



HALVÅRSRAPPORT

2004

1 JANUARI–30 JUNI 2004



Definitioner återfinns på omslagets insida.



Halvåret i korthet

- »» Fondkapitalet uppgick till 148,1 (139,3) miljarder kronor per den 30 juni 2004.
- »» Stigande börskurser, och då främst utvecklingen på Stockholmsbörsen, har resulterat i ett positivt resultat för första halvåret, 7,7 miljarder kronor. Detta motsvarar en totalavkastning på 5,5 procent före förvaltningskostnader.
- »» Avkastningen på totalportföljen är densamma som för fondens referensportfölj. Aktieförvaltningen och den taktiska tillgångsallokeringen har haft en avkastning som översteg respektive referensindex.
- »» Vid halvårsskiftet var fondens exponering mot räntemarknaden lägre än referensportföljens medan exponeringen mot aktiemarknaden var något högre.
- »» Fonden har under våren ändrat referensportföljens sammansättning. Valutaexponeringen har ökat med fem procentenheter till 20 procent av den totala fondförmögenheten samtidigt som valutasammansättningen ändrats.
- »» Andelen externt förvaltad kapital har ökat under perioden. Under våren har flera förvaltningsuppdrag lagts ut för aktiv förvaltning av aktier i Stilla-havsregionen, Japan och amerikanska småbolag.
- »» Fonden förde under våren, inför bolagsstämmorna, en dialog med ett tiotal bolag kring incitamentsprogrammets utformning. I vissa fall har diskussionen med fonden och andra institutionella ägare lett till att programmen inte lagts fram, omarbetats eller dragits tillbaka före bolagsstämman.

Vd har ordet



WILLIAM AF SANDEBERG

Pensionsuppgårelsen från 1999 fastslogs att en prövning skulle göras under 2004 om ytterligare medel skulle överföras från AP-fonderna till statsbudgeten. Riksförsäkringsverket fick i uppgift att beräkna hur stort belopp som kunde överföras. Efter att ha tagit del av RFV:s analys och kompletterande upplysningar, som Första-Fjärde AP-fonderna tagit fram, beslutade de fem partier som stod bakom pensionsuppgårelsen att inga medel skulle överföras vid årsskiftet 2004/05. En stor minskning av fondernas kapital hade inneburit en ökad sannolikhet för att den automatiska balanseringen skulle minska framtida pensionsutbetalningar. Därför är beslutet från de fem partierna välkommet. Det betyder också att vi nu inte kommer att behöva ägna en stor del av hösten till att planera en komplicerad överföring utan istället kan behålla fokus på vår huvuduppgift, att förvalta pensionskapitalet på bästa sätt.

Avkastning

Under första halvåret har den globala ekonomiska återhämtningen fortsatt med god tillväxt i både USA och Japan medan återhämtningen i Europa gått trögare. Återhämtningen har varit positiv för världens aktiemarknader, som har fortsatt att stiga men i betydligt långsammare takt än förra året. Framför allt har uppgången bromsats av oro för stigande räntor och oljepriser samt allmän osäkerhet om kriget i Irak och dess följder.

Den positiva utvecklingen på aktie-

marknaden, i synnerhet börsuppgången i Sverige, har inneburit ett positivt resultat på 7,7 miljarder kronor under första halvåret. Fondkapitalet har därvid ökat med 8,9 miljarder inklusive flöden inom pensions-systemet och var vid slutet av perioden 148,1 miljarder kronor. Avkastningen på fondkapitalet uppgick under det första halvåret till 5,5 procent. Aktieportföljen redovisade en avkastning på 7,6 procent medan den räntebärande portföljen hade en avkastning på 1,8 procent.

Avkastningen på fondens noterade tillgångar var lika med referensportföljens under perioden, vilket innebär att den aktiva avkastningen inte är positiv, en utveckling vi naturligtvis inte är nöjda med. I den interna förvaltningen har taktisk allokering och utländska aktier haft en positiv aktiv avkastning. Mycket glädjande är också att ett flertal av våra externt förvaltade mandat utvecklats mycket bra, även om flera av dessa bara varit igång under en kort tid.

Verksamheten

För att uppnå fondens mål i den löpande förvaltningen strävar vi efter att öka andelen kapital som förvaltas aktivt. I många fall bör den aktiva förvaltningen bedrivas av externa förvaltare. När det gäller aktier beslutade vi förra året att förvaltning av aktier i Stillahavsregionen och Japan samt amerikanska småbolag i USA ska utföras av externa förvaltare.

Upphandling av nya förvaltare för Stillahavsregionen och Japan genomfördes till

största delen under förra året och under första halvåret 2004 har upphandling skett av sex amerikanska småbolagsförvaltare. Dessa förvaltare har också erhållit kapital och satt igång sin verksamhet. Det innebär att andelen externt förvaltad kapital har ökat och utgör nu 24 procent av fondens totala portfölj. Antalet externa förvaltningsmandat uppgår nu till fjorton varav tretton för aktier och ett för räntebärande placeringar. Jag utesluter inte heller att denna andel kan fortsätta att öka. Därför har vi också bildat en ny enhet med ett samlat ansvar för de externa förvaltningsmandaten. Enheten ska bland annat välja ut, noga följa och löpande utvärdera dessa förvaltare med målet att uppnå en hög avkastning i förhållande till förvaltningskostnaderna. Enheten kommer att ledas av Rickard Kjörling, som närmast kommer från SEB Asset Management och som börjar sin anställning i september.

Ägarfrågor

I slutet av april presenterades förslaget till Svensk bolagsstyrningskod och Förtroendekommissionens betänkande. Det är välkommet, eftersom en väl fungerande bolagsstyrning är viktig inte bara för investerare utan också påverkar samhället positivt på lång sikt. Förslaget är mycket detaljerat, väl genomarbetat och stadfäster till stor del den självreglering på bolagsstyrningsområdet som redan idag fungerar. Första AP-fonden kommer att närmare kommentera förslaget under hösten. Här vill jag bara ge min syn på två centrala

principfrågor. För det första är det viktigt att både lagstiftning och självreglering har sina funktioner och måste komplettera varandra. Balansen mellan vad som ska lagstiftas och vad som ska självregleras är därför av yttersta vikt. Ett exempel är att valberedningarnas sammansättning och uppgifter måste kunna variera mellan olika bolag. Lagstiftning på detta område kan medföra att flexibiliteten för företagen minskar kraftigt och bör därför helst undvikas. För det andra är en viktig förutsättning för att bolagsstyrningen ska fungera på ett bra sätt, att olika roller inte blandas ihop. Staten bör ansvara för lagstiftningen och ägarna för självregleringen inom ramen för lagstiftningen. Jag tycker därför att det är olyckligt att Förtroendekommissionen föreslår att staten som har lagstiftningsansvar också ska vara medlem av Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

Inför årets bolagsstämmor har fonden fört en dialog med styrelseordförande i ett flertal bolag angående vår reviderade ägarpolicy. Vi har bland annat fokuserat på frågor som tillämpning av aktierelaterade incitamentsprogram och revisorernas opartiskhet och oberoende. I båda dessa frågor har vi ansett att en ökad transparens och öppenhet är nödvändig men vi har också krävt att bolagsstämman tar ställning till de optionsprogram som företagen vill genomföra. Detta innebär att alla aktieägare tvingas sätta sig in i och förstå konsekvenserna av dessa program. För Första AP-fonden har det varit viktigt att bedöma om programmen är skäliga

och prestationsrelaterade så att det skapas förtroende för företagen och det svenska näringslivet. Därför var fonden också en av de institutioner som aktivt verkade för införande av prestationskrav i SEB:s och Gambros optionsprogram. Vi tog även aktivt ställning mot Atlas Copcos program eftersom detta saknade prestationskrav.

Stockholm i augusti 2004



William af Sandeberg

Ägarfrågor våren 2004

BOLAGSSTÄMMOR 2004

Alfa Laval	OMHex
Assa Abloy	Sandvik
Atlas Copco	SAS
Axfood	SCA
Billerud	SEB
Castellum	Securitas
Electrolux	Skandia
Eniro	Skanska
Ericsson	SKF
Gambro	SSAB
Getinge	Swedish Match
H&M	Tele2
Handelsbanken	TeliaSonera
Holmen	Trelleborg
Höganäs	WM-data
MTG	Volvo
Nordea	

INCITAMENTSPROGRAM BÖR

- vara prestationsrelaterade
- ha en rimlig totalkostnad
- vara transparenta
- utvärderas

Fonden har, sedan ett par år, eftersträvat att höja aktivitetsnivån på bolagsstyrningsområdet. Det har bland annat skett genom att fondens ägarpolicy omarbetats och tydliggjorts på en rad punkter. Första AP-fondens arbetssätt med en aktiv ägarpolicy innebär en långsiktig ägardialog med styrelseordförande i ett flertal svenska bolag där fonden har större innehav. I konkreta frågor samarbetar fonden ofta med andra större ägare. Ett exempel från våren 2004 är överenskommelsen mellan Ericsson och sjutton institutioner som ledde till en lösning av rösträttsfrågan i bolaget.

Bolagsstämmorna

Fonden har under 2004 deltagit vid samtliga bolagsstämmor i svenska bolag som fonden äger aktier i. Det innebär att fonden hittills i år deltagit vid 33 ordinarie bolagsstämmor samt 2 extra bolagsstämmor.

I början av 2004 skickade fonden ut ett brev till ordförande i de bolag på Stockholmsbörsen som fonden äger aktier i. Brevet hade två budskap: Dels ett krav på transparens och öppenhet på bolagsstämmorna kring aktierelaterade incitamentsprogram samt att beslut om dessa ska tas av stämman, dels krav på en tydlig redovisning av konsultkostnader för revisorerna. Båda kraven hörsammades av bolagen. Syftet med att låta stämman besluta om incitamentsprogram var att få en fullständig genomlysning av dessa och därmed få en bättre förankring hos både stora och små aktieägare i denna komplexa fråga. På

samma sätt är revisorernas opartiskhet och oberoende mycket viktigt.

Incitamentsprogram

Under hela våren har fonden engagerat sig starkt i frågor rörande aktierelaterade optionsprogram. För Första AP-fonden är det viktigt att se till att den totala ersättning som erbjuds ledande befattningshavare och andra anställda på företaget är marknadsmässig och uppfattas som skälig. Bedömningen av om programmet är marknadsmässigt eller inte måste göras i relation till andra delar av ersättningen. Tilldelning i programmen bör endast ske efter att en i förväg bestämd, tydlig och mätbar prestation uppnåtts.

Fonden har under det senaste året fört en dialog angående incitamentsprogrammets utformning direkt med styrelsen i ett tiotal bolag. I vissa fall har diskussionen med fonden och andra institutionella ägare lett till att program inte lagts fram, omarbetats eller dragits tillbaka före bolagsstämman. Fonden var exempelvis en av de institutioner som aktivt verkade för införande av prestationskrav i SEBs och Gambros incitamentsprogram. Fonden tog även ställning mot Atlas Copcos program eftersom detta saknade prestationskrav. Fondens ställningstagande var ett av skälen till att Atlas Copcos styrelse sedermera valde att dra tillbaka programmet på stämman.

Fortsatt ekonomiskt uppsving

Den globala ekonomiska återhämtningen fortsatte under första halvåret 2004, trots kraftigt stigande oljepriser. I USA stimulerade skattesänkningar och låga räntor hushållen att konsumera. Exporten och investeringarna ökade ytterligare. Så småningom förstärktes också arbetsmarknaden, även om det tog längre tid än vad som är normalt. Produktiviteten i näringslivet ökade mycket kraftigt. Detta höll tillbaka inflationen som ändå började stiga något. Därmed försvann de farhågor om deflation som funnits.

Den japanska ekonomin överraskade positivt. Den höga tillväxten drevs på av exporten till övriga Asien och till USA, men också den inhemska efterfrågan tog fart. Deflationstrycket avtog gradvis. I Kina fortsatte tillväxten i ett så högt tempo att myndigheterna kände sig tvungna att försöka bromsa utvecklingen. Även om en ”mjuklandning” av ekonomin ter sig sannolik finns även farhågor om en alltför snabb och kraftig inbromsning.

Återhämtningen i Europa var trögare. Tysklands eftersläpning höll i sig, trots att exporten var stark. Svag inhemsk efterfrågan och arbetsmarknad hämmade den ekonomiska aktiviteten. Däremot var utvecklingen bättre i främst Storbritannien och i någon mån även i Frankrike.

Den svenska ekonomin fick draghjälp av den internationella utvecklingen. Exporten hävdade sig väl, vilket bidrog till ett rekordstort överskott i bytesbalansen. Även hushållens konsumtion ökade betydligt, medan investeringarna släpade efter. Den stigande ekonomiska aktiviteten

märktes dock inte på arbetsmarknaden. Arbetslösheten steg och sysselsättningen föll. Inflationstrycket förblev lågt, särskilt om man exkluderar tillfälliga effekter av högre energipriser.

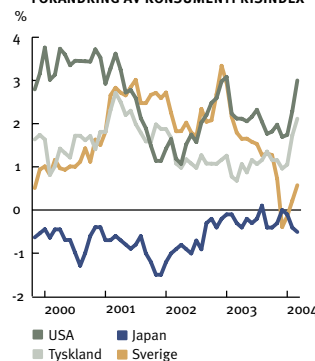
Volatila marknader

Aktiemarknaderna i världen har gynnats av stigande tillväxt, allt högre produktivitet, dämpade lönekostnader och låga räntor. Därmed blev vinstutvecklingen mycket god. Trots detta låg börskurserna vid halvårskiftet 2004 på de flesta håll endast något över årskiftesnivåerna. Allmän osäkerhet, bland annat om det geopolitiska läget, och förväntningar om stigande räntor bidrog till detta. Den svenska börsen hade en relativt gynnsam utveckling.

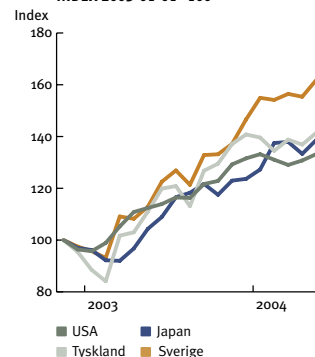
Förväntningarna ökade om att den amerikanska centralbanken gradvis ska höja sin styrränta. Ett första steg togs i slutet på juni. Tillsammans med de allt tydligare signalerna om tilltagande tillväxt och inflation, resulterade detta i stigande obligationsräntor. Mönstret var tydligast i USA, men även Europa och Japan följde med i denna utveckling. Mot bakgrund av det låga inflationstrycket sänkte den svenska riksbanken sin styrränta i ett par steg.

Den dollarförsvagning som präglade 2003 upphörde under första halvåret 2004. Förväntningar om snabbare räntehöjningar i USA än i omvärlden tenderar att stärka dollarn medan det stora underskottet i den amerikanska bytesbalansen talar i andra riktningen. Den svenska kronans rörelser mot euron var små.

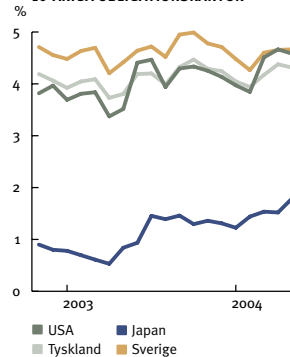
FÖRÄNDRING AV KONSUMENTPRISINDEX

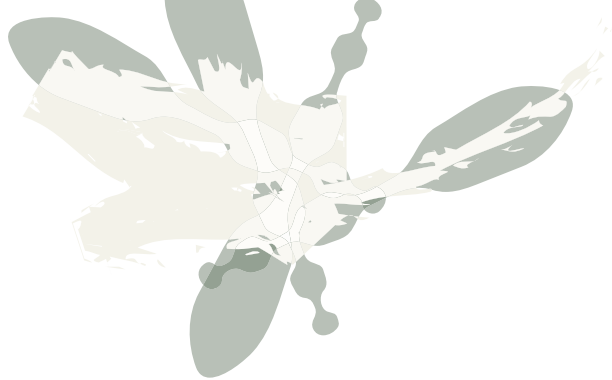


AKTIEBÖRSENA SEDAN 2003, INDEX 2003-01-01=100



10-ÅRIGA OBLIGATIONSRÄNTOR





Placeringsverksamheten första halvåret 2004

Första AP-fonden är en av pensionssystemets fem buffertfonder. Fondernas buffertfunktion består i att över tiden utjämna variationer i betalningar av pensionsavgifter och pensioner. Då pensionssystemet har en mekanism som ska förhindra att pensionerna blir större än vad pensionssystemet långsiktigt klarar, är det en väsentlig uppgift att placera kapitalet så att fondens avkastning bidrar till att risken för en begränsning av pensionerna minimeras.

Det som i huvudsak styr fondens placeringsinriktning och avkastning är den tillgångsfördelning som styrelsen fastställt i referensportföljen. Referensportföljen har en sammansättning som bäst förväntas motsvara fondens långsiktiga uppgift i pensionssystemet. Det väsentligaste beslutet rörande referensportföljens sammansättning är fördelningen mellan aktier (57 procent) och räntebärande placeringar (40 procent). Resterande del av referensportföljen utgörs av alternativa investeringar (3 procent). Därnäst är sammansättningen av placeringarna inom aktieportföljen av störst betydelse för avkastningen. Även storleken av fondens valutaposition är väsentlig för avkastningen.

Efter beslut i styrelsen ökade fonden under första kvartalet 2004 sin valutaexponering med 5 procentenheter till 20 procent av placeringarnas totala marknadsvärde. Valutasammansättningen förändrades samtidigt från en viktning base-

rad på marknadsvärden till en viktning baserad på handelsvikter. Det innebar att andelen amerikanska dollar och japanska yen reducerades till förmån för euro. Den nya valutasammansättningen förväntas bidra till förbättrad riskspridning och på ett bättre sätt motsvara fondens långsiktiga åtaganden i pensionssystemet. I syfte att öka riskspridning och avkastning beslutade styrelsen också att från april månad inkludera placeringar i aktier i noterade amerikanska småbolag i referensportföljen. Andelen utgör 4 procent av utländska aktier (exklusive tillväxtmarknaderna) och motsvarar 1,6 procent av de totala placeringarnas marknadsvärde.

Fondkapitalets utveckling

Fondens resultat uppgick under perioden till 7 685 mkr (8 083 mkr). Rörelsens intäkter utgjorde 7 800 mkr (8 166 mkr), varav realiserade och orealiserade värdeändringar utgjorde 4 902 mkr (5 265 mkr). Av de realiserade och orealiserade värdeändringarna, exklusive valutaeffekter, hänförde sig 160 mkr (1 105 mkr) till räntebärande värdepapper och 4 377 mkr (4 732 mkr) till aktier. Placeringar i derivat gav upphov till -308 mkr (1 214 mkr) i realiserade och orealiserade värdeändringar. Nettot av realiserade och orealiserade valutaeffekter, främst ett resultat av beslutet att ha en viss valutaexponering i referensportföljen, uppgick till 673 mkr (-1 786 mkr).

Rörelsens kostnader uppgick till 115

mkr (83 mkr). Mätt i förhållande till placeringarnas genomsnittliga värde motsvarar detta en kostnadsnivå omräknat till årstakt på 0,16 (0,14) procent. Kostnadsökningen förklaras i huvudsak av ett ökat antal externa förvaltningsuppdrag för aktier samt arvode till förvaltare av alternativa investeringar, 44 mkr (17 mkr), men även av ökade personalkostnader, 38 mkr (36 mkr). Ökningen av personalkostnaderna består, förutom av sedvanlig lönerevision, av kompensation för borttaget av bonusprogram. Antalet anställda uppgick vid halvårsskiftet till 64 (67).

Vid halvårsskiftet 2004 uppgick fondkapitalet till 148 145 mkr (139 265 mkr), en ökning med 8 880 mkr under perioden. Förändringen förklaras av fondens resultat 7 685 mkr, kapitalflöden inom pensionssystemet 1 036 mkr samt en överföring av kapital från Första AP-fondens Avvecklingsfond och Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning om 159 mkr.

Portföljsammansättning

Vid halvårsskiftet 2004 utgjorde aktier 57 (57) procent av placeringarnas marknadsvärde, räntebärande placeringar 40 (39) procent, kassa/valuta 1 (1) procent samt alternativa investeringar 2 (3) procent. Genom derivatpositioner har fonden en lägre exponering mot räntemarknaden än vad marknadsvärdena ger uttryck för. Exponeringen, dvs portföljens känslighet för värdeförändringar i marknadsvärdet

på underliggande tillgångar, är summan av fondens avista- och derivatpositioner. Som framgår av tabellen *Portföljsammansättning* hade fonden, vid halvårsskiftet en exponering som understeg fondkapitalet med 2 (1) procentenheter. Det innebär att om marknadsvärdet på underliggande tillgångar förändras med 10 procent, kommer värdet på fondkapitalet endast förändras med 9,8 procent. Exponeringen, inklusive nettot av fondens derivatpositioner, uppgick till 59 (58) procent för aktier, 36 (40) procent för räntebärande placeringar, 2 (1) procent i kassa och valutaexponeringen uppgick till 21 (15) procent.

Nettoplaceringarna under perioden uppgick till 1 100 mkr. Ett ökat marknadsvärde för aktieportföljen medförde att nettoplaceringar främst gjordes i utländska räntebärande placeringar och realränteobligationer.

Under det första halvåret har fonden ökat andelen externt förvaltade medel. Av de totala placeringarna förvaltas 24 (22) procent externt. Av totalt 14 externa mandat omfattar 13 aktieplaceringar och ett ränteplaceringar. Under våren har flera aktieförvaltare med aktiva förvaltningsmandat, en för förvaltning inom Stillahavsregionen, en annan för japanska aktier samt sex för förvaltning av amerikanska småbolagsaktier erhållit kapital.

Volatiliteten på världens marknader har minskat något vilket medfört att fondens absoluta risk är lägre än under 2003. Den relativa risken mätt som aktiv risk, dvs fondens positionstagningar i förhållande till referensportföljens sammansättning, har alltså varit låg men något stigande under den senare delen av perioden. De nya externa förvaltningsuppdragen

har medfört att den aktiva risken för tillgångsslaget aktier ökat. Den aktiva risken för totalportföljen har dock inte överstigit 0,4 procent.

Portföljavgkastning

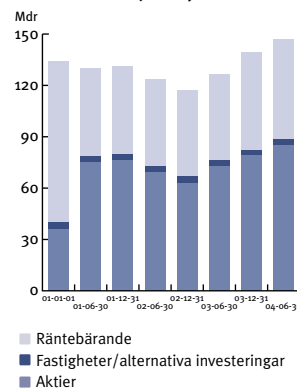
Avkastningen på fondkapitalet uppgick under det första halvåret 2004 till 5,5 procent före förvaltningskostnader (5,3 procent inklusive förvaltningskostnader), vilket motsvarar ett portföljresultat om 7 800 mkr. Även exklusive alternativa

investeringar, mindre likvida tillgångar som bör utvärderas över en längre tidsperiod, uppgick avkastningen till 5,5 procent. Avkastningen härrör främst från värdestegringar till följd av uppgången på Stockholmsbörsen men också från en allmän, om än svagare internationell börsuppgång, >>>

FONDKAPITALET'S UTVECKLING

Fondkapital, mkr	2004-06-30
Ingående fondkapital	139 265
Inbetalda pensionsavgifter	21 464
Utbetalda pensionsmedel	-20 272
Administrationsbidrag	-156
Överföring från avvecklingsfonder	159
Periodens resultat	7 685
Utgående fondkapital	148 145

FONDKAPITALUTVECKLING
(INKLUSIVE ETT NETTOFLÖDE TILL FONDEN
2001–2004 PÅ 13,1 MDR)



PORTFÖLSAMMANSÄTTNING

Tillgångsslag	Portföljvärde ¹ Mkr, 2004-06-30	Andel %	Exponering ² %	Portföljvärde ^{1,5} Mkr, 2003-12-31	Andel %	Exponering ² %	Referens %
Aktier³							
Svenska	18 448	12,5	12,6	17 083	12,3	12,2	12,0
Utländska ⁴	59 514	40,2	40,9	55 118	39,6	40,9	40,0
Tillväxtmarknader	7 453	5,0	5,0	6 820	4,9	4,8	5,0
Aktier totalt	85 415	57,7	58,5	79 021	56,7	57,9	57,0
Räntebärande³							
Svenska	14 357	9,7	7,6	14 478	10,4	10,9	10,0
Realräntor	12 140	8,2	7,7	10 736	7,7	7,7	8,0
Utländska ⁴	32 424	21,9	20,4	30 360	21,8	21,3	22,0
Räntebärande totalt	58 921	39,8	35,7	55 574	39,9	39,9	40,0
Kassa/valuta³	768	0,5	1,8	1 463	1,1	0,6	0,0
Totalt noterade placeringar	145 104	98,0	96,1	136 059	97,7	98,3	97,0
Alternativa investeringar	3 041	2,0	2,0	3 273	2,3	2,3	3,0
Övrigt				-67	-	-	-
Totalt	148 145	100,0	98,1	139 265	100,0	100,6	100,0
Valutaexponering	30 402		20,5	20 526		14,8	20,0 ⁶

¹ Marknadsvärde för avista- och derivatpositioner samt likvida medel.

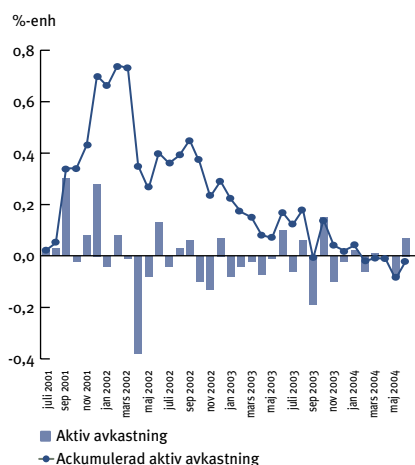
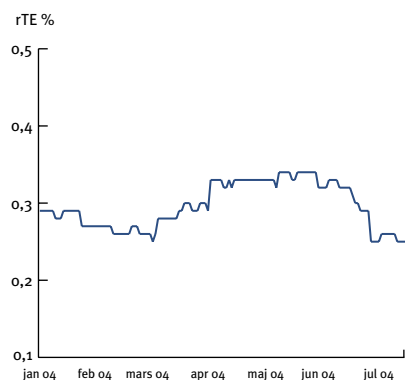
² Inkluderar även derivatpositioner som har marknadsvärde noll med kontraktsens nom. belopp

³ Inkl. taktisk och strategisk allokering

⁴ Inkl. 100% valutasäkring

⁵ Fördelningen av marknadsvärdet mellan tillgångsslagen skiljer sig något från den tidigare rapporteringen då marknadsvärdet av den strategiska och taktiska allokeringen nu fördelats ut på tillgångsslagen.

⁶ Per 2003-12-31 uppgick referensportföljens valutaexponering till 15,0 procent.

**AKTIV AVKASTNING TOTALPORTFÖLJEN
JULI 2001–JUNI 2004**

**REALISERAD AKTIV RISK UNDER 2004 FÖR
FONDENS MARKNADSNOTERADE TILLGÅNGAR
(3 MÅNADERS RULLANDE DAGSDATA)**


»» Avkastningen på fondens noterade placeringar låg i linje med referensindex för perioden. Fondens taktiska allokeringspositioner, aktieplaceringar samt valutasäkringar har haft en positiv aktiv avkastning, dvs avkastning relativt index, medan bidraget från fondens räntepaceringar varit neutralt. Fondens långsiktiga strategiska positioner, har under perioden haft en negativ inverkan på resultatet.

Aktieplaceringar

Aktiemarknaderna runtom i världen har präglats av en tillfredsställande avkastning under perioden. Högst har avkastningen varit på den svenska börsen, 18 procent. Samtliga regioner – Nordamerika, Europa och Stillahavsregionen – uppvisar en positiv avkastning. Av regionerna är det Stillahavsområdet som utvecklats bäst mycket beroende på en stark utveckling på den japanska börsen. Det är främst den inhemska delen av marknaden, såsom konsumentsektorn och banker som har utvecklats starkt i Japan. Av samtliga länder som ingår i fondens index är det endast Finland som uppvisar en negativ avkastning där den svaga kursutvecklingen för Nokia i stor utsträckning bestämmer marknadsavkastningen. Det bör noteras att den goda avkastningen på den svenska börsen i stor utsträckning är en funktion av

kursutvecklingen för Ericsson.

Marknadsvärdet för fondens aktieportfölj uppgick vid halvårsskiftet till 85 415 mkr (79 021 mkr), varav 65 procent förvaltas internt av fonden. Hela den svenska aktieportföljen samt 2/3 av aktieplaceringarna i Nordamerika och Europa förvaltas internt. Aktier i Stillahavsregionen samt på tillväxtmarknader förvaltas i sin helhet externt. Under perioden har två nya mandat i Stillahavsregionen och sex nya mandat för amerikanska småbolag fonderats.

Under första halvåret var avkastningen för fondens aktieportföljer 7,6 procent att jämföra med referensindex avkastning på 7,5 procent, varför den aktiva avkastningen var 0,1 procent. Såväl fondens aktieplaceringar som taktiska allokeringarpositioner har bidragit positivt till aktieavkastningen medan bidraget från de långsiktiga strategiska allokeringarpositionerna varit marginellt negativt.

De externa förvaltningsuppdragen bidrog positivt till fondens aktiva avkastning med mycket goda resultat från flera nyligen kontrakterade förvaltare. Åtta av tolv förvaltare presterade en avkastning som överträffade index. Resultaten för de nya förvaltarna bör dock tolkas med försiktighet eftersom en längre förvaltningsperiod krävs för en rättvisande utvärdering.

De internt förvaltade aktieportföljerna uppvisade endast mindre avvikelser mot index. Den utländska portföljen med fokus främst på aktiv förvaltning i Europa redovisade ett något bättre resultat än index medan avkastningen på den svenska portföljen var något lägre än för referensindex. I utlandsportföljen var resultatbidraget positivt från i stort sett alla sektorer där fonden bedriver en aktiv förvaltning. Störst bidrag kom från aktievalet inom

RISKJUSTERAD AVKASTNING FÖR TOTALPORTFÖLJEN, %

	Fondens portfölj Jan–juni 2004	Referensportfölj Jan–juni 2004	Fondens portfölj Jan–dec 2003	Referensportfölj Jan–dec 2003
Avkastning ¹	5,5	5,5	17,1	17,3
Standardavvikelse	6,6	6,6	8,3	8,4
Aktiv risk	0,3	-	0,3	-
Informationskvot	Negativ	-	Negativ	-
Sharpekvot	1,3	1,3	1,7	1,7

¹ Tidsvägd avkastning exklusive alternativa investeringar, mätt före förvaltningskostnader.

finans- och konsumentsektorn. Sverigeportföljens lägre avkastning jämfört med index förklaras till viss del av aktieurvalet inom bland annat industri- och finanssektorn men även av allokeringen mellan sektorerna. Den indexerade portföljen på tillväxtmarknader gav en avkastning som var marginellt sämre än index främst beroende på ett begränsat urval aktier, samt att fonden av likviditets- och kostnadsskäl valt att exkludera vissa marknader.

Räntebärande placeringar

Obligationsräntorna har under första halvåret 2004 uppvisat stora avvikelser mellan olika regioner. Räntorna har stigit i USA, Japan och Storbritannien medan de har fallit något i Sverige och stigit marginellt i Euroland. Bakom ränteuppgången i USA och Japan ligger en starkare ekonomisk utveckling. I Sverige har inflationen varit låg, varför Riksbanken sänkt räntan med sammanlagt 0,75 procentenheter till 2 procent. Bank of England har höjt sin styrränta vid tre tillfällen till 4,5 procent för att bland annat stävja den kraftiga prisuppgången på fastigheter. Den amerikanska centralbanken höjde i juni räntan med 0,25 procentenheter, den första höjningen sedan 2000. Ränteskillnaden mellan stats- och företagsobligationer i USA har varit mycket stabil. I Japan har obligationsräntorna stigit efter att den ekonomiska statistiken visat på en allt starkare ekonomi och att flera års deflation kanske har nått slut.

Marknadsvärdet för fondens räntebärande placeringar uppgick vid halvårsskiftet till 58 921 mkr (55 574 mkr), varav drygt 90 procent förvaltas internt av fonden. Totalt avkastade fondens räntebärande placeringar 1,8 procent, vilket

var 0,1 procentenhet lägre än för fondens referensindex. Medan fondens taktiska allokeringsspositioner har bidragit positivt till ränteavkastningen, har inverkan från de strategiska positionerna varit negativ och bidraget från ränteplaceringarna varit neutral. Fonden har en extern förvaltare av amerikanska företagsobligationer,

som lämnat ett positivt bidrag till den aktiva avkastningen under perioden. Utländska räntebärande placeringar har i övrigt avkastat något mindre än index, huvudsakligen beroende på utvecklingen för amerikanska statsobligationer medan japanska obligationer lämnade ett positivt bidrag. Resultatet för svenska räntebärande >>>

AVKASTNING

	Portföljresultat, Mkr Jan-juni 2004	Portfölj- avkastning ¹ , % Jan-juni 2004	Referensindex avkastning, % Jan-juni 2004	Aktiv avkastning % Jan-juni 2004
Aktier^{2,3}				
Svenska	2 960	17,5	18,0	-0,5
Utländska ¹	2 933	5,2	4,8	0,3
Tillväxtmarknader	252	3,2	3,7	-0,5
Aktier totalt	6 145	7,6	7,5	0,1
Räntebärande^{2,3}				
Svenska	399	2,8	2,5	0,3
Realräntor	479	4,3	4,3	0,0
Utländska ¹	104	0,4	0,7	-0,3
Räntebärande totalt	982	1,8	1,9	-0,1
Kassa och Valuta^{3,4}	431			0,0
Totalt noterade placeringar	7 558	5,5	5,5	0,0
Alternativa investeringar	242	8,4		
Totalt	7 800	5,5	-	-

¹ Tidsvägd avkastning inklusive 100% valutasäkring investeringar, mätt före förvaltningskostnader. ² Inkl. taktisk allokering. ³ Inkl. strategisk allokering. ⁴ Inkluderar valutasäkringar, aktiva valutapositioner samt likviditetsförvaltning.

STÖRSTA AKTIEINNEHAVEN 2004-06-30, STOCKHOLMSBÖRSEN

Bolag	Marknadsvärde, mkr	Andel av fondkapitalet i %
Ericsson A+B	4 371	2,9
Nordea	1 654	1,1
Volvo AB A+B SHS	1 394	0,9
Hennes & Mauritz B	1 095	0,7
Svenska Handelsbanken A	1 085	0,7

STÖRSTA AKTIEINNEHAVEN 2004-06-30, UTLÄNDSKA BÖRSER

Bolag	Marknadsvärde, mkr	Andel av fondkapitalet i %
General Electric	1 067	0,7
Exxon Mobil Corp	962	0,6
Microsoft Corp	823	0,6
Pfizer Corp	804	0,5
Citigroup	758	0,5

En fullständig aktieförteckning finns att ladda ner på fondens hemsida www.ap1.se.

- »» placeringar har påverkats positivt av en övervikt i svenska bostadsobligationer.

Valuta

Den amerikanska dollarn har fortsatt att vara i fokus på valutamarknaden under 2004. Året inleddes med en dollarförsvagning, men under februari månad vändes trenden och dollarn stärktes istället under det första halvåret gentemot de flesta utvecklade valutor. Högräntevalutor såsom den australiensiska dollarn tappade allra mest då investerare förväntade sig kommande räntehöjningar i USA. Även den ökade tillväxten i USA har varit gynnsam för värderingen av den amerikanska dollarn på valutamarknaden. Vid halvårsskiftet hade den amerikanska dollarn stärkts med cirka 3 procent mot euron. Den japanska centralbanken fortsatte med stora interventioner på valutamarknaden för att förhindra sin valuta att stärkas. Vid halvårsskiftet var dollarn cirka 1,5 procent starkare än

yenen i jämförelse med årets ingång. Det brittiska pundet har lyckats behålla sitt höga värde och är den enda av G4-valutorna som stärkts gentemot dollarn under perioden. Pundets förstärkning uppgick till cirka 2 procent gentemot dollarn.

Kronan har försvagats med cirka 1 procent mot euron och cirka 4 procent gentemot dollarn sedan årsskiftet. Under perioden har volatiliteten gentemot euron varit avtagande trots höstens nej i folkomröstningen om eurointräde. Vid halvårsskiftet var styrräntan i Sverige på samma nivå som för euroblocket. Den under perioden minskade räntedifferensen kan ha haft en negativ inverkan på kronan.

Första AP-fonden hanterar valuta som ett separat resultatområde, inom vilket både strategiska och mer kortsiktiga valutabeslut fattas löpande. Det sammantagna valutaresultatet är marginellt negativt. Fondens valutaenhet, som bedriver aktiv valutaförvaltning samt ansvarar för

fondens valutasäkringar och likviditetsförvaltning, har sammantaget givit ett positivt bidrag till fondens aktiva avkastning medan de långsiktiga strategiska valutapositionerna bidragit negativt.

Alternativa investeringar

Tillgångsslaget alternativa investeringar omfattar för närvarande placeringar i onoterade fastighetsaktier och private equity. Vid halvårsskiftet utgjordes placeringarna av fondens 25 procentiga andel i AP Fastigheter och en investering i Amaranth Capital. Det totala marknadsvärdet vid halvårsskiftet utgjorde 3 041 mkr med en avkastning om 8,4 procent under perioden. Avkastningen förklaras till stor del av fondens investering i AP Fastigheter, där kapitalstrukturen förändrats under perioden, vilket möjliggjort en återbetalning om 500 mkr av det tillskjutna kapitalet.

EXTERNA FÖRVALTNINGSUPPDRAG, 2004-06-30

Tillgångsslag	Marknad	Typ	Volym, Mkr	Antal mandat
Aktier	Europa och Nordamerika	Passiv	12 868	1
	Nordamerika, småbolag	Aktiv	2 366	6
	Stillahavsregionen	Aktiv	1 676	2
	Japan	Aktiv	5 902	3
	Tillväxtmarknaderna	Passiv	7 376	1
Räntebärande	Företagsobligationer USA	Semiaktiv	5 123	1

För mer information om mandaten se fondens hemsida, www.ap1.se

VALUTAEXPONERING, MKR

	USD ¹⁾	GBP	EUR	JPY	Övriga	Totalt
2004-06-30	12 830	2 713	12 388	1 591	879	30 402
2003-12-31	14 288	1 475	2 717	2 130	-84	20 526
2003-06-30	14 118	1 146	1 734	1 816	656	19 470

¹⁾ Inkl fondens aktieexponering i tillväxtmarknaderna (genom sk Perle som är denominerad i USD).

Resultat- och balansräkning

Samma redovisnings- och värderingsprinciper har använts som i den senaste årsredovisningen.

Resultaträkning

Mkr	jan-jun 2004	jan-jun 2003	jan-dec 2003
Intäkter			
Utdelningar	1 241	1 269	1 838
Räntor	1 657	1 638	3 150
Realisationsresultat, netto	3 191	-11 313	-10 724
Valutakursresultat, netto	673	-1 786	-4 185
Orealiserad värdeändring, netto	1 038	18 364	29 690
Övrigt	-	-6	-4
Summa intäkter	7 800	8 166	19 765
Kostnader			
Externa förvaltningskostnader	-44	-17	-48
Personalkostnader	-38	-36	-74
Övriga administrativa kostnader	-33	-30	-68
Summa kostnader	-115	-83	-190
Periodens resultat	7 685	8 083	19 575

Balansräkning

Mkr	2004.06.30	2003.06.30	2003.12.31
Tillgångar			
Placeringstillgångar			
Aktier och andelar			
Noterade	84 307	71 519	77 670
Onoterade	973	3 267	3 273
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	60 638	48 898	53 816
Derivat	639	1 716	2 449
Summa placeringstillgångar	146 557	125 400	137 208
Fordringar och andra tillgångar			
Kassa och bankmedel	804	612	613
Övriga tillgångar	3 704	3 304	1 964
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	976	818	946
Summa fordringar och andra tillgångar	5 484	4 734	3 523
Summa tillgångar	152 041	130 134	140 731
Fondkapital och skulder			
Fondkapital			
Ingående fondkapital	139 265	117 124	117 124
Nettobetalningar mot pensionssystemet	1 036	1 116	2 143
Överfört från avvecklingsfonderna	159	275	423
Periodens resultat	7 685	8 083	19 575
Summa fondkapital	148 145	126 598	139 265
Skulder			
Derivat	265	556	212
Övriga skulder	3 607	2 970	1 228
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	24	10	26
Summa skulder	3 896	3 536	1 466
Summa fondkapital och skulder	152 041	130 134	140 731

Nyckeltal

%	2004.06.30	2003.12.31	2002.12.31	2001.12.31	2001.01.01
Tillgångarnas fördelning (exponering)					
Andel aktier ¹⁾	58,5	57,9	59,4	61,3	31,0
(avvikelse mot referensportföljen, %-enheter)	(+1,5)	(+0,9)	(-0,6)	(+1,3)	(-29,0)
Andel räntebärande + kassa och valuta	37,5	40,5	41,6	38,7	69,0
(avvikelse mot referensportföljen, %-enheter)	(-2,5)	(+0,5)	(+1,6)	(-1,3)	(+29,0)
Andel alternativa investeringar	2,0	2,3	-	-	-
(avvikelse mot referensportföljen, %-enheter)	(-1,0)	(-0,7)	-	-	-
Valutaexponering	20,5	14,8	15,0	9,5	4,0
(avvikelse mot referensportföljen, %-enheter)	(+0,5)	(-0,2)	(-0,0)	(-5,5)	(-11,0)
Avkastning					
	jan-juni 2004	2003	2002	2001	
Totalportföljen: avkastning, %	5,5	16,5	-13,8	-5,6	
(avvikelse mot referensindex, %-enheter)	-	-	(-1,0)	-	
Totalportföljen: avkastning exkl alternativa inv. %	5,5	17,1	-	-	
(avvikelse mot referensindex, %-enheter)	(+0,0)	(-0,2)	-	-	
Aktier: avkastning inkl valutasäkring, %	7,6	29,2	-25,3	-	
(avvikelse mot referensindex, %-enheter)	(+0,1)	(+0,0)	(+0,1)	-	
Räntebärande: avkastning inkl valutasäkring, %	1,8	4,8	10,6	-	
(avvikelse mot referensindex, %-enheter)	(-0,1)	(-0,3)	(-0,3)	-	
Alternativa investeringar: avkastning inkl valutasäkring, %	8,4	-4,7	-	-	
Kostnader					
Förvaltningskostnad på genomsnittligt fondkapital, %	0,16	0,15	0,13	0,13	

1) Inkluderar för 2001 och 2002 tillgångsslaget fastigheter som sedan 2003 omrubricerats till Alternativa investeringar.

Granskningsrapport

Vi har översiktligt granskat denna halvårsrapport enligt den rekommendation som FAR utfärdat. En översiktlig granskning är väsentligt

begränsad jämfört med en revision.

Det har inte framkommit något som tyder på att halvårsrapporten inte följer Lagen om allmänna pensionsfonder.

Stockholm 20 augusti 2004

Anders Bäckström
AUKTORISERAD REVISOR

Anna Hesselman
AUKTORISERAD REVISOR

Definitioner

AKTIV AVKASTNING

Skillnad i avkastning mellan en portfölj och dess jämförelseindex. Fonden kallar sitt jämförelseindex för referensindex.

AKTIV FÖRVALTNING

Förvaltning av en portfölj där idén är att avvika från jämförelseindex för att på så sätt öka avkastningen (motsats passiv förvaltning).

AKTIV RISK

Risk som uppkommer pga aktiv förvaltning. Mäts ofta som standardavvikelsen i den aktiva risken, vilket också kallas Tracking Error.

ALM-STUDIE

Asset Liability Modelling. Studie som syftar till att finna den långsiktiga allokering av fondens kapital som är bäst anpassad till fondens åtaganden. Studien tar sin utgångspunkt i fondens åtagandesida samt förväntad avkastning, risk och korrelationer för olika tillgångsslag.

INFORMATIONSKVOT

Mått på riskjusterad avkastning. Mäts som den aktiva avkastningen delat med portföljens aktiva risk.

PASSIV FÖRVALTNING

Se aktiv förvaltning.

PRIVATE EQUITY

Indirekta investeringar i onoterade aktier.

REFERENSINDEX

Index som används som mått på referensportföljens avkastning. Referensindex används för att utvärdera fondens förvaltningsresultat.

REFERENSPORTFÖLJ

Den tillgångsallokering som långsiktigt bedömts bäst motsvara fondens övergripande mål. Referensportföljen slås fast av fondens styrelse efter genomförd ALM-analys. Referensportföljen blir därmed fondens jämförelseindex som fondens risk och avkastning ska jämföras med. (För mer information se fondens hemsida www.ap1.se)

SHARPEKVOT

Mått som kan ses som en indikation på förtjänsten av riskutnyttjandet. Kvoten relaterar fondens avkastning gentemot den riskfria räntan till standardavvikelsen för fondens avkastning. Den riskfria räntan antas vara lika med statskuldväxelräntan. Understiger totalavkastningen den riskfria räntan är kvoten negativ och kan inte användas för att bedöma riskutnyttjandet.



Art direction och illustrationer: Nerell

Grafisk produktion: Gylling Produktion

Innehåll och textproduktion: Första AP-fonden i samarbete med LINK Investor Relations.



Box 16294 (Skeppsbron 2), 103 25 Stockholm
Tel. 08-566 20 200, Fax 08-566 20 400, info@ap1.se, www.ap1.se