
Verdikorrigert avkastningsrate	12,5 %	10,2 %	8,4 %
Egenkapitalplasseringer, avkastning Norge	12,2 %	31,4 %	25,9 %
OSEBX - avkastning	11,6 %	32,1 %	31,5 %
Egenkapitalplasseringer, avkastning Norden	-	-	-
NOREX - avkastning	-	-	-
Fremmedkapital avkastning	12,6 %	7,5 %	6,0 %
Referanseindeks renteporteføljen - avkastning	12,8 %	7,8 %	6,2 %
Markedsverdier			
Norske aksjer	11 642	13 240	16 796
Norske aksjer i %	12,5 %	12,9 %	15,1 %
Nordiske aksjer	-	-	-
Nordiske aksjer i %	-	-	-
Rentepapirer	81 577	89 277	94 302
Rentepapirer i %	87,7 %	87,1 %	84,9 %
Folketrygdfondets kapital	93 038	102 516	111 099

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
145	9 314	7 808	5 323	2 444	22 198	17 146
0,0 %	8,7 %	6,3 %	4,1 %	1,9 %	16,2 %	10,6 %
-23,1 %	35,4 %	7,1 %	-9,6 %	-27,5 %	47,0 %	36,5 %
-26,7 %	45,5 %	-1,7 %	-15,6 %	-31,1 %	48,4 %	38,5 %
-	-	-	-9,7 %	-43,5 %	45,0 %	18,9 %
-	-	-	-9,6 %	-43,5 %	46,4 %	19,6 %
3,9 %	4,7 %	6,1 %	6,6 %	8,8 %	11,1 %	5,2 %
4,1 %	4,6 %	5,6 %	6,8 %	8,8 %	12,2 %	7,2 %
14 114	19 904	21 037	23 053	19 176	25 575	33 783
12,7 %	16,5 %	16,4 %	17,2 %	14,1 %	16,2 %	19,2 %
-	-	-	1 002	882	5 469	7 058
-	-	-	0,7 %	0,6 %	3,5 %	4,0 %
97 125	100 621	106 996	109 263	116 010	127 210	134 249
87,3 %	83,5 %	83,4 %	81,7 %	85,2 %	80,3 %	76,5 %
111 244	120 558	128 366	133 689	136 133	158 331	175 477

En sommerkveld for noen år siden hadde jeg gleden av å sitte sammen med en person som hadde bygd opp en betydelig virksomhet gjennom et langt yrkesaktivt liv. Som utgangspunkt hadde han ikke hatt annen startkapital enn sitt eget initiativ. På det tidspunkt samtalen fant sted hadde virksomheten evnet å kombinere vekst og lønnsomhet over mange år. Bedriften var blitt omfattende både målt i omsetning, inntjening og arbeidsplasser.

Slike øyeblikk innebærer en mulighet for å lære. Jeg benyttet derfor anledningen til å stille spørsmål om hva som var hans viktigste lærdom fra egen virksomhet og om hvordan han kunne forklare de resultater som var oppnådd.

Som økonom hadde jeg ventet at samtalen ville dreie i retning av effektiv produksjon, god logistikk og vellykket markedsføring. Svaret jeg fikk overrasket meg. Det ble samtidig gitt med en autoritet bare dokumentert suksess kan fremskaffe. Hans mest vesentlige forklaring på egen fremgang var at han tidlig hadde innsett nødvendigheten av vekst. Han sa det omtrent slik: "Skal man lykkes i forretninger er det nødvendig å innse hvor viktig det er å vokse gjennom stadig å nå bedre resultater. I forretningslivet er stabilitet i resultatutviklingen det samme som tilbakegang."

Jeg skjønnte ikke poenget umiddelbart. Han tok seg heldigvis tid til å forklare tankegangen bak egen erfaring. Fritt gjengitt var hans lærdom som følger:

Utvikling av enhver virksomhet er en prosess der de nødvendige innsatsfaktorene er arbeidskraft og kapital. Kapital er en standard vare der det eksisterer en internasjonal pris på varen. Et kjennetegn ved arbeidsmarkedet er at varen ikke er standard. Virksomheters utvikling er derfor nært knyttet til hvor gode medarbeidere virksomheten har.

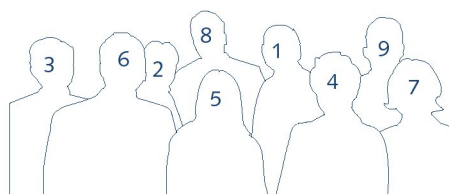
De beste medarbeiderne har stor grad av valgfrihet når de tar stilling til hvilke foretak de ønsker å arbeide for. De selskaper som har en foretrukket posisjon i arbeidsmarkedet har derfor et konkurransefortrinn fremfor sine konkurrenter. Det er all grunn til å tro at dyktige medarbeidere gjør et bevisst valg ved ansettelser. Slike kandidater vil normalt være opptatt av å få nye og større utfordringer over tid. Dette tilsier at de søker til selskaper som har vist evne til å vokse og som forventer vekst også i fremtiden.

Med vekstutsikter som en nødvendig forutsetning for å tiltrekke seg de dyktigste medarbeiderne i bransjen blir stabilitet i inntjening og størrelse en umulig situasjon for et selskap over tid. Manglende vekst tilsier at medarbeidere som "vil noe" slutter. Slike ansatte er ikke tilfreds med å gjøre det samme i år som i fjor. Når de beste medarbeiderne slutter begynner de ofte hos konkurrerende virksomheter. Da er tilbakegang resultatet.

Den virksomhet min samtalepartner hadde bygd opp fikk aldri tilført annen egenkapital enn en begrenset startkapital. Gjeld hadde han aldri vært glad i. Med slike rammebetingelser var vekst over tid ensbetydende med lønnsom vekst. Han måtte tjene penger for å investere.

Betydningen av evnen og viljen til vekst kan vanskelig overvurderes for en organisasjons langsiktige utvikling. For virksomheter som har god tilgang på kapital kan det likevel være nyttig å minne om at vekst både kan være verdiskapende og ødeleggende for verdiene i et selskap. Den økonomiske verdi av vekst er avhengig av om veksten gir tilfredsstillende avkastning på den kapital som må investeres for at veksttakten kan realiseres. Bare når investeringer i vekst gir høyere avkastning enn relevant kapitalkostnad er vekst verdiskapende.





MEDLEMMER

1. Rolf Sæther, Oslo – leder *
2. Anne Breiby, Ålesund – nestleder
3. Harald Ellefsen, Trondheim *
4. Vibecke Groth, Oslo *
5. Ingvild Myhre, Oslo
6. Per Arne Olsen, Tønsberg
7. Linda Orvedal, Flåm *
8. Roger H. Schjerva, Oslo
9. Oddvar Skaiaa, Grimstad *

PERSONLIGE VARAMEDLEMMER

- Trine-Lise Wilhelmsen, Oslo *
- Ernst Wroldsen, Tønsberg
- Monica Mæland, Bergen *
- Karine Nyborg, Bærum *
- Øyvind Böhren, Bærum
- Terje Søviknes, Lysekloster
- Petter Bjerksund, Bergen *
- Sonja Tinnesand, Stavanger
- Liv Skaaheim, Forde *

* Oppnevnt for perioden 15.05.2002–15.05.2006

De øvrige er oppnevnt for perioden 01.07.2004–30.06.2008

RESULTATREGNSKAP OG BALANSE

I Folketrygdfondets driftsregnskap benyttes to resultatbegreper, verdikorrigert resultat og realisert resultat.

Verdikorrigert resultat beløp seg for 2004 til 17 146 mill. kroner mot 22 198 mill. kroner året før. Det verdikorrigerede resultat viser fondets resultat inklusiv endring i urealiserte kursgevinster og representerer økningen i fondets kapital basert på markedsverdien av verdipapirporteføljen.

Verdikorrigert resultatet består av verdikorrigerte inntekter på 17 187 mill. kroner fratrukket fondets administrasjons- og forvaltningskostnader som utgjorde 40,9 mill. kroner. Verdikorrigerte inntekter er fordelt med 6 806 mill. kroner fra renteporteføljen og 10 381 mill. kroner fra aksjeporteføljen (aksjer og grunnfondsbevis). Inntektene for renteporteføljen og aksjeporteføljen inkluderer henholdsvis 121 mill. kroner og 187 mill. kroner som følge av at fondet inngikk avtale om en utenomrettslig løsning knyttet til tvangsinnløsning av fondets aksjer i Aker RGI. I tillegg har fondet tidligere år inntektsført påløpte renter på kravet, slik at fondet samlet sett hadde et krav på 366 mill. kroner overfor Aker RGI ved siste årsskifte.

Verdikorrigerte inntekter fra renteporteføljen er sammensatt av 5 956 mill. kroner i realiserte inntekter og 850 mill. kroner i endring urealiserte kursgevinster. For aksjeporteføljen består verdikorrigerte inntekter av 2 418 mill. kroner i realiserte inntekter og 7 963 mill. kroner i endring urealiserte verdipapirgevinster.

Med tillegg av årets verdikorrigerte resultat beløp Folketrygdfondets verdijusterte kapital seg pr. 31. desember 2004 til i alt 175 477 mill. kroner hvorav urealiserte kursgevinster utgjorde 24 225 mill. kroner, tilsvarende 13,8 prosent. De urealiserte kursgevinster fordelte seg med 9 509 mill. kroner på renteporteføljen og 14 716 mill. kroner på aksjeporteføljen. Til

sammenligning utgjorde verdijustert kapital 158 331 mill. kroner pr. 31. desember 2003.

Realisert resultat viser verdikorrigert resultat justert for endring i urealiserte kursgevinster og representerer økningen i fondets kapital basert på bokført kostpris. Det realiserte resultat for 2004 beløp seg til 8 333 mill. kroner, mot 7 331 mill. kroner for 2003.

Fondets administrasjonskostnader beløp seg for 2004 til 40,9 mill. kroner. Dette er en økning på 8,6 mill. kroner sammenlignet med året før. Av økningen representerer utgiftsføring av advokathonorar i forbindelsen med Aker RGI-saken 2,5 mill. kroner. Forøvrig forklares kostnadsøkningen blant annet med en økning i antall ansatte og ombygging av fondets lokaler. Lønnskostnader, styrehonorarer og sosiale kostnader utgjorde i fjor 48,9 prosent av de samlede administrasjonskostnader, mot 51,7 prosent året før.

FTFs INVESTERINGSVIRKSOMHET**Investeringspolitikk**

Innenfor de rammebetingelser som gjelder tar Folketrygdfondets investeringspolitikk utgangspunkt i at det er fondets oppgave 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 endringer i den realøkonomiske utvikling og til manglende samsvar mellom den realøkonomiske utvikling og fluktusjoner i de finansielle markedene.

FTFs investeringsstrategi og virksomhetsutøvelse er basert på at fondet er en finansiell investor der investeringsbeslutninger fattes i et langsiktig perspektiv ut fra en vurdering hvor de fundamentale realøkonomiske forhold og utviklingstrekk tillegges større vekt enn de kortsiktige markedsfluktusjoner.

De referanseindekser som er fastsatt benyttes i denne sammenheng som måleinstrumenter for den løpende utvikling i de verdipapirmarkeder de gjelder for og som grunnlag for langsiktige evalueringer av fondets avkastningsutvikling. Referanseindeksene danner også basis for beregninger av risikoutviklingen i de enkelte markeder og risikoaspekter ved fondets egne porteføljer. Referanseindeksene anses derimot ikke å være et tjenlig utgangspunkt for langsiktige investeringsvurderinger hva gjelder den bransjevise og selskapsmessige sammensetning av aksjeporteføljen eller de mer løpende vurderinger av endringer i aktivaallokeringen eller durasjonen i renteporteføljen.

Folketrygdfondets investeringsstrategi konkretiseres på årlig basis med utgangspunkt i 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, viseadministrerende direktør, som leder renteavdelingen, og leder av aksjeavdelingen.

Rammer og risiko

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 renteporteføljen og porteføljen av nor-

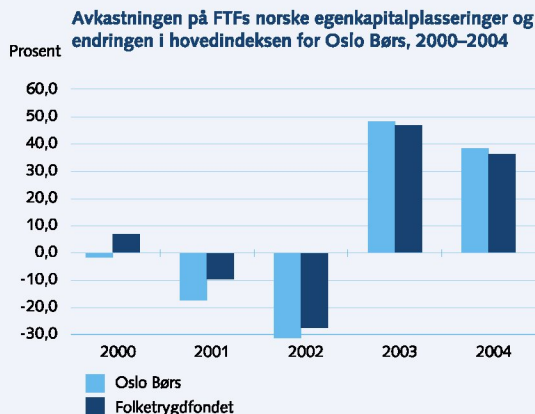
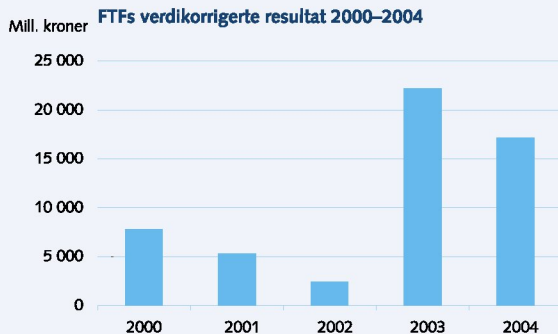
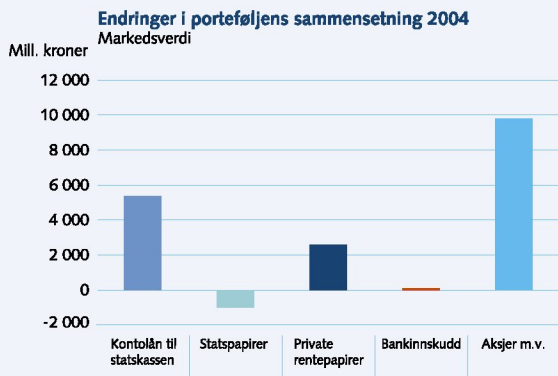
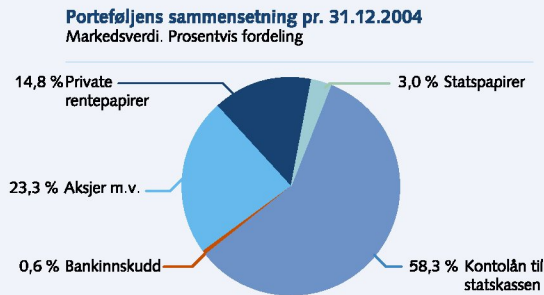
ske og nordiske aksjer. For den norske aksjeporteføljen benyttes indeksen OSEBX for Oslo Børs som referanseindeks. For porteføljen av nordiske aksjer er FTSE NOREX 30 valgt som referanseindeks. På grunn av de spesielle rammebetingelser som FTF er underlagt, finnes det ikke en enkelt markedsindeks som kan benyttes som referanseindeks for renteporteføljen. Det er derfor etablert en egen referanseindeks for obligasjoner på basis av en vektet sammensetning av ulike markedsindekser. På tilsvarende måte er det etablert en referanseindeks for fondets totalportefølje.

Som et sammenfattende risikomål for hver av porteføljene benyttes størrelsen relativ volatilitet. Relativ volatilitet er et mål for hvor mye avkastningen på porteføljene avviker fra de respektive referanseindekser. For hver av delporteføljene og for totalporteføljen har styret fastsatt rammer for relativ volatilitet. Det vises til egen omtale i årsberetningen om risiko- og avkastningsutviklingen for FTFs delporteføljer og totalporteføljen.

For å begrense risikoen i fondets portefølje er det også fastsatt maksimalrammer for fondets eksponering i enkeltelskaper, både totalt og for rente- og aksjeporteføljene separat. Det er også fastsatt retningslinjer for hvor stor andel investeringer i enkeltaksjer kan utgjøre av de respektive aksjeporteføljer.

Det er styrets vurdering at FTF har et betryggende risikostyringssystem og at de fastsatte risikorammer ligger på et forsvarlig nivå. Den relative volatilitet har i hele 2004 ligget innenfor de fastsatte rammer.

Etter regler fastsatt av Finansdepartementet skal minimum 65 prosent av fondets bokførte kapital plasseres i statlige verdipapirer. Innenfor den private rammen på 35 prosent kan inntil 20 prosentpoeng plasseres i aksjer. Av totalrammen for aksjeplasseringer kan inntil 20 prosent plasseres i nordiske aksjer utenom Norge.



Den bokførte kapital av Folketrygdfondets verdipapirportefølje inklusiv opptjente renter utgjorde pr. 31. desember 2004 i alt 151 062 mill. kroner. Pr. 31. desember utgjorde renteporteføljen 82,7 prosent av fondets verdipapirbeholdning målt til bokført kapital. Stats- og statsgaranterte verdipapirer, som inngår i renteporteføljen, utgjorde på samme tidspunkt 65,4 prosent. Fondets samlede aksjeportefølje utgjorde pr. 31. desember 2004 17,3 prosent av fondets beholdning av verdipapirer målt til bokført kapital. Nordiske aksjer utgjorde 19,6 prosent av den samlede ramme for aksjeplasseringer.

AVKASTNINGsutviklingen

Folketrygdfondets resultat for 2004 utgjorde 17 146 mill. kroner. Resultatet er det nest beste i fondets historie. Avkastningen på fondets verdipapirportefølje utgjorde 10,6 prosent. Den sterke kursstigningen i det norske aksjemarkedet er den vesentligste årsaken til det gode resultatet for 2004.

Resultatet for 2004 er imidlertid svakere enn for 2003. Hovedforklaringen på resultatnedgangen er vesentlig lavere endring i urealiserte kursgevinster fra renteporteføljen enn i 2003. Dette har sammenheng med at rentenivået gjennom 2004 har holdt et mer stabilt nivå sammenlignet med fallet i rentenivå gjennom 2003.

For femårsperioden 2000–2004 har den gjennomsnittlige årlige avkastning vært på 7,7 prosent, det samme som avkastningen for referanseporteføljen i tilsvarende periode. For tiårsperioden 1995–2004 var den gjennomsnittlige årlige avkastning på 7,8 prosent, mens avkastningen på referanseporteføljen var 8,0 prosent. Det vises til nærmere redegjørelse om fondets referanseindekser, risikomål og avkastningsutvikling på annet sted i beretningen.

Renteporteføljen

Markedsverdien av FTFs totale renteportefølje beløp seg pr. 31. desember 2004 til 134 249 mill. kroner. Porteføljen er fordelt på statsplasseringer med 107 378 mill. kroner og plasseringer i private og kommunale obligasjoner og sertifikater med 25 883 mill. kroner. Innskudd i banker beløp seg ved siste årsskifte til 988 mill. kroner.

Målt til markedsverdi utgjorde statsplasseringer 80,0 prosent, mens private og kommunale plasserin-

ger utgjorde 20,0 prosent av FTFs renteportefølge. Sammenholdt med forrige årsskifte er statsplasseringenes andel av renteporteføljen redusert fra 81,0 prosent til 80,0 prosent.

Både korte og lange renter holdt gjennom fjoråret et lavere nivå enn man har hatt på flere tiår. En økning i rentenivået for obligasjoner innebærer et fall i obligasjonskursene som vil være større jo lengre løpetid obligasjonene har. På denne bakgrunn er renterisikoen redusert i tråd med den markerte rentenedgangen de siste to årene. For renteporteføljen ble resultatet siste år en avkastning på 5,2 prosent, mens avkastningen for referanseporteføljen var på 7,2 prosent. Mindreavkastningen i forhold til referanseporteføljen skyldes at fondet, for å begrense renterisikoen, har valgt å operere med en lavere durasjon for fondets renteportefølge enn det som gjelder for referanseporteføljen.

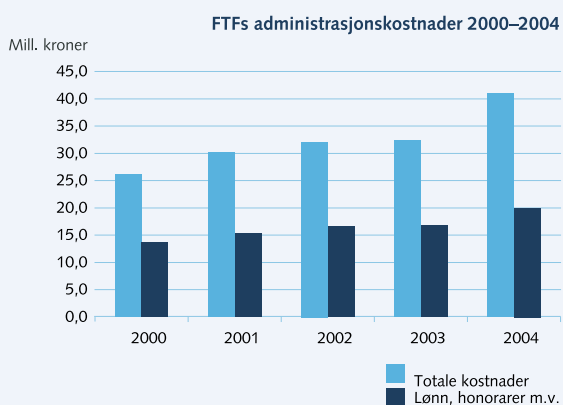
Aksjeporteføljen

Markedsverdien av Folketrygdfondets plasseringer i aksjer beløp seg ved siste årsskifte til 40 841 mill. kroner mot 31 044 mill. kroner pr. 31. desember 2003. Aksjeporteføljenes markedsverdi er fordelt med 33 783 mill. kroner i den norske aksjeporteføljen og 7 058 mill. kroner for aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige (nordiske aksjer). De urealiserte kursgevinster beløp seg til 14 716 mill. kroner, fordelt med 13 600 mill. kroner for norske aksjer og 1 116 mill. kroner for nordiske aksjer.

FTF hadde ved siste årsskifte investeringer i totalt 35 selskaper notert på Oslo Børs, mot 40 selskaper ved forrige årsskifte. I tillegg rapporteres de aksjer i General Electric fondet fikk som oppgjør ved salg av Amersham som en del av fondets norske aksjeportefølge.

Folketrygdfondets markedsandel av aksjer notert på Oslo Børs utgjorde ved siste årsskifte 3,4 prosent av samlet markedsverdi, mot 3,2 prosent ved forrige årsskifte. Investeringene i nordiske aksjer omfattet i alt 28 selskaper.

Porteføljen av aksjer utgjorde 23,3 prosent av fondets verdijusterte kapital pr. 31. desember 2004, mot 19,6 prosent pr. 31. desember 2003. Av dette utgjorde porteføljen av norske aksjer 19,3 prosent, mens nordiske aksjer utgjorde 4,0 prosent.



Målt med OSEBX-indeksen økte aksjekursene i 2004 med 38,5 prosent mot 48,4 prosent i 2003. Til sammenligning økte det nordiske markedet målt ved fondets nordiske referanseindeks med 19,6 prosent i 2004.

Avkastningen på Folketrygdfondets norske aksjeportefølge ble på 36,5 prosent, hvilket er 2,0 prosentpoeng lavere enn for referanseindeksen OSEBX. Mindreavkastningen har sin bakgrunn i at selskaps sammensetningen i fondets portefølge avviker en del fra sammensetningen i referanseindeksen og at kursøkningen for enkelte selskaper som ikke inngår i fondets portefølge var relativt sterk i fjor. Fondets investeringspolitikk og risikoprofil i det norske aksjemarkedet innebærer at fondet har gjort det bedre enn referanseindeksen i nedgangsperioder og noe svakere enn referanseindeksen i de perioder hvor kursoppgangen er særlig sterk.

For perioden 1995–2004 har den gjennomsnittlige årlige avkastning på fondets aksjeportefølge vært på 10,5 prosent, mens avkastningen for referanseindeksen var på 9,3 prosent. For femårsperioden 2000–2004 har fondet hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på aksjeporteføljen på 7,1 prosent, mens referanseindeksen i samme periode hadde en avkastning på 3,3 prosent.

Fondet startet våren 2004 aktiv forvaltning av en del av porteføljen av nordiske aksjer. Gjennom aktiv

forvaltning tar fondet også i den nordiske porteføljen langsiktige investeringsvalg med sikte på 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 for den norske aksjeporteføljen.

Folketrygdfondet oppnådde siste år en avkastning på plasseringene i nordiske aksjer på 18,9 prosent, hvilket var 0,7 prosentpoeng lavere enn avkastningen for referanseindeksen. Mindreavkastningen tilsvarende kildeskatt på utbytte. Som referanseindeks benyttes FTSE NOREX 30, dog slik at de norske selskaper som inngår i indeksen blir ekskludert i avkastningsberegningene.

STYRET OG ADMINISTRASJONEN

Styret har i 2004 avholdt 8 styremøter. Styrets vara-medlemmer deltar fast på det styremøte hvor fondets årsregnskap og styrets beretning blir vedtatt og på det todagers styreseminar som avholdes hver høst.

Arbeidet med fondets fremtidige rammebetingelser har krevd mye oppmerksomhet fra styrets side gjennom 2004. I den forbindelse har styret fremmet et konkret forslag til videreutvikling av fondets rammebetingelser overfor Finansdepartementet. Styret har videre behandlet prinsipielle problemstillinger og konkrete selskapsaker knyttet til fondets investeringsvirksomhet. Styret har også etablert etiske retningslinjer for fondets investeringsvirksomhet.

Formålet med Folketrygdfondets etiske retningslinjer for investeringsvirksomheten er å søke å unngå investeringer i virksomheter som medfører at fondet gjennom sitt eierskap medvirker til uetiske handlinger. Ved vurdering av investeringenes etiske side vil det særlig bli vurdert om selskapene medvirker til krenkelser av menneskerettighetene, barnarbeid eller annen utbytting av barn, krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner, miljøskade, korrupsjon samt andre brudd på grunnleggende etiske normer. Positiv utvelgelse av selskaper samt eierskapsutøvelse er lagt til grunn som virkemidler for ivaretagelse av FTFs retningslinjer. Etiske vurderinger er en integrert del av Folketrygdfondets investeringsmetodikk og løpende forvaltningsarbeid.

Folketrygdfondet hadde ved siste årsskifte 25 ansatte. Andelen kvinner utgjorde 48 prosent. For å styrke bemanningen i aksjeavdelingen ble administrasjonen utvidet med en ansatt siste år. Folketrygdfondets ledergruppe består av fire personer hvorav en kvinne. Pr. 31.12.04 var det totalt 10 ansatte i FTFs aksjeavdeling og renteavdeling, hvorav fem var kvinner. Fondets stabsenhet, som består av fondets analyseavdeling og økonomi- og administrasjonsavdeling, hadde ved årsskiftet 12 ansatte. 50 prosent av disse var menn. Innen de ulike faggruppene er det ikke identifisert lønnsforskjeller som kan relateres til kjønn. Folketrygdfondet har heller ikke avdekket kjønnsmessige forskjeller med hensyn til arbeidstidsordninger eller kompetanseutviklingsmuligheter innen de ulike faggruppene.

Den 4. april 2004 overtok investeringsdirektør Rune Selmar som administrerende direktør etter Tore Lindholt som gikk av ved endt åremålsperiode. I styremøte den 13. desember 2004 ble stedfortredende investeringsdirektør Nils Bastiansen utnevnt til direktør og leder av aksjeavdelingen.

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

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

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 4,9 prosent og er påvirket av et fåtall sykefravær av noe lengre varighet. Egenmeldingsfraværet utgjorde siste år 0,8 prosent, som var på linje med hva som har vært det normale i fondet.

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

FTFs REGLEMENT

Stortinget fattet 15. desember 2004 vedtak om endring av § 5 i reglementet for Folketrygdfondet. Endringen innebærer at fondet har fått en mer formålstjenlig regulering av adgangen til å kjøpe aksjer i selskaper som har søkt eller har konkrete planer om å søke børsnotering.

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. Tidligere ble fondet tilordnet en årlig ramme for maksimal økning av beholdningen av ikke-statlige plasseringer. I 2004 ble denne ordningen endret slik at fondets samlede beholdning i private og kommunale verdipapirer bestemmes av en øvre grense for hvor stor andel av fondets kapital som kan være plassert i ikke-statlige papirer. Finansdepartementet har fastsatt denne øvre grensen til 35 prosent av fondets kapital med virkning fra 2004.

FORSLAG TIL RAMMEBETINGELSER

Folketrygdfondets plasseringsrammer er blitt til gjennom en lang rekke enkeltvedtak som i dag detaljert regulerer fondets virksomhet. Ved fastsettelsen av plasseringsrammene har det ikke vært tatt utgangspunkt i hva som er en naturlig aktivafordeling for et fond med Folketrygdfondets langsiktige investeringshorisont og kapitalmessige størrelse.

Kort oppsummert er Folketrygdfondets plasseringsrammer i dag som følger:

- Minimum 65 prosent av bokført kapital skal være plassert i norske statspapirer.
- Inntil 20 prosent av bokført kapital kan plasseres i aksjer notert på norsk børs eller på børs i Danmark, Finland eller Sverige.
 - Av andelen på 20 prosent i aksjer kan inntil 20 prosent plasseres i aksjer i Danmark, Finland eller Sverige.
 - Folketrygdfondet kan eie inntil 15 prosent av aksjene i et norsk selskap og inntil 3 prosent i dansk, finsk eller svensk selskap.
- Inntil 35 prosent av fondets bokførte kapital kan plasseres i aksjer, private obligasjoner og sertifikater,

samt som innskudd i forretnings- og sparebanker. Dette innebærer at ved full utnyttelse av fondets ramme for aksjeinvesteringer vil private obligasjoner og sertifikater kunne utgjøre inntil 15 prosent av kapitalen.

I henhold til Reglement for Folketrygdfondet § 1 er formålet med kapitalforvaltningen at "Fondsforvaltningen skal ta sikte på at Folketrygdfondet gjennom formuesoppbygging skal bli til størst mulig nytte for folketrygden." Videre heter det i § 5 at "Styret har ansvar for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet."

Dagens rammebetingelser er ikke utformet slik at fondet kan ivareta sitt mandat og forvalte kapitalen på en tilfredsstillende måte. Folketrygdfondets styre har derfor vurdert fondets rolle i den statlige kapitalforvaltning og utarbeidet forslag til en hensiktsmessig videreutvikling av fondets investeringsvirksomhet.

Det er Folketrygdfondets syn at behovet for å sikre innenlandsk tilførsel av investeringskapital må være basert på rent forretningsmessige hensyn. Med dette som utgangspunkt ser fondet et klart behov for å sikre tilstrekkelig norsk kapital til langsiktig aktivt eierskap i norske børsnoterte selskaper så vel som i ikke-børsnoterte selskaper. Videre ser Folketrygdfondet et behov for å sikre kapitaltilgang til den private del av det norske obligasjonsmarkedet.

Som obligasjonsinvestor har det imidlertid vært en begrensende faktor at kravet til statlige plasseringer, kombinert med økende andel aksjeinvesteringer, over tid har redusert fondets andel i det private obligasjonsmarkedet.

Som aksjeinvestor møter fondet i økende grad begrensninger i de plasseringsmessige rammebetingelser i situasjoner der selskaper i fondets portefølje finner det riktig å inngå strategiske løsninger med selskaper som ikke er børsnotert i Norge. Når slike situasjoner oppstår har Folketrygdfondet begrenset mulighet til å opprettholde et aktivt eierskap i de sammenslåtte selskapene med mindre disse fortsatt er børsnotert i Norge. Dette gjelder selv om selskapene fortsatt driver betydelig norsk virksomhet.

Til tross for statens sterke finansielle stilling må Folketrygdfondet i dag plassere 65 prosent av fondets kapital som lån til Finansdepartementet gjennom kontolånsordningen. Denne ordningen har det sær- trekk at Folketrygdfondets fordringer til enhver tid samsvarer med den norske stats forpliktelser. I så måte representerer kontolånene ikke netto statlig sparing. Med utgangspunkt i at Folketrygdfondets kapital skal forvaltes med sikte på størst mulig nytte for folketryg- den bør kontolånene, over tid, replasseres i markeds- noterte verdipapirer utstedt av andre låntakere enn den norske stat. En planmessig replasering av kon- tolånene vil gi Folketrygdfondet tilstrekkelig kapital både til å bidra med kapitaltilførsel innenlands og øke andelen utenlandske plasseringer.

Dagens aktivafordeling, der omlag 80 prosent av fondets midler må plasseres i rentebærende papirer, samsvarer etter fondets syn ikke med forvaltningens formål om best mulig avkastning, særlig når det tas hensyn til Folketrygdfondets langsiktige investerings- horisont. Folketrygdfondet har i perioden 1994–2004 oppnådd en årlig tidsvektet avkastning for norske aksjeinvesteringer på 10,1 prosent. Tilsvarende avkast- ning for fondets renteplasseringer er 6,6 prosent. Historisk meravkastning for fondets aksjeinvesterin- ger sammenholdt med renteinvesteringer er således ca. 3,5 prosentpoeng. Empiriske undersøkelser viser at meravkastningen over tid normalt vil være enda høy- ere enn dette, og tilsier at Folketrygdfondets aksjeand- del bør økes vesentlig.

Folketrygdfondet har over tid bygget opp en medar- beiderstab som har et godt kompetansegrunnlag for å forvalte fondets kapital. Basert på fondets organisa- sjon og faglige kompetanse synes det naturlig at fon- dets aksjeinvesteringer fortsatt konsentreres til børs- noterte aksjer i Norge, Sverige, Danmark og Finland (Norden). I tillegg bør Folketrygdfondet gis anledning til å opprettholde et aktivt eierskap i selskaper som gjennom fusjon med, eller oppkjøp fra, utenlandske selskaper blir en del av et utenlandsk foretak.

De nordiske kapitalmarkeder blir i stadig større grad integrert. Samlet sett representerer dette markedet en vesentlig del av europeisk økonomi. Selskapene som inngår i det nordiske markedet representerer videre en helt annen mulighet for risikospredning ved at det åpner mulighetene for investeringer i sektorer som i

liten grad er representert i det norske markedet. En utvidet andel nordiske aksjeinvesteringer vil derfor gi Folketrygdfondet anledning til en større grad av diversifisering inn i industrier med en annen verdi- skapning enn det vi finner i Norge. Dette vil kunne bidra til å redusere risikoen i aksjeporteføljen.

For obligasjoner vurderes det som hensiktsmessig å åpne for investeringer i nordiske stats- og kre- dittobligasjoner. Det er i første rekke behovet for å replasere kontolån i papirer utstedt av andre enn den norske stat, av hensyn til en mer reell formu- esoppbygging, som tilsier utvidet investeringsunivers for renteplasseringer. Videre vil en utvidelse av plas- seringsadgangen til å omfatte obligasjoner utstedt av selskaper i øvrige Norden bidra til en mindre konsentrasjon og bedre risikospredning i kredittpor- teføljen. Dermed vil kredittporteføljen lettere kunne økes, noe som over tid forventes å gi et positivt avkastningsbidrag.

Folketrygdfondets styre er opptatt av at fondet i fremtiden gis plasseringsrammer som medfører at fondets kapital kan forvaltes på en hensiktsmes- sig måte. Kort oppsummert er det styrets forslag at Folketrygdfondets fremtidige rolle i den statlige kapi- talforvaltning baseres på følgende:

- Folketrygdfondet er i dag en aktiv investor med et langsiktig perspektiv. Denne investorrollen bør opprettholdes.
- Folketrygdfondet bør få videreutvikle sin inves- teringsvirksomhet i Norden, og Norden bør være fondets investeringsunivers både for aksjer og obli- gasjoner.
- 30–50 prosent av fondets kapital bør kunne investeres i børsnoterte nordiske aksjer og norske unoterte aksjer.
- 50–70 prosent av fondets kapital bør kunne investe- res i nordiske stats- og kredittobligasjoner.
- De organisasjons- og styringsmessige rammebetin- gelsene må endres slik at de blir mer tilpasset fon- dets virksomhet.

Det er Folketrygdfondets syn at de foreslåtte plas- seringsrammer vil medvirke til at fondets rolle som sentral, langsiktig investor i det norske kapitalmarked styrkes. Forslaget innebærer både en generell økning av andelen aksjer i fondets portefølje og en reduksjon av kravet til plassering i kontolån. En utvidet aksje-

ramme vil også øke fondets fleksibilitet hva gjelder innenlandske investeringer og styrke fondets rolle som langsiktig finansiell eier i norske selskaper.

FREMTIDSUTSIKTER

Ved inngangen til 2005 har Folketrygdfondet 76,4 prosent av den verdijusterte kapital plassert i renteporteføljen. Rentenivået i det norske markedet ved årsskiftet varierte mellom 1,8 prosent for plasseringer

med kort løpetid til 4,1 prosent for de lengste statsobligasjonene i markedet. Med dagens rentenivå vil avkastningen fra fondets renteportefølje være moderat inneværende år. Isolert tilsier den moderate avkastning fra renteporteføljen at plasseringer i aksjer blir et mer interessant alternativ. Kursutviklingen i aksjemarkedet over de to siste årene kan imidlertid indikere at forventningene til avkastning for 2005 bør modereres også for dette markedet.

Oslo, den 8. mars 2005



Rolf Sæther
Leder



Anne Breiby
Nestleder



Harald Ellefsen



Vibecke Groth



Ingvild Myhre



Per Arne Olsen



Linda Orvedal



Roger H. Schjerva



Oddvar Skaiaa



RESULTATREGNSKAP

Inntekter

<i>i mill. kr.</i>	Noter	31.12.04	31.12.03	31.12.02
Renteplasseringer				
Renteinntekter	1	6 105	6 219	7 114
Realiserte verdipapirgevinster	3	-149	683	-1 486
Realiserte inntekter renteplasseringer		5 956	6 902	5 628
Endring urealiserte verdipapirgevinster	6	850	5 907	3 782
Verdikorrigerte inntekter renteplasseringer		6 806	12 809	9 410
Aksjeplasseringer				
Utbytte	2	1 558	831	552
Realiserte verdipapirgevinster	3	863	-371	-957
Andre inntekter	4	-3	1	2
Realiserte inntekter aksjeplasseringer		2 418	461	-403
Endring urealiserte verdipapirgevinster	6	7 963	8 960	-6 531
Verdikorrigerte inntekter aksjeplasseringer		10 381	9 421	-6 934

Kostnader

Honorarer, lønn etc		20	17	16
Husleie, renhold etc		6	4	5
Systemkostnader		5	4	4
Diverse kostnader	5	10	7	7
Sum administrasjons- og forvaltningskostnader		41	32	32
Verdikorrigert resultat *		17 146	22 198	2 444
*hvorav realisert resultat beløper seg til		8 333	7 331	5 193

**Eiendeler**

<i>i mill. kr.</i>		2004	2003	2002
Renteplasseringer				
Stat	6	104 057	100 086	89 528
Privat	6	25 454	22 757	22 731
Bankinnskudd	10	988	922	145
Opptjente renter	7	3 750	3 445	3 606
Markedsverdi renteplasseringer		134 249	127 210	116 010
Aksjeplasseringer				
Norsk aksjeportefølje	6,8	33 783	25 575	19 175
Nordisk aksjeportefølje	6,8	7 058	5 469	882
Markedsverdi aksjeplasseringer		40 841	31 044	20 057
Andre fordringer	9	386	77	65
Driftsmidler	11	5	4	4
Sum eiendeler		175 481	158 335	136 136

Egenkapital og gjeld

Folketrygdfondets kapital	12	175 477	158 331	136 133
Gjeld	13	4	4	3
Sum egenkapital og gjeld		175 481	158 335	136 136
Poster utenom balansen				
Finansielle derivater/terminforretninger	14	5 000	9 500	0

31. desember 2004 / 8. mars 2005

Rolf Sæther
LederAnne Breiby
Nestleder

Harald Ellefsen

Vibecke Groth

Ingvild Myhre

Per Arne Olsen

Linda Orvedal

Roger H. Schjerva

Oddvar Skaiaa

Rune Selmar
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 renteplasseringer vurdert til ligningsverdi pr. årsavslutningsdato. Aksjeplasseringer 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.



REVISJON

Stortinget vedtok 7. mai 2004 ny lov for Riksrevisjonen som fastslår at saker som vurderes lagt fram for Stortinget først skal være offentlige når sakene er mottatt i Stortinget, jf. Lov om Riksrevisjonen § 18 (utsatt offentlighet).

Den nye bestemmelsen om utsatt offentlighet innebærer at avsluttende revisjonsbrev ikke vil være offentlig

før Riksrevisjonens rapport om den årlige kontroll (Dokument nr. 1) er gått til Stortinget i november/desember. Dette betyr at Riksrevisjonens avsluttende revisjonsbrev normalt *ikke* kan tas inn i virksomhetens årsrapport, ettersom årsrapporten har en tidligere trykkefrist.

NOTE 1 – Renteinntekter

<i>Mill. kr.</i>	2004	2003
Sertifikater (ikke-statlige)	37	232
Kontolån og stats- og statsgaranterte obligasjoner	4 758	4 733
Andre ihendehaverobligasjoner	1 156	1 194
Bankinnskudd	33	58
Andre renteinntekter jfr. note 9	121	2
Sum	6 105	6 219

NOTE 2 – Utbytte

<i>Mill. kr.</i>	2004	2003
Norsk aksjeportefølje	1 406	777
Nordisk aksjeportefølje	187	63
Kildeskatt på utbytte	- 35	- 9
Sum	1 558	831

NOTE 3 – Realiserte verdipapirgevinster/-tap

<i>Mill. kr.</i>	2004	2003
Sertifikater (ikke-statlige)	-1	-2
Kontolån og obligasjoner	664	971
Terminkontrakter	-812	-286
Norsk aksjeportefølje	631	-368
Nordisk aksjeportefølje	232	-3
Sum	714	312

NOTE 4 – Andre inntekter

<i>Mill. kr.</i>	2004	2003
Utlån aksjer	0	1
Agio	-3	0
Sum	-3	1

NOTE 5 – Diverse kostnader

<i>Mill. kr.</i>	2004	2003
Andre driftskostnader	7,3	4,4
Verdiforvaltning Nordea/Årsavgift VPS	1,6	0,9
Avskrivninger	1,1	1,7
Sum	10,0	7,0

NOTE 6a – Urealiserte verdipapirgevinster

<i>Mill. kr.</i>	2004	2003
Samlede urealiserte verdipapirgevinster og årlige endringer i disse er som følger:		
Markedsverdi portefølje pr. 31. desember	170 352	153 887
Historisk kost portefølje pr. 31. desember	146 127	138 475
Urealiserte verdipapirgevinster	24 225	15 412
Endring urealiserte verdipapirgevinster	8 813	14 867

Urealiserte verdipapirgevinster pr. 31. desember 2004 fordeler seg som følger:

<i>Mill. kr.</i>	Kostpris	Markeds- verdi	Urealiserte gevinster	Endring urealiserte gevinster
Statlige sertifikater	941	942	1	1
Sertifikater (ikke-statlige)	2 977	2 977	0	-2
Kontolån og obligasjoner	116 084	125 578	9 494	711
Terminavtaler	0	14	14	140
Norsk aksjeportefølje	20 183	33 783	13 600	7 300
Nordisk aksjeportefølje	5 942	7 058	1 116	663
Sum	146 127	170 352	24 225	8 813

NOTE 6b – Fordeling av urealiserte verdipapirgevinster for kontolåns- og obligasjonsporteføljen pr. 31.12.2004

<i>Mill. kr.</i>	På- lydende	Kostpris	Markeds- verdi	Urealiserte gevinst/tap
Kontolån	91 300	90 375	99 007	8 632
Stat	3 462	3 975	4 094	119
Industri	6 030	5 860	6 195	335
Kommuner og fylker	147	146	157	11
Finansforetak	15 446	15 728	16 125	397
Sum	116 385	116 084	125 578	9 494

NOTE 7 – Opptjente, ikke forfalte renter

Opptjente, ikke forfalte renter fordelt på:	2004	2003
		2
Stat	3 322	919
Privat	428	526
Sum	3 750	3 445


NOTE 8a – Norsk aksjeportefølje pr. 31. desember 2004

Selskap	Antall aksjer 31.12.2004	Markedskurs 31.12.2004	Markedsverdi (1000 kr.)	%-vis eierandel	%-vis andel av porteføljen
Fred. Olsen Energy	1 143 200	87,50	100 030	1,90 %	0,30 %
Norsk Hydro	9 694 615	477,00	4 624 331	3,67 %	13,69 %
ProSafe	743 750	164,00	121 975	2,18 %	0,36 %
Smedvig A-aksjer	4 118 500	101,75	419 057	7,58 %	1,24 %
Smedvig B-aksjer	4 046 300	82,25	332 808	14,47 %	0,99 %
Statoil	10 559 700	95,00	1 003 172	0,48 %	2,97 %
TGS Nopec	2 421 000	155,00	375 255	9,56 %	1,11 %
Farstad Shipping	2 800 100	76,00	212 808	7,18 %	0,63 %
Totalt for Energi			7 189 436		21,28 %
Elkem	3 885 070	229,00	889 681	7,88 %	2,63 %
Norske Skog	11 459 400	131,00	1 501 181	8,61 %	4,44 %
Yara International	13 697 775	79,75	1 092 398	4,29 %	3,23 %
Totalt for Materialer			3 483 260		10,31 %
General Electric	12 302 933	221,11	2 720 253	0,12 %	8,05 %
Kongsberg Gruppen	2 302 760	99,00	227 973	7,68 %	0,67 %
Tomra Systems	18 923 100	33,30	630 139	10,60 %	1,87 %
Veidekke	3 859 800	101,00	389 840	13,49 %	1,15 %
Golar LNG	541 100	88,25	47 752	0,82 %	0,14 %
Odfjell A-aksjer	986 100	212,00	209 053	3,00 %	0,62 %
Odfjell B-aksjer	966 400	206,00	199 078	9,17 %	0,59 %
SAS	6 718 637	56,75	381 283	4,08 %	1,13 %
Unitor	2 044 722	60,00	122 683	10,46 %	0,36 %
Wilhelm Wilhelmsen A-aksjer	1 563 000	157,00	245 391	4,24 %	0,73 %
Wilhelm Wilhelmsen B-Aksjer	1 060 000	145,00	153 700	8,29 %	0,45 %
Totalt for Industri			5 327 146		15,77 %
Ekornes	4 227 650	132,00	558 050	11,48 %	1,65 %
Royal Caribbean Cruises	2 891 550	333,50	964 332	1,50 %	2,85 %
Schibsted	4 945 000	172,00	850 540	7,14 %	2,52 %
Totalt for Forbruksvarer			2 372 922		7,02 %
Orkla	25 130 150	199,00	5 000 900	11,84 %	14,80 %
Rieber & Søn	8 822 600	56,00	494 066	11,09 %	1,46 %
Totalt for Konsumentvarer			5 494 965		16,27 %
Axis-Shield	2 599 500	29,30	76 165	5,36 %	0,23 %
Totalt for Helsevern			76 165		0,23 %
DNB NOR	29 639 640	59,75	1 770 968	2,23 %	5,24 %
Olav Thon Eiendom	1 161 204	406,00	471 449	10,84 %	1,40 %
Sparebanken Rogaland	450 920	360,00	162 331	4,98 %	0,48 %
Storebrand	27 761 600	58,50	1 624 054	9,98 %	4,81 %
Totalt for Finansielle tjenester			4 028 802		11,93 %
EDB Business Partner	12 045 100	49,50	596 232	13,30 %	1,76 %
Nera	17 300 200	14,50	250 853	14,00 %	0,74 %
Tandberg Television	4 249 900	52,75	224 182	6,92 %	0,66 %
Tandberg	12 898 300	75,25	970 597	9,60 %	2,87 %
Visma	2 590 584	76,50	198 180	8,29 %	0,59 %
VMetro	3 326 900	28,50	94 817	14,48 %	0,28 %
Totalt for Informasjonsteknologi			2 334 861		6,91 %
Telenor	63 193 800	55,00	3 475 659	3,61 %	10,29 %
Totalt for Telekomm. og tjenester			3 475 659		10,29 %
Sum markedsverdi			33 783 216		100,00 %
Urealiserte kursgevinster/tap			13 599 992		
Bokført kostpris			20 183 224		

**NOTE 8b – Nordisk aksjeportefølje pr. 31. desember 2004**

Selskap	Lokal Valuta	Antall aksjer	Markedskurser	Markedsverdi	%-vis	%-vis andel
		31.12.2004	31.12.2004 i NOK	(1000 kr.) i NOK	eierandel	av portefølje
Svensk Cellulose B	SEK	769 600	258,44	198 895	0,33 %	2,82 %
Stora Enso R	EUR	2 325 200	92,76	215 683	0,28 %	3,06 %
UPM Kymmene	EUR	1 759 600	134,65	236 935	0,34 %	3,36 %
Totalt for materialer				651 604		9,23 %
Assa Abloy	SEK	1 736 200	103,47	179 640	0,47 %	2,55 %
Atlas Copco A	SEK	355 200	273,48	97 141	0,17 %	1,38 %
Sandvik	SEK	892 200	244,31	217 973	0,34 %	3,09 %
Scania B	SEK	70 000	239,75	16 783	0,04 %	0,24 %
Skanska B	SEK	672 500	72,70	48 891	0,16 %	0,69 %
SKF B	SEK	328 000	269,83	88 506	0,29 %	1,25 %
Volvo B	SEK	1 192 100	240,21	286 352	0,27 %	4,06 %
Securitas B	SEK	1 519 900	103,92	157 952	0,42 %	2,24 %
A.P. Møller - Maersk	DKK	4 721	50 022,48	236 156	0,21 %	3,35 %
Totalt for Industri				1 329 393		18,84 %
Electrolux B	SEK	1 385 200	138,56	191 939	0,45 %	2,72 %
Hennes & Mauritz B	SEK	1 315 000	211,04	277 513	0,16 %	3,93 %
Totalt for Forbruksvarer				469 451		6,65 %
Novo Nordisk B	DKK	764 100	330,90	252 841	0,25 %	3,58 %
Getinge B	SVE	372 000	75,44	28 062	0,20 %	0,40 %
Totalt for Helsevern				280 903		3,98 %
Danske Bank	DKK	2 697 100	185,65	500 710	0,40 %	7,09 %
Foreningssparbanken	SEK	1 685 600	150,87	254 307	0,32 %	3,60 %
Investor B	SEK	1 531 400	77,03	117 965	0,20 %	1,67 %
Nordea	SEK	9 467 000	61,08	578 220	0,33 %	8,19 %
Skandinaviska Enskilda Banken A	SEK	2 285 200	117,14	267 691	0,32 %	3,79 %
Svenska Handelsbanken A	SEK	2 832 300	157,71	446 675	0,41 %	6,33 %
Totalt for Finansielle tjenester				2 165 568		30,69 %
Ericsson B	SEK	34 482 600	19,33	666 411	0,21 %	9,44 %
Nokia	EUR	8 419 210	95,64	805 209	0,18 %	11,41 %
Totalt for Informasjonsteknologi				1 471 620		20,85 %
Tele Danmark	DKK	913 050	256,48	234 175	0,42 %	3,32 %
Tele 2 B	SEK	447 000	237,93	106 354	0,30 %	1,51 %
TeliaSonera	SEK	6 065 697	36,28	220 075	0,13 %	3,12 %
Totalt for Telekomm. og tjenester				560 604		7,94 %
Fortum	EUR	1 145 000	112,10	128 355	0,13 %	1,82 %
Totalt for Forsyningsselskaper				128 355		1,82 %
Sum markedsverdi				7 057 408		100,00 %
Urealiserte kursgevinster/tap				1 115 734		
Bokført kostpris				5 941 674		



NOTE 9 – Andre fordringer

<i>Mill. kr.</i>	31.12.2004	31.12.2003
Andre fordringer består av:		
Uoppgjorte verdipapirhandler	1	0
Påløpt utbytte	16	12
Fordring på Aker RGI	187	0
Påløpte renter på fordring Aker RGI	179	58
Diverse fordringer	0	5
Pantelån Rikstrygdeverket	3	3
Sum	386	78

NOTE 10 – Bankinnskudd

<i>Mill. kr.</i>	2004	2003
Valutakonti	43	0
Kortsiktige plasseringer	945	922
Totalt	988	922

NOTE 11 – Driftsmidler

<i>Mill. kr.</i>	Maskiner og inventar
Anskaffelseskost	
Anskaffelseskost pr. 31.12.2003	6,8
+ Tilgang 2004	1,8
- Avgang 2004 (tilbakeføring av nedskrivninger)	2,0
Anskaffelseskost pr. 31.12.2004	6,6
Avskrivninger	
Akkumulerte avskrivninger pr. 31.12.2003	2,7
+ Ordinære avskrivninger 2004	1,1
- Avskrivninger på avgang 2004 (tilbakeføring av nedskrivninger)	2,0
= Akkumulerte avskrivninger pr. 31.12.2004	1,8
Bokført verdi etter avskrivninger pr. 31.12.2004	4,8



NOTE 12 – Folketrygdfondets kapital

<i>Mill. kr.</i>	
Folketrygdfondets kapital fremkommer som følger:	
Overført fra folketrygden m.v. i perioden 1967–1979	11 778
Akkumulert resultat 1967–2003	146 553
Folketrygdfondets kapital pr. 1. januar 2004	158 331
Verdikorrigert resultat 2004	17 146
Folketrygdfondets kapital pr. 31. desember 2004	175 477

NOTE 13 – Gjeld

<i>Mill. kr.</i>	31.12.2004	31.12.2003
Gjelden består av:		
Diverse gjeld (Skattetrekk, Statens Pensjonskasse etc.)	4	4
Sum	4	4

NOTE 14 – Poster utenom balansen

<i>Mill. kr.</i>	31.12.2004	31.12.2003
Poster utenom balansen består av:		
Terminforretninger	5 000*	9 500

*Gjelder NST471





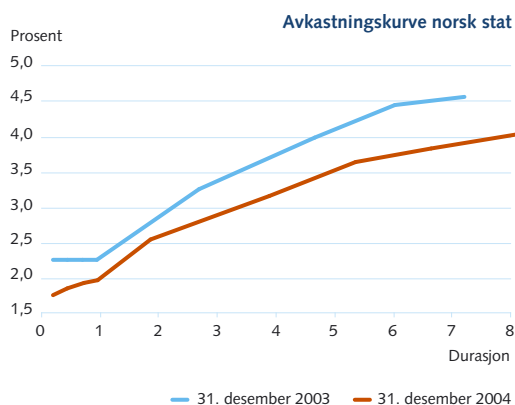
RENTEMARKEDET

Til tross for sterk vekst i verdensøkonomien har internasjonale renter ligget på historisk lave nivåer i 2004. Selv om enkelte råvarepriser, og da særlig olje, steg mye gjennom året var utviklingen i konsumprisen langt mer moderat. Ledig produksjonskapasitet og effektivitetsgevinster synes dermed å ha dempet presset i økonomien. Flere sentralbanker videreførte pengepolitiske stimulanser, mens den amerikanske sentralbanken (Fed) startet en forsiktig normalisering i andre halvår. Dollaren svekket seg kraftig mot slutten av året som følge av de store underskuddene på statsbudsjettet og handelsbalansen i USA. Kina fikk større innvirkning på verdensøkonomien, særlig på grunn av økt etterspørsel etter råvarer, men også med prisdempende effekter gjennom lave produksjonskostnader.

Det amerikanske arbeidsmarkedet har vært en viktig indikator for renteutviklingen gjennom året. Den sterke konjunkturutviklingen medførte ikke samme presstendenser i arbeidsmarkedet som tidligere og dette ga seg utslag i rentemarkedet. Den amerikanske 10-års renten falt fra 4,25 prosent ved begynnelsen av året til årets laveste nivå på 3,68 prosent i mars. Etter hvert som sysselsettingsveksten tok seg opp, steg den amerikanske 10-års renten markert i andre kvartal. Ved utgangen av første halvår var 10-års renten 4,58 prosent etter å ha vært oppe 4,87 prosent på det høyeste.

Den 30. juni foretok Fed den første renteendringen siden juni 2003, og økte signalrenten med 0,25 prosentpoeng til 1,25 prosent. Etter hvert som inflasjonen tiltok fortsatte Fed en gradvis normalisering av pengepolitikken. Til sammen ble signalrenten økt fem ganger i løpet av 2004, med i alt 1,25 prosentpoeng til 2,25 prosent. I takt med signalrenten økte også 3-måneders renten fra 1,16 prosent til 2,58 prosent.

Til tross for økningen i signalrenten viste den amerikanske 10-års renten en fallende tendens i andre halvår og lå ved utgangen av året på 4,22 prosent. Rentedifferansen mellom signalrenten og 10-års renten falt dermed med 1,28 prosentpoeng til 1,97 prosentpoeng i løpet av året.

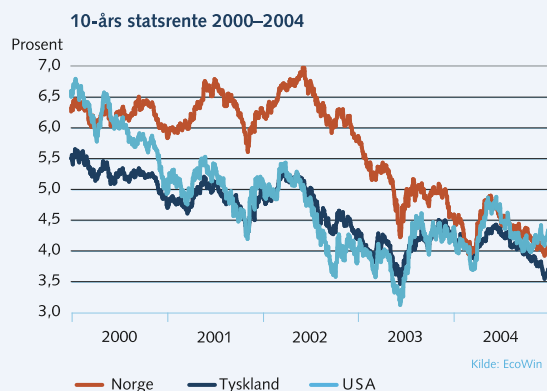
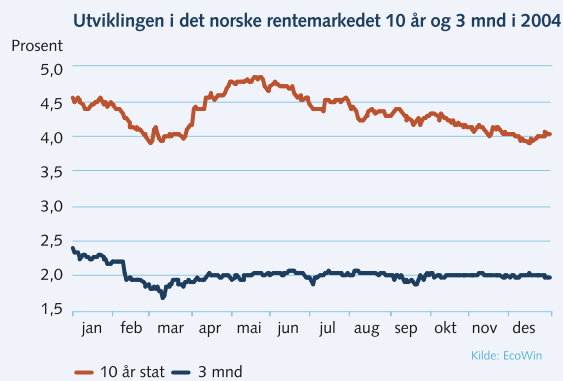
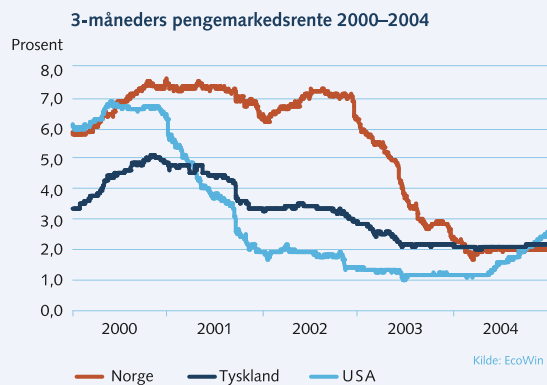
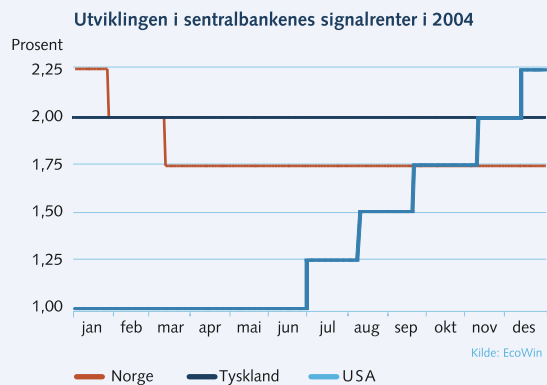


Utflytningen av rentekurven i USA har blant annet sammenheng med en relativt svak utvikling i arbeidsmarkedet i andre halvår. Samtidig bidro en dobling av oljeprisen til betydelig usikkerhet, og la en demper på det amerikanske konsumet. Dette bidro til å øke frykten for en avmatning i den økonomiske veksten. USAs driftsbalanseunderskudd økte betydelig i løpet av 2004, men har uten vanskelighet blitt finansiert av utenlandske investorer. Særlig har asiatiske sentralbanker vært store kjøpere, og trolig bidratt til å holde lange amerikanske renter nede.

Den økonomiske utviklingen i Europa viste tegn til bedring i første halvår 2004. Omfattende arbeidsmarkedsreformer og etterspørsel fra Asia var med på å styrke konkurransesituasjonen og den økonomiske veksten. Denne utviklingen snudde imidlertid i andre halvår som følge av høy oljepris og en styrking av eurokursen. Foreløpige anslag tyder på at BNP-veksten i ØMU ble 1,7 prosent i 2004. Inflasjonen holdt seg på omlag 2,0 prosent, mens arbeidsledigheten lå stabilt i underkant av 9,0 prosent.

På denne bakgrunn har den europeiske sentralbanken holdt styringsrenten fast på 2,0 prosent gjennom hele året, og 3-måneders renten ble dermed liggende stabilt rundt 2,1 prosent.

Utviklingen i den amerikanske 10-års renten var til en viss grad styrende også for utviklingen i lange europeiske renter, men renteoppgangen i vårmånedene var langt svakere enn i USA. En sterk eurokurs



og svakere vekst bidro til en markert rentenedgang i Europa mot slutten av året. Amerikanske og europeiske 10-års renter var tilnærmet like ved årets begynnelse, mens de europeiske rentene lå omlag 0,5 prosentpoeng lavere enn de amerikanske ved slutten av året. Den europeiske 10-års renten falt i løpet av året med 0,61 prosentpoeng fra 4,29 prosent til 3,68 prosent.

Inflasjonsutviklingen ble styrende for utviklingen i det norske rentemarkedet i 2004. For året under ett var prisnivået, målt ved konsumprisindeksen, 0,4 prosent høyere enn året før. Dette er den laveste prisveksten siden 1960. Den fallende prisveksten i årets første måneder var ikke i tråd med Norges Banks og markedets forventninger. Sentralbanken satte derfor ned signalrenten både i januar og mars med til sammen 0,5 prosentpoeng, fra 2,25 prosent til et historisk lavt nivå på 1,75 prosent. Den norske 3-måneders renten falt fra 2,38 prosent til 1,98 prosent gjennom året.

Lange norske renter har i stor grad fulgt utviklingen i tilsvarende amerikanske renter. 10-års renten i Norge falt fra 4,57 prosent ved årets begynnelse til årets laveste nivå på 3,93 prosent i mars. I tråd med positive vekstsignaler fra USA steg den lange renten til 4,89 prosent i mai. Veksttakten i norsk økonomi var god gjennom året og BNP-veksten ble 3,5 prosent i 2004 mens arbeidsledigheten falt fra 4,6 prosent til 4,4 prosent. Til tross for disse signalene falt 10-års renten tilbake til 4,05 prosent ved årets slutt som følge av fallet i europeisk rentenivå. Rentedifferansen mellom norsk og tysk 10-års rente steg fra 0,28 prosentpoeng til 0,38 prosentpoeng i løpet av 2004, men var på det høyeste oppe i 0,67 prosentpoeng.

AKSJEMARKEDET

De internasjonale aksjemarkeder var i 2004 preget av høy oljepris, god resultatutvikling, den økonomiske utviklingen i USA og Kina samt det lave rentenivået. Dette medførte en moderat oppgang i de internasjonale aksjemarkedene.

Oslo Børs innledet året med sterk kursoppgang ledet av oppgang i oljeprisen. Oppgangen varte frem til begynnelsen av mars, da terrorhandlingen i Madrid skapte usikkerhet i markedet. Utover våren ble det



stadig mer fokus på muligheten for en renteoppgang i USA, og aksjemarkedene svekket seg. Ettersom frykten for en renteoppgang avtok, styrket markedet seg. I mai kom det arbeidsmarkedstall fra USA som skapte ny usikkerhet om den økonomiske veksten. Denne usikkerheten ble styrket av at oljeprisen fortsatte oppgangen til nivåer som på sikt ble vurdert til å bremse den økonomiske veksten i verden.

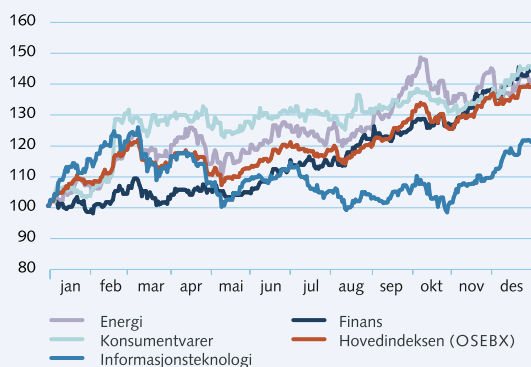
Gode resultater for andre kvartal og stigende oljepriser ga en ny kursoppgang utover høsten. Høy kapasitetsutnyttelse og frykt for produksjonsforstyrrelser holdt oljeprisen på et høyt nivå. Samtidig overrasket forbruket positivt. I Asia har en avdemping i Kinas økonomi og lavere forventet etterspørsel fra USA preget forventningene. I Kina ser det likevel ut til at økonomien har stabilisert seg på en høy veksttakt. Dette hadde positiv effekt på fraktrater og råvarepriser.

Fra en toppnotering i oktober på omlag 52 dollar pr. fat svekket oljeprisen seg i årets siste måneder og var ved utgangen av året på omlag 41 dollar pr. fat. Dette var positivt for de internasjonale aksjemarkedene ettersom den dempende effekten på økonomien dermed ble redusert. Etter presidentvalget i USA har fokus på de stigende ubalansene i amerikansk økonomi økt, noe som førte til et fall i dollarkursen mot slutten av året.

Resultatutviklingen, både i norske og utenlandske selskaper, har vært god gjennom hele året. Ved årets begynnelse var inntjeningsestimaterne moderate, men etter hvert som selskapene rapporterte kvartalstall viste resultatene seg å være til dels vesentlig bedre enn hva markedet hadde forventet. De endelige resultatene for 2004 forventes å bli gode, og svært mye bedre enn det som var ventet ved årets begynnelse. Den sterke resultatutviklingen har vært en viktig faktor for utviklingen i aksjemarkedet i 2004.

Hovedindeksen på Oslo Børs avsluttet året på 236,7, en oppgang på 38,4 prosent fra årets begynnelse da indeksen var 171,0. Av delindeksene på Oslo Børs var det transport-, konsum- og energiindeksene som steg mest med henholdsvis 73,4 prosent, 44,4 prosent og 40,7 prosent. Den sterke oppgangen i transport- og energisektorene kan forklares med den høye oljeprisen og utviklingen innen shipping. Lite tilgang på ny tonnasje og et transportbehov vesentlig høyere enn

Oslo Børs hovedindeks og delindekser 2004



De nordiske aksjeindeksene 2004



Oslo Børs hovedindeks og utenlandske aksjemarkeder 2004





forventet har gitt gode fraktrater. Stigende råvarepriser og tonnasje knapphet har ført til økte priser både på nybygg og brukte skip. Helse, kapitalvarer og forsyning var de sektorene som hadde den svakeste indeksutviklingen i 2004 med henholdsvis 4,8 prosent, 8,3 prosent og 18,9 prosent.

Sammenholdt med de øvrige nordiske børser har Oslo Børs vist en betydelig bedre utvikling målt i lokal valuta. I Norden hadde Finland den svakeste kursutvikling med en oppgang i HEXP-indeksen på 14,6 prosent. Den svenske SBX-indeksen steg med 20,8 prosent, mens den danske KBX-indeksen steg med 20,7 prosent. Den nordiske indeksen FTSE Norex 30 hadde en oppgang på 23,4 prosent målt i svenske kroner.

Oslo Børs hadde en sterkere utvikling enn det amerikanske markedet i 2004. Den bredt sammensatte indeksen S&P 500 steg 9,0 prosent og Dow Jones styrket seg med 3,2 prosent. Den teknologidominerte NASDAQ-indeksen steg med 8,6 prosent. Det europeiske markedet målt ved FTSE Eurotop 300 steg med 8,8 prosent i løpet av året, mens den japanske Nikkei-indeksen steg med 7,6 prosent.

Antallet selskaper notert på Oslo Børs økte i 2004. Ved utgangen av året var det notert 188 selskaper mot 178 ved utgangen av 2003. Den totale kapitaliserte verdi av disse selskapene var 932 mrd. kroner ved utgangen av 2004. Det ble emittert aksjer for i alt 9,3 mrd. kroner i løpet av året, mot 6,6 mrd. kroner året før. Totalomsetningen på Oslo Børs utgjorde 907 mrd. kroner i 2004. I 2003 var totalomsetningen 553 mrd. kroner. Den gjennomsnittlige daglige omsetning økte således fra 2,2 mrd. kroner i 2003 til 3,6 mrd. kroner i 2004.

Eiersammensetningen på Oslo Børs ble endret i 2004 ved at statens eierandel ble redusert og utlendingenes eierandel økte. Statens eierandel ble i 2004 redusert til 37,0 prosent fra 41,3 prosent året før. Årsaken til dette er nedsalg i Statoil og Telenor samt børsnotering av Yara. Utlendingenes eierandel økte fra 27,8 prosent i 2003 til 32,8 prosent i 2004. Private pensjonsfond (inkludert livsforsikringsselskaper) har redusert sin eierandel fra 3,2 prosent i 2003 til 2,8 prosent i 2004. Aksjefondenes andel ble også redusert, fra 4,6 prosent til 4,2 prosent. Privatpersoner reduserte sin eierandel fra 5,5 prosent til 5,3 prosent. Eierandelen til gruppen private foretak økte fra 14,5 prosent i 2003 til 14,8 prosent i 2004.



Markedsverdien av Folketrygdfondets verdipapirportefølje (inkludert opptjente renter) utgjorde 175 090 mill. kroner pr. 31. desember 2004. Dette er en økning på 16 836 mill. kroner i forhold til utgangen av 2003 og tilsvarer en avkastning på 10,6 prosent for fondets verdipapirportefølje. I tillegg har fondet i 2004 inntektsført i alt 308 mill. kroner som følge av en utenomrettslig avtale knyttet til tvangsinnløsning av aksjer i Aker RGI. Det verdikorrigerede resultatet for 2004 ble således 17 146 mill. kroner mot 22 198 mill. kroner året før. Dette tilsvarer en avkastningsrate på 10,8 prosent, mens avkastningsraten året før var 16,2 prosent. Den urealiserte kursgevinsten (kursreserven) var 24 225 mill. kroner, eller 16,1 prosent mer enn bokført verdi, og fordelte seg med 14 716 mill. kroner på porteføljen av aksjer og 9 509 mill. kroner på porteføljen av rentebærende papirer. Opptjente renter beløp seg til 3 751 mill. kroner.

Beholdningen av rentebærende papirer utgjorde ved årsskiftet 134 249 mill. kroner, som er 76,7 prosent av den samlede verdipapirporteføljen. Aksjebeholdningen beløp seg til 40 841 mill. kroner. Plasseringene i statspapirer utgjorde 107 378 mill. kroner, eller 61,3 prosent av totalporteføljen.

Den bokførte verdien av porteføljen beløp seg ved siste årsskifte til 147 115 mill. kroner. Dette er en økning på 7 718 mill. kroner fra året før. Økningen tilsvarer fondets realiserte resultat på 8 333 mill. kroner med fradrag av en netto økning i fordringer på 615 mill. kroner. Økningen i den bokførte verdi av porteføljen fordelte seg med 5 884 mill. kroner på renteporteføljen og 1 834 mill. kroner på plasseringer i aksjer. Plasseringene i statspapirer utgjorde 65,4 prosent av porteføljen (inkludert opptjente renter). I henhold til fondets reglement skal beholdningen av statspapirer som et minimum utgjøre 65,0 prosent.

RENTEINSTRUMENTER

Markedsverdien av renteporteføljen beløp seg ved siste årsskifte til 134 249 mill. kroner. Dette er 7 039 mill. kroner høyere enn ved utgangen av 2003. Kursreserven økte med 850 mill. kroner i løpet av 2004.

Beholdningen av kontolån til statskassen var ved utgangen av 2004 på 102 154 mill. kroner, som er en økning på 5 370 mill. kroner i løpet av året. Markedsplasseringer i statspapirer ble redusert med 997 mill. kroner til 5 224 mill. kroner. Beholdningen av ikke-statlige rentepapirer økte med 2 666 mill. kroner til 26 871 mill. kroner. Andelen ikke-statlige plasseringer i renteporteføljen ble dermed økt fra 19,0 prosent ved forrige årsskifte til 20,0 prosent ved siste årsskifte.

Den bokførte verdien av Folketrygdfondets plasseringer i renteinstrumenter beløp seg pr. 31. desember 2004 til 120 990 mill. kroner. Dette er en økning på 5 884 mill. kroner siden forrige årsskifte. Av den bokførte verdien utgjorde statlige papirer 95 290 mill. kroner, eller 78,8 prosent. Ved forrige årsskifte utgjorde de statlige plasseringene 80,2 prosent. De ikke-statlige plasseringene utgjorde 25 700 mill. kroner, eller 21,2 prosent. Av de ikke-statlige plasseringene utgjorde finansobligasjoner og -sertifikater 67,8 prosent, mens industriobligasjoner og -sertifikater utgjorde 27,8 prosent. Kommunale- og fylkeskommunale obligasjoner sto for 0,6 prosent, mens bankinnskudd utgjorde 3,8 prosent.

Sammensetningen av den ikke-statlige renteporteføljen bestemmes primært ut fra tilgjengeligheten 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. Emisjonsvolumet 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 en noe større rentemargin til statspapirer.

Folketrygdfondets likviditet varierer gjennom året i henhold til porteføljens rente- og forfallsstruk-

**FTFs portefølje av verdipapirer (inkl. bankinnskudd) pr. 31. desember 2004**

Mill. kr	Bokført verdi				Markedsverdi			
	2004	%-vis andel	Endring fra 2003	%-vis endring	2004	%-vis andel	Endring fra 2003	%-vis endring
Stats- og statsgaranterte verdipapirer:								
Kontolån til statskassen	90 375	61,4 %	3 619	4,2 %	102 154	58,3 %	5 370	5,5 %
Statspapirer	4 915	3,4 %	-693	-12,4 %	5 224	3,0 %	-997	-16,0 %
Sum kontolån og statspapirer	95 290	64,8 %	2 926	3,2 %	107 378	61,3 %	4 373	4,2 %
Private og kommunale obligasjoner og sertifikater:								
Kommunale papirer	147	0,1 %	-26	-15,0 %	200	0,1 %	-32	-13,8 %
Industripapirer	7 142	4,9 %	1 158	19,4 %	7 546	4,3 %	1 147	17,9 %
Finanspapirer	17 423	11,8 %	1 760	11,2 %	18 137	10,4 %	1 485	8,9 %
Bankinnskudd	988	0,7 %	66	7,2 %	988	0,6 %	66	7,2 %
Sum private og kommunale papirer	25 700	17,5 %	2 958	13,0 %	26 871	15,4 %	2 666	11,0 %
Sum rentebærende papirer	120 990	82,2 %	5 884	5,1 %	134 249	76,7 %	7 039	5,5 %
Aksjer:								
Norsk aksjeforfølje	20 183	13,7 %	908	4,7 %	33 783	19,3 %	8 208	32,1 %
Nordisk aksjeforfølje	5 942	4,0 %	926	18,5 %	7 058	4,0 %	1 589	29,1 %
Sum aksjer	26 125	17,8 %	1 834	7,6 %	40 841	23,3 %	9 797	31,6 %
Sum verdipapirportefølje	147 115	100,0 %	7 718	5,5 %	175 090	100,0 %	16 836	10,6 %

FTFs portefølje av renteplasseringer pr. 31. desember 2004

	Bokført verdi		Markedsverdi	
	Mill. kr	Prosent	Mill. kr	Prosent
Stats- og statsgaranterte verdipapirer:				
Kontolån til statskassen	90 375	74,7 %	102 154	76,1 %
FTFs markedsportefølje:				
Statsobligasjoner/statssertifikater	4 390	3,6 %	4 518	3,4 %
Andre stats- og statsgaranterte obligasjoner/sertifikater	525	0,4 %	706	0,5 %
Sum statlige kontolån, obligasjoner og sertifikater	95 290	78,8 %	107 378	80,0 %
Private og kommunale obligasjoner og sertifikater:				
Kommunale papirer	147	0,1 %	163	0,1 %
Industripapirer	7 142	5,9 %	7 583	5,7 %
Finanspapirer	17 423	14,4 %	18 137	13,5 %
Bankinnskudd	988	0,8 %	988	0,7 %
Sum private og kommunale obligasjoner og sertifikater	25 700	21,2 %	26 871	20,0 %
Sum kontolån, obligasjoner og sertifikater	120 990	100,0 %	134 249	100,0 %



tur og gjennomføringen av investeringsstrategien. Overskuddslikviditeten blir i hovedsak plassert i interbankmarkedet. Ved årsskiftet var 988 mill. kroner plassert som bankinnskudd mot 922 mill. kroner ved forrige årsskifte.

På grunn av det vedvarende lave rentenivået valgte Folketrygdfondet å redusere renterisikoen i porteføljen ytterligere i løpet av året. Durasjonen var ved utgangen av året 2,6 år, mot 3,0 år ved forrige årsskifte.

Det samlede resultat for renteporteføljen beløp seg i 2004 til 6 806 mill. kroner, fordelt med 6 105 mill. kroner på renteinntekter, 149 mill. kroner i realiserte kurstap og 850 mill. kroner som økning i urealiserte kursgevinster. Dette gir en verdikorrigert avkastning på 5,2 prosent mot 11,2 prosent i 2003.

I forhold til den valgte referanseindeksen fikk FTF i 2004 en mindreakstning på 2,0 prosentpoeng. Mindreakstningen skyldes at fondets renteportefølje har hatt en lavere renterisiko enn referanseporteføljen, noe som slår negativt ut når renten faller og en har en stigende avkastningskurve.

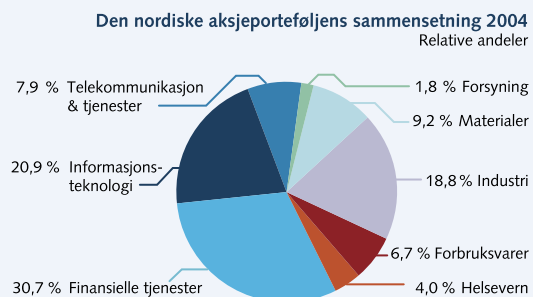
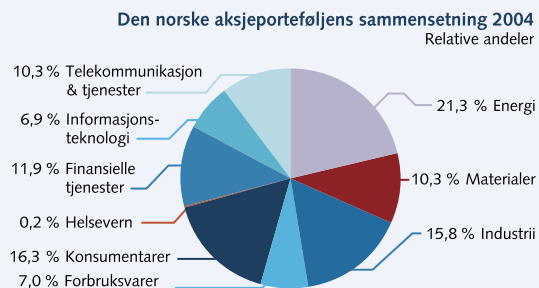
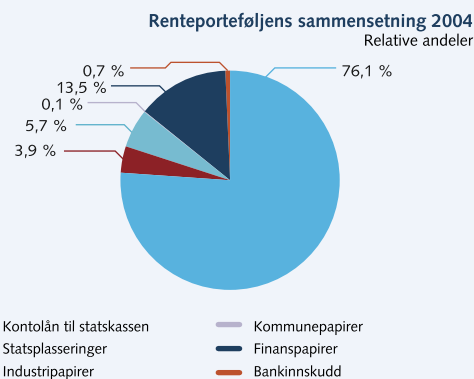
AKSJER

Markedsverdien av Folketrygdfondets portefølje av aksjer beløp seg pr. 31. desember 2004 til 40 841 mill. kroner. Dette var 9 797 mill. kroner høyere enn ved utgangen av 2003. Kursreserven økte med 7 963 mill. kroner som følge av den sterke utviklingen på aksjemarkedet gjennom året. Beholdningen av norske aksjer utgjorde 33 783 mill. kroner, som er en økning på 8 208 mill. kroner fra året før. Beholdningen av aksjer i øvrige Norden økte med 1 589 mill. kroner til 7 058 mill. kroner.

Den bokførte verdien av aksjeporteføljen beløp seg ved årsskiftet til 26 125 mill. kroner som er 1 834 mill. kroner høyere enn ved utgangen av året før. Den norske aksjeporteføljen ble økt med 908 mill. kroner, mens aksjeporteføljen i øvrige Norden økte med 926 mill. kroner.

I den norske aksjeporteføljen har selskaper som inngår i energibransjen økt sin relative andel fra 20,6 prosent til 21,3 prosent av porteføljens markedsverdi. Helsevernsektoren har redusert sin andel av

porteføljen fra 9,7 prosent til 0,2 prosent, ettersom Amersham ble kjøpt opp av General Electric med oppgjør i aksjer. Fondets aksjer i General Electric rapporteres som en del av den norske aksjeporteføljen. Selskaper som inngår i forbruksvaresektoren er redusert fra 8,8 prosent til 7,0 prosent. Selskaper i telekommunikasjonssektoren, dvs. Telenor, utgjorde 10,3 prosent av porteføljens markedsverdi ved årets slutt sammenlignet med 8,5 prosent ett år tidligere. Informasjonsteknologisektoren økte sin andel av porteføl-





jen fra 5,6 prosent til 6,9 prosent. Industrisektorens andel ble økt fra 8,7 prosent til 15,8 prosent ettersom General Electric-aksjene inngår i denne sektoren i den norske aksjeforføljen. Konsumentvarebransjen opprettholdt sin andel av porteføljen på 16,3 prosent, mens finanssektoren reduserte sin andel av porteføljen fra 13,3 prosent til 11,9 prosent.

Ved årets slutt var det investert i 36 selskaper i den norske aksjeforføljen, hvorav fem er utenlandsregistrerte. Dette er en reduksjon på fire selskaper i forhold til i fjor. Fondet har investeringer i ett grunnfundsbevis som rapporteres som del av den norske aksjeforføljen.

Målt etter markedsverdi svarte de ti største plasseringene for 70,6 prosent av FTFs samlede investeringer i norske aksjer og grunnfundsbevis ved utgangen av året. Dette er en reduksjon på 3,2 prosentpoeng sammenlignet med forrige årsskifte. De ti største selskaperens andel av hovedindeksen på Oslo Børs utgjorde 73,8 prosent ved utgangen av året.

FTF oppnådde i 2004 et verdikorrigert resultat for porteføljen av aksjer på 10 381 mill. kroner. Dette omfatter utbytte på 1 558 mill. kroner, realiserte kursgevinster på 863 mill. kroner, økning i urealiserte kursgevinster på 7 963 mill. kroner og andre inntekter på -3 mill. kroner. Andre inntekter er i hovedsak tap på valuta i forbindelse med den nordiske aksjeforføljen.

Avkastningen for porteføljen av norske aksjer var 36,5 prosent i 2004. Målt mot referanseindeksen, som hadde en avkastning på 38,4 prosent, var mindreavkastningen 1,9 prosentpoeng. På sektornivå bidro fondets høye andel av aksjer innen industrisektoren til mindreavkastningen.

Avkastningen for porteføljen av aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige var 18,9 prosent i 2004. Målt mot referanseindeksen, som hadde en avkastning på 19,6 prosent, var mindreavkastningen 0,7 prosentpoeng. FTFs beholdning av aksjer i Norden utenom Norge omfatter 28 selskaper. Referanseindeksen for denne porteføljen er FTSE NOREX 30.



I Folketrygdfondets 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 tilsier at ansvaret for å fastsette risikorammer for kapitalforvaltningen er tilagt styret i Folketrygdfondet.

FTFs styre har definert referanseporteføljer og risikorammer for fondets totalportefølje og for henholdsvis renteporteføljen, den norske aksjeporteføljen og den nordiske aksjeporteføljen. FTFs styring av risiko tar utgangspunkt i ulike metoder og kriterier, herunder forventet relativ volatilitet. I det følgende kommenteres avkastnings- og risikoutviklingen for fondets totalportefølje og for delporteføljene.

REFERANSEPORTEFØLJER

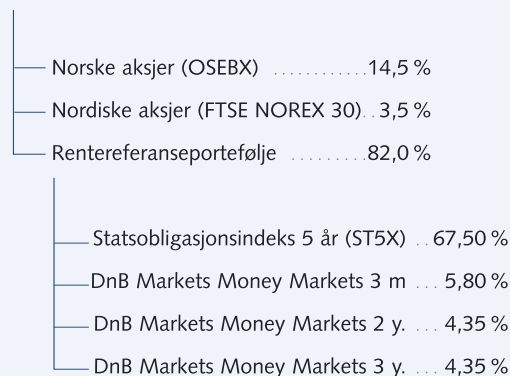
For plasseringer i norske aksjer og andre egenkapitalinstrumenter har FTFs styre fastsatt at fondets referanseportefølje skal være hovedindeksen for Oslo Børs (OSEBX).

For den nordiske aksjeporteføljen har styret fastsatt at indeksen FTSE NOREX 30 skal være 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 Folketrygdfondets 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 2004 har denne vært sammensatt av Statsobligasjonsindeks 5 år (ST5X), samt tre referanseindekser for ikke-statlige papirer.

Folketrygdfondets styre har fastsatt en referanseportefølje for fondets totalportefølje som er basert på

Totalreferanseportefølje for 2004



referanseporteføljene for henholdsvis norske aksjer, nordiske aksjer og renter. For 2004 ble de ulike aktivaklassenes andeler i totalreferanseporteføljen fastsatt til 14,5 prosent norske aksjer, 3,5 prosent nordiske aksjer og 82,0 prosent renter. Disse andelenes forutsetter at det ikke er avvik mellom fondets bokførte kapital og tilsvarende markedsverdier. De ulike aktivaklassene inngikk i fondets totalreferanseportefølje med den andel som målt ved markedsverdi tilsvarte en bokført andel på henholdsvis 18,0 prosent for aksjer samlet og 82,0 prosent for renter. Fordi fondet har relativt betydelige urealiserte gevinster i aksjeporteføljene var andelen aksjer i totalreferanseporteføljen målt til markedsverdi gjennomgående høyere enn 18,0 prosent i 2004. Ved utgangen av 2004 var andelen aksjer 23,9 prosent målt til markedsverdi.

Styret har for 2005 endret prinsippet for fastsettelse av aktivaforordelingen i referanseporteføljen ved at aktivaklassenes andeler fastsettes til markedsverdi. Styret har for 2005 fastsatt en aksjeandel i totalreferanseporteføljen på 22,5 prosent, hvor norske aksjer utgjør 19,0 prosentpoeng og nordiske aksjer 3,5 prosentpoeng. Andelen renter er 77,5 prosent. Den private delen av totalreferanseporteføljen er 37,5 prosent. Andelen rebalanseres ved inngangen til hvert kvartal, men følger markedsutviklingen til de underliggende indeksene gjennom kvartalet.

**TIDSVEKTET AVKASTNING**

I det etterfølgende sammenlignes avkastningsutviklingen med referanseporteføljene for de enkelte år. Det bemerkes i denne forbindelse at FTFs norske aksjeportefølje også inkluderer grunnfondsbevis og fondets beholdning av aksjer i General Electric.

I beregningen av tidsvektet avkastning er det for perioden 1998–2004 beregnet daglig avkastning for alle delporteføljene som er geometrisk sammenvektet. Avkastningstallene for denne syvårsperioden 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.

Avkastningen for fondets norske aksjeplasseringer var i 2004 på 36,49 prosent, hvilket var 1,96 prosentpoeng

svakere enn hovedindeksens avkastning. I femårsperioden 2000–2004 oppnådde FTF en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 3,82 prosentpoeng sammenlignet med utviklingen i referanseindeksen. Også for de andre flerårsperiodene som er gjengitt i tabellen for gjennomsnittlige avkastningsrater har fondets norske aksjeportefølje en meravkastning sammenlignet med referanseporteføljen.

For den nordiske aksjeporteføljen oppnådde FTF i 2004 en avkastning på 18,92 prosent beregnet i norske kroner. Dette er 0,69 prosentpoeng svakere enn referanseporteføljens avkastning. Ved investeringer utenfor Norge må fondet betale kildeskatt på utbytte til de aktuelle land. Justeres avkastningen for kildeskatt blir avkastningen 0,70 prosentpoeng bedre for 2004, og brutto meravkastning er således 0,01 prosentpoeng. Tilsvarende bedres den årlige

Gjennomsnittlige tidsvektede avkastningsrater for perioden 1995–2004 (årlig prosent)

Totalporteføljen					
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanseavkastning	Korreksjon for skatt	Brutto meravkastning
2004	10,60	12,86	-2,26	0,03	-2,23
2002–2004 (3 år)	9,39	10,49	-1,10	0,01	-1,09
2000–2004 (5 år)	7,69	7,73	-0,04	0,01	-0,03
1995–2004 (10 år)	7,79	8,00	-0,21	-	-0,21
Renteporteføljen					
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanseavkastning	Korreksjon for skatt	Brutto meravkastning
2004	5,16	7,16	-2,00	-	-2,00
2002–2004 (3 år)	8,30	9,36	-1,06	-	-1,06
2000–2004 (5 år)	7,53	8,10	-0,57	-	-0,57
1995–2004 (10 år)	7,22	7,57	-0,35	-	-0,35
Norske aksjer					
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanseavkastning	Korreksjon for skatt*	Brutto meravkastning
2004	36,49	38,45	-1,96	0,02	-1,94
2002–2004 (3 år)	13,31	12,29	1,02	0,01	1,03
2000–2004 (5 år)	7,09	3,27	3,82	-	3,82
1995–2004 (10 år)	10,53	9,29	1,24	-	1,24
* Relaterer seg til kildeskatt til USA for utbytte fra General Electric					
Nordiske aksjer					
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanseavkastning	Korreksjon for skatt	Brutto meravkastning
2004	18,92	19,61	-0,69	0,70	0,01
2002–2004 (3 år)	-0,87	-0,37	-0,50	0,48	-0,02



Pengevektet avkastning 1991–2004 (årlig prosent)

Norsk aksjportefølje		
Beregningsperiode	Pengevektet avkastning	Tidsvektet avkastning
2004	36,16	36,49
2002–2004 (3 år)	13,60	13,31
2000–2004 (5 år)	8,23	7,09
1995–2004 (10 år)	10,97	10,53
1991–2004 (13 år og 4 mnd.)	11,80	
Nordisk aksjportefølje		
Beregningsperiode	Pengevektet avkastning	Tidsvektet avkastning
2004	18,44	18,92
2002–2004	15,33	-0,87
2001–2004 (fra 08.05.2001)	14,86	-3,45

gjennomsnittlige avkastningen for treårsperioden 2002–2004 med 0,48 prosentpoeng når effekten av kildeskatt på utbytte tas bort. Brutto meravkastning for denne treårsperioden er således -0,02 prosentpoeng. I 2003 ble rammene for den nordiske aksjporteføljens størrelse økt fra 1 prosent til 4 prosent av fondets kapital. Som følge av rammeøkningen økte fondet sin beholdning av nordiske aksjer i 2003 og 2004. Dersom avkastningen i treårsperioden 2002–2004 i tillegg justeres for kurtasje som følge av nevnte porteføljekjøp blir brutto meravkastning positiv.

For fondets renteportefølje var avkastningen siste år på 5,16 prosent, som var 2,00 prosentpoeng svakere enn for rentereferanseporteføljen. For femårsperioden 2000–2004 hadde fondet en gjennomsnittlig årlig mindreavkastning for renteporteføljen på 0,57 prosent.

For fondets totalportefølje var avkastningen siste år 10,60 prosent, hvilket var 2,26 prosentpoeng svakere enn for totalreferanseporteføljen. For femårsperioden 2000–2004 var gjennomsnittlig årlig avkastning for totalporteføljen 0,04 prosentpoeng lavere enn totalreferanseporteføljens avkastning.

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 tabellen for pengevektet avkastning for fondets norske aksjportefølje og nordiske aksjportefølje er både pengevektet og tidsvektet avkastning vist. Beregningene for pengevektet avkastning for perioden før 1999 er basert på visse beregningstekniske forenklinger. Det antas derfor at beregningene har en feilmargen på +/- 0,2 prosentpoeng.

Det har ikke vært tilførsel eller uttak fra fondets kapital siden midten av 1970-tallet. Det medfører at det ikke er forskjell mellom pengevektet og tidsvektet avkastning for fondets totalportefølje.

Folketrygdfondets investering i aksjemarkedet har, i tråd med fondets investeringsfilosofi, vært bygget opp gradvis over hele perioden. Aksjainvesteringene har i stor grad vært foretatt motsyklisk. Vi ser dette spesielt i 1998, 2001 og 2002 hvor det ble foretatt store kjøp i den norske aksjporteføljen 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 aksjporteføljen.

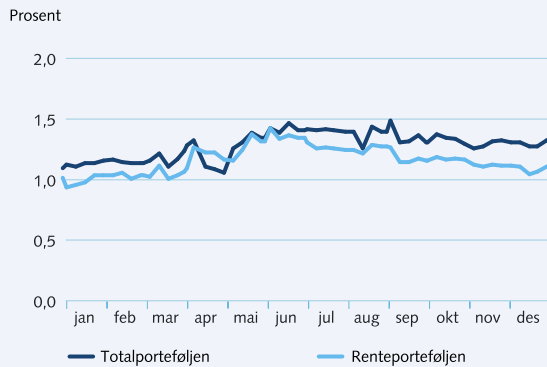
Den pengevektede avkastningen for den norske aksjporteføljen har for 10-årsperioden 1995–2004, som følge av fondets motsykliske investeringshistorie, vært noe høyere enn den tilsvarende tidsvektede avkastning.



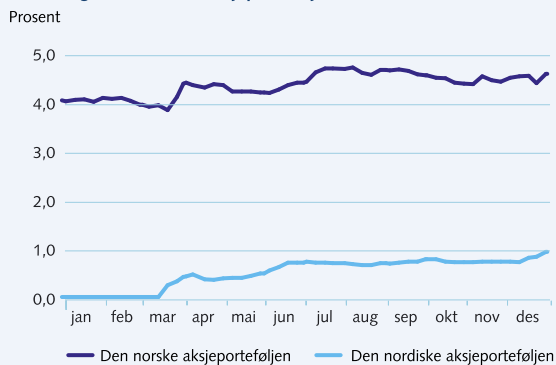
Kursutviklingen i aksjemarkedet og Folketrygdfondets netto kjøp av aksjer 1991–2004



Forventet relativ volatilitet, totalporteføljen og renteporteføljen 2004

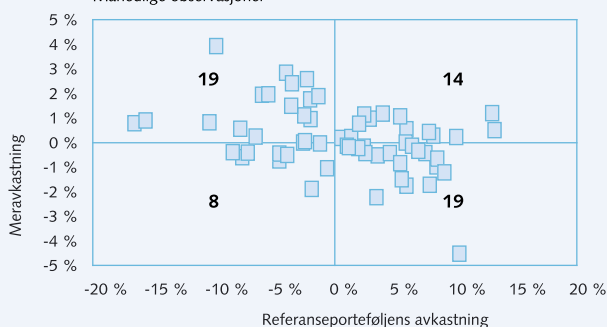


Forventet relativ volatilitet, den norske aksjporteføljen og den nordiske aksjporteføljen 2004



Meravkastning vs referanseporteføljens avkastning, norske aksjer 2000–2005

Månedlige observasjoner



RISIKO OG RISIKOJUSTERT AVKASTNING

Det kan benyttes ulike metoder for beregning av risikoen knyttet til investeringer i ulike verdipapirer. I dagligtale omtales ofte begrepet risiko som faren, eller sannsynligheten, for at noe kan gå galt. I finansteorien vil normalt såkalte gale utfall, dvs. perioder med kursfall, ha sitt motstykke i muligheten for at resultatet 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.

For femårsperioden 2000–2004 var standardavviket, beregnet på grunnlag av månedlige avkastningstall, for FTFs totalportefølje 3,57 prosentpoeng på årsbasis. Standardavviket til totalreferanseporteføljen var for samme periode 3,85 prosentpoeng, dvs. at totalreferanseporteføljen hadde en noe høyere risiko enn fondets totalportefølje i denne perioden.

For fondets renteportefølje var standardavviket 2,44 prosentpoeng for femårsperioden 2000–2004. Standardavviket for referanseporteføljen til renteporteføljen var for den samme femårsperioden 3,10 prosentpoeng.

For fondets norske aksjportefølje var standardavviket 21,36 prosentpoeng for femårsperioden 2000–2004, noe som er 1,38 prosentpoeng lavere enn standardavviket til den norske aksjporteføljens referanseindeks. Fondets nordiske aksjportefølje har siden oppstarten et standardavvik på 26,92 prosentpoeng. Dette er 0,10 prosentpoeng lavere enn referanseindeksens standardavvik.

Standardavviket for Folketrygdfondets norske aksjportefølje har vært lavere enn referanseindeksens standardavvik også dersom en måler standardavviket for ulike perioder. Kombinasjonen av bedre avkastning og lavere risiko, målt ved standardavviket, indikerer at FTF har hatt en fordelaktig porteføljesammensetning. Det siste vises også ved at risikojustert avkastning, målt ved M^2 , er høyere enn referanseporteføljens avkastning.



Årlig avkastning for FTF og referanseporteføljene

År	Norske aksjer		Renter		Nordiske aksjer		Totalporteføljen	
	FTF	Ref.port	FTF	Ref.port	FTF	Ref.port	FTF	Ref.port
2004	36,49 %	38,45 %	5,16 %	7,16 %	18,92 %	19,61 %	10,60 %	12,86 %
2003	46,98 %	48,40 %	11,02 %	12,30 %	45,05 %	46,36 %	16,21 %	18,02 %
2002	-27,50 %	-31,10 %	8,64 %	8,51 %	-43,50 %	-43,50 %	1,79 %	1,17 %
2001	-9,60 %	-15,60 %	6,70 %	6,90 %	-9,86 %	-9,56 %	4,20 %	3,10 %
2000	7,00 %	-1,70 %	6,30 %	5,80 %			6,50 %	4,70 %
1999	35,40 %	45,50 %	4,40 %	4,20 %			8,40 %	9,50 %
1998	-23,40 %	-26,70 %	4,40 %	4,30 %			0,10 %	-1,10 %
1997	25,90 %	31,50 %	6,00 %	6,20 %			8,40 %	9,90 %
1996	31,40 %	32,10 %	7,50 %	7,80 %			10,20 %	10,80 %
1995	12,10 %	11,60 %	12,60 %	12,80 %			12,50 %	12,60 %
1994	6,30 %	7,10 %	0,80 %				1,30 %	

Aksjeporteføljene, risikojusterte avkastningsmål og risikoberegninger for perioden 1995–2004

Norske aksjer			
	Beregnings- periode	FTF	Referanse- portefølje
Sharpe rate	2004	239,89 %	230,05 %
	2002–2004 (3 år)	35,65 %	30,55 %
	2000–2004 (5 år)	7,43 %	-9,84 %
	1995–2004 (10 år)	24,03 %	16,99 %
M ²	2004	39,93 %	38,45 %
	2002–2004 (3 år)	13,51 %	12,29 %
	2000–2004 (5 år)	7,19 %	3,27 %
	1995–2004 (10 år)	10,76 %	9,29 %
Standardavvik	2004	13,61 %	15,04 %
	2002–2004 (3 år)	23,38 %	23,93 %
	2000–2004 (5 år)	21,36 %	22,74 %
	1995–2004 (10 år)	20,01 %	20,99 %
Relativ volatilitet	2004	3,59 %	
	2002–2004 (3 år)	2,76 %	
	2000–2004 (5 år)	4,63 %	
	1995–2004 (10 år)	4,58 %	
Nordiske aksjer			
	Beregnings- periode	FTF	Referanse- portefølje
Sharpe rate	2004	103,50 %	108,15 %
	2002–2004 (3 år)	-22,13 %	-20,16 %
M ²	2004	18,93 %	19,61 %
	2002–2004 (3 år)	-0,89 %	-0,37 %
Standardavvik	2004	14,57 %	14,58 %
	2002–2004 (3 år)	26,44 %	26,51 %
Relativ volatilitet	2004	0,37 %	
	2002–2004 (3 år)	0,53 %	

For flerårsperiodene er beregningene foretatt på grunnlag av månedlige avkastningstall. For 2004 er det benyttet ukentlige avkastningstall.



For den norske aksjeporteføljen har Folketrygdfondet som siktemål å oppnå en høyere avkastning enn referanseporteføljen over tid samtidig som fondets porteføljesammensetning skal ha et lavere risikonivå enn det referanseporteføljen representerer. Konkret innebærer dette at fondet søker å ha en porteføljesammensetning som begrenser tap i de perioder hvor aksjekursene synker. I figuren som viser meravkastning versus referanseporteføljens avkastning for den norske aksjeporteføljen i perioden 2000–2005 ser vi at fondet oppnådde en høyere avkastning enn referanseporteføljen i 19 av de 27 månedene hvor referanseporteføljen viste en negativ utvikling og en lavere avkastning i bare 8 av månedene med negativ avkastning for Oslo Børs. I de periodene hvor referanseporteføljen steg, var fordelingen mellom mer- og mindreakstning mer jevn.

Av de totalt 33 månedene med positiv avkastning for Oslo Børs oppnådde FTF meravkastning i 14 måneder og mindreakstning i 19 måneder.

I risikostyringen er ikke historisk relativ volatilitet et egnet styringsverktøy. Folketrygdfondets styre har derfor fastsatt rammer for forvaltningen knyttet til forventet relativ volatilitet. For totalporteføljen fastsatte styret en ramme på 2,0 prosent for 2004, mens rammene for renteporteføljen, porteføljen for norske aksjer samt den nordiske aksjeporteføljen ble satt til henholdsvis 1,5 prosent, 10,0 prosent og 2,5 prosent. Forvaltningen har i 2004 vært klart innenfor de rammer styret har satt på delporteføljenivå og for totalporteføljen. For 2005 har Folketrygdfondets styre videreført rammene fra 2004 for forventet relativ volatilitet.

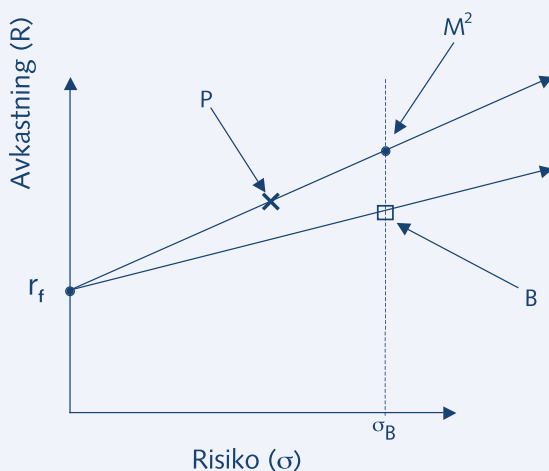


RELATIV VOLATILITET

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 porteføljevæktene som gjelder på det tidspunkt 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.

SHARPE RATE OG M^2



$$M^2 = r_f + \frac{(R_p - r_f) \cdot \sigma}{\sigma_p}$$

$$SR = \frac{(R - r_f)}{\sigma}$$

M^2 viser hvor høy avkastning porteføljen ville fått dersom risikoen målt ved standardavviket til avkastningen hadde vært lik referanseindeksens risiko. Sharpe raten (SR) er et mål på hvor stor avkastning en har oppnådd utover risikofri rente per enhet av risiko.

I figuren ser vi at M^2 for porteføljen er høyere enn avkastningen til referanseindeksen B. Dette betyr at

risikojustert avkastning til porteføljen var bedre enn referanseindeksen.

I figuren kan en også visuelt se Sharpe raten til henholdsvis porteføljen og referanseindeksen som stigningstallet til linjene fra risikofri rente (r_f) til punktene i diagrammet som viser risiko og avkastning for porteføljen (P) og referanseindeksen (B).



Rune Selmar
Administrerende direktør



Lars Tronsgaard
Viseadministrerende direktør



Nils Bastiansen
Direktør aksjer



Lisbeth Johansen
Organisasjonssjef

AKSJEAVDELINGEN

- forvaltning av porteføljen av aksjer og andre egenkapitalinstrumenter
- analyse av utviklingen i aksjemarkedene
- oppfølging av utviklingen i enkeltelskaper
- strategiutvikling, forvaltningsmetodikk og investeringsanalyser



Nils Bastiansen
Direktør aksjer



Vigdis Almestad
Porteføljeforvalter



Ann Kristin Brautaset
Porteføljeforvalter



Tore Været
Porteføljeforvalter



Lill E. Aafos
Porteføljeforvalter

ANALYSEAVDELINGEN

- rapportering og analyser om avkastnings- og risikoutvikling
- utvikling av metoder og systemer for risikoovervåking og -styring
- gjennomføring av ulike markeds- og investeringsanalyser



Jørn Nilsen
Analysesjef



Vette Bolstad
Finansanalytiker



Geirr Ellefsen
Finansanalytiker



Jørn Terje Krekling
Finansanalytiker



RENTEAVDELINGEN

- forvaltning av porteføljen av kotelån, obligasjoner, sertifikater og bankinnskudd
- likviditetsoppfølging og -styring
- analyse av utviklingen i rentemarkedene
- konjunkturrapportering og makroøkonomiske analyser
- strategutvikling, forvaltningsmetodikk og investeringsanalyser



Lars Tronsgaard
Viseadministrerende direktør



Bjarne Andersson
Porteføljeforvalter



Hege Huse
Porteføljeforvalter

ØKONOMI- & ADMINISTRASJONSAVDELINGEN

- budsjettoppfølging, regnskapsføring og rapportering
- oppgjør vedrørende kjøp/salg av verdipapirer
- kontroll av overholdelse av fullmakter/rammer
- drift og overvåking av IT-systemene
- arkiver
- personaladministrative oppgaver
- resepsjon, sentralbord og administrative tjenester



Rune Møien
Økonomi- og administrasjonssjef



Edel Schøyen Cederkvist
Regnskapskonsulent



Kari Margrethe Gigernes
Resepsjonsekretær



Jostein Haugen
Økonomikonsulent



Mai Lindegaard
Administrasjonsekretær



Monika Paulsen
Oppgjørskonsulent



Eva Sletten
Administrasjonskonsulent



Lisa Wennesland
Sjefssekretær

REGLEMENT FOR FOLKETRYGDFONDET

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

Fastsatt av Stortinget 20. juni 1997 i medhold av § 23–11 fjerde ledd i lov av 28. februar 1997 nr. 19 om folketrygd, med siste endring av 15. desember 2004.

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

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

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

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

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

Styret skal ha sete i Oslo.

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

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

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

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

Utgifter til forvaltning av Folketrygdfondet dekkes av fondets midler.

Administrerende direktør i Folketrygdfondets administrasjon beskikkes av Kongen i statsråd. Folketrygdfondets styre kan avgi uttalelse før stillingen besettes, jf. kgl. res. av 11. 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, børnoterte grunnfondsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringselskaper, og børnoterte konvertible obligasjoner og børnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper. Plassering i aksjer notert på børse i Danmark, Finland eller Sverige må samlet ikke overstige 20 prosent av Folketrygdfondets ramme for aksjeplasseringer. Innenfor rammen for aksjeplasseringer kan fondets midler plasseres i ikke-børnoterte aksjer i norske selskaper som har søkt eller har konkrete planer om å søke børnotering. Plassering i denne type aksjer kan ikke overstige 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 el. endrer status til å bli utenlandsk selskap.

Fondet kan videre, innenfor den samlede rammen på 20 prosent av fondskapitalen, gå inn med egenkapitalinskudd i form av ikke-børnoterte 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.



PURPOSE AND OPERATIONS

ESTABLISHMENT

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

PURPOSE

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

BOARD OF DIRECTORS

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

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

OPERATIONS

The Fund's capital may be invested in

- Norwegian bearer bonds and commercial paper
- sight deposits with the Treasury
- shares in companies listed on Norwegian, Swedish, Finnish or Danish stock exchanges
- shares in companies not listed on the Norwegian

stock exchange but have applied for, or have plan to apply for listing on the Norwegian stock exchange

- listed primary capital certificates in Norwegian savings banks, loan associations and mutual insurance companies and
- listed convertible bonds and listed bonds with call 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 equity investments. Investments in non-listed Norwegian companies which have applied, or have plans to apply for listing must not exceed 5 per cent of the Fund's limit for equity investments.

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

AUDIT

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



Value-adjusted profits totalled NOK 17 146 million in 2004. Value-adjusted profits are realised profits with the addition of changes in unrealised gains on securities and thus represent the increase in the Fund's capital based on the market value of the securities portfolio. Profits for 2004 are the second highest in the Fund's history. The rate of return on the Fund's total portfolio was 10.6 per cent.

Value-adjusted profits comprised value-adjusted income of NOK 17 187 million less administrative expenses and management costs in the amount of NOK 40.9 million. NOK 6 806 million of value-adjusted income stemmed from the portfolio of interest rate instruments and NOK 10 381 million from the share portfolio (shares and primary capital certificates). The two portfolios included income of NOK 121 million and NOK 187 million respectively stemming from the Fund's out-of-court settlement relating to the forced sale of the Fund's shareholding in Aker RGI. In addition, the Fund had recorded accrued interest on the claim in previous years and had a total claim of NOK 366 million against Aker RGI at the end of 2004.

Value-adjusted income on the portfolio of interest rate instruments comprised NOK 5 956 million in realised income and NOK 850 million rise in unrealised gains. Value-adjusted income on the share portfolio included realised income of NOK 2 418 million and NOK 7 963 million increase in unrealised gains.

The Fund's value-adjusted capital totalled NOK 175 477 million as at 31 December 2004, of which unrealised gains on securities represented NOK 24 225 million. There were unrealised gains of NOK 9 509 million in the portfolio of interest rate instruments and NOK 14 716 million in the share portfolio. In comparison, value-adjusted capital was NOK 158 331 million at end-December 2003.

Realised profits are value-adjusted profits adjusted for changes in unrealised gains and represent the increase in the Fund's capital based on recorded cost. Realised

profits for 2004 totalled NOK 8 333 million, up from NOK 7 331 million in 2003.

The Fund's administrative expenses were NOK 40.9 million in 2003, a rise of NOK 8.6 million on the previous year. NOK 2.5 million of the increase represented legal fees in connection with the Aker RGI case. Salaries, remuneration to board members and social costs represented 48.9 per cent of total administrative expenses in 2004, as against 51.7 per cent the previous year.

THE FUND'S INVESTMENT ACTIVITY

The governing principle of the Fund's investment policy is to achieve the best possible long-term return while maintaining a moderate risk profile. Further, the investment policy takes into account that returns will reflect the growth rate in the real economy and value creation in the business sector. Correspondingly, the risk associated with investment activity will reflect changes in the real economy and the lack of correlation between real economic developments and fluctuations in financial markets.

Every year, the Fund's investment strategy is specified on the basis of assessments of expected market developments and quantitative limits for asset allocation stipulated in regulations for the Fund and by the Norwegian Ministry of Finance. Investments in individual securities are made in accordance with investment strategies, guidelines and authorisation limits set by the Board of Directors.

At portfolio level, the Board has defined benchmark indices for the total portfolio and individual portfolios, i.e. the portfolio of interest rate instruments and the portfolio of Norwegian and Nordic shares. For Norwegian share investments, the benchmark index OSEBX on Oslo Børs is applied, while FTSE NOREX 30 has been chosen as a benchmark index for the portfolio of Nordic shares. As the Fund is subject to special parameters, no single market index can be used as a benchmark index for the interest rate portfolio. A special index for bonds has thus been established on

the basis of a weighted composition of different market indices. A benchmark index for the Fund's total portfolio has been constructed in the same way.

PORTFOLIO TRENDS

The market value of the Fund's total portfolio of interest rate instruments was NOK 134 249 million as at 31 December 2004. Government and government-guaranteed bonds and commercial paper represented NOK 107 378 million, while corporate and municipal bonds and commercial paper came to NOK 25 883 million. Bank deposits totalled NOK 988 million at the end of 2004.

According to market value, government and government-guaranteed securities represented 80.0 per cent and corporate and municipal securities 20.0 per cent of the portfolio of interest rate instruments. Compared with year-end 2003, the percentage of government securities declined from 81.0 per cent to 80.0 per cent.

During 2004, both short-term and long-term interest rates were lower than for decades. An increase in bond yields will imply a decline in bond prices which will be greater the longer the life of the bond. Against this background, interest rate risk has been reduced parallel to the steep slide in interest rates over the past two years. The portfolio of interest rate instruments recorded a return of 5.2 per cent in 2004, compared with a return on the reference portfolio of 7.2 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.

The market value of the Fund's investments in shares was NOK 40 841 million at the end of 2004, compared with NOK 31 044 million at year-end 2003. NOK 33 783 million refers to Norwegian shares and NOK 7 058 million to shares listed on the Danish, Finnish and Swedish exchanges (Nordic shares). Unrealised gains came to NOK 14 716 million, with NOK 13 600 million on Norwegian shares and NOK 1 116 million on Nordic shares.

At year-end 2004, the Fund carried investments in 35 companies listed on Oslo Børs, down from 40 companies a year earlier. In addition, the shares in

General Electric, representing settlement for the sale of Amersham, are reported as part of the Fund's Norwegian share portfolio.

At the end of 2004, the Fund's market share represented 3.4 per cent of the total market capitalisation of the companies listed on Oslo Børs, as against 3.2 per cent at the end of 2003. A total of 28 companies are represented in the portfolio of Nordic shares.

The share portfolio constituted 23.3 per cent of the Fund's value-adjusted capital as at 31 December 2004, compared with 19.6 per cent at end-December 2003. The Fund's investments in Norwegian shares represented 19.3 per cent and Nordic shares 4.0 per cent.

Measured according to the OSEBX index, share prices rose 38.5 per cent in 2004, compared with 48.3 per cent in 2003. In the Nordic market, there was a rise of 19.6 per cent measured by the FTSE NOREX 30 index.

The return on the Fund's portfolio of Norwegian shares was 36.5 per cent in 2004, 2.0 percentage points below the benchmark index OSEBX. The lower return can be attributed to the fact that the Fund's portfolio contains different companies than the benchmark index and that some companies not included in the Fund's portfolio recorded relatively strong returns in 2004. Based on the Fund's investment policy and risk profile in the Norwegian stock market, the Fund has shown returns above the benchmark index in falling markets and slightly weaker returns in periods with particularly high growth in share prices.

For the period from 1995 to 2004, the average annual return on the Fund's norwegian share portfolio was 10.5 per cent, compared with 9.3 per cent for the benchmark index. During the five-year period from 2000 to 2004, the average annual return on the Fund's norwegian share portfolio was 7.1 per cent, while the benchmark index showed a return of 3.3 per cent.

In 2004, the Fund achieved a return on investments in Nordic shares of 18.9 per cent, 0.7 percentage points lower than the return on the benchmark index. The differential can be ascribed to withholding tax on dividends. FTSE NOREX 30 is used as benchmark index, though the Norwegian companies included in the index are excluded when calculating returns.

KEY FIGURES



2002–2004

<i>NOK million</i>	2002	2003	2004
Profits/rate of return			
Value-adjusted profits	2 444	22 198	17 146
Value-adjusted rate of return	1,9 %	16,2 %	10,6 %
Equity investments, rate of return Norway	-27,5 %	47,0 %	36,5 %
OSEBX - rate of return	-31,1 %	48,4 %	38,5 %
Equity investments, rate of return Nordic countries	-43,5 %	45,0 %	18,9 %
NOREX - rate of return	-43,5 %	46,4 %	19,6 %
Fixed income investments - rate of return	8,8 %	11,1 %	5,2 %
Benchmark index fixed income - rate of return	8,8 %	12,2 %	7,2 %
Market value			
Norwegian shares	19 176	25 575	33 783
Norwegian shares, per cent	14,1 %	16,2 %	19,2 %
Shares in Nordic countries	882	5 469	7 058
Shares Nordic countries, per cent	0,6 %	3,5 %	4,0 %
Interest rate instruments	116 010	127 210	134 249
Interest rate instruments, per cent	85,2 %	80,3 %	76,5 %
Total value-adjusted capital at year end	136 133	158 331	175 477



Folketrygdfondet
Haakon VIIIs gate 2
Postboks 1845 Vika, 0123 Oslo
Telefon: 23 11 72 00
Telefax: 23 11 72 10
Folketrygdfondet@ftf.no
www.ftf.no