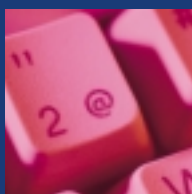
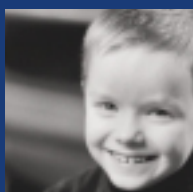
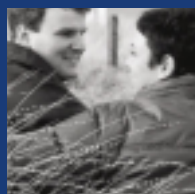


Puljenyt nr.3, 2002



Indhold



Resultat for april, maj og juni 2002	side 3
Resultat for 1. halvår	side 3
Puljeafkast for 1996, 1997, 1998, 1999, 2000 og 2001	side 3
Kommentarer til puljens 4 grupper	side 4
Puljekommentarer og forventninger - obligationer	side 6
Puljekommentarer og forventninger - aktier	side 7

Resultat for april, maj og juni samt 1. halvår 2002

Puljeresultat for april 2002	Værdistigning/-fald				
	Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Afgiftspligtigt afkast	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Afgiftsfrit afkast	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Aktieafkast	-5,6	-4,0	-2,3	0,0	0,0
Samlet afkast	-5,6	-3,9	-2,1	0,1	0,1

Alle afkast er før administrationsgebyr. Tallene er afrundet til en decimal.

Puljeresultat for maj 2002	Værdistigning/-fald				
	Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Afgiftspligtigt afkast	0,1	0,2	0,4	0,5	0,5
Afgiftsfrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	-1,7	-1,2	-0,9	0,0	0,0
Samlet afkast	-1,6	-1,0	-0,5	0,5	0,5

Alle afkast er før administrationsgebyr. Tallene er afrundet til en decimal.

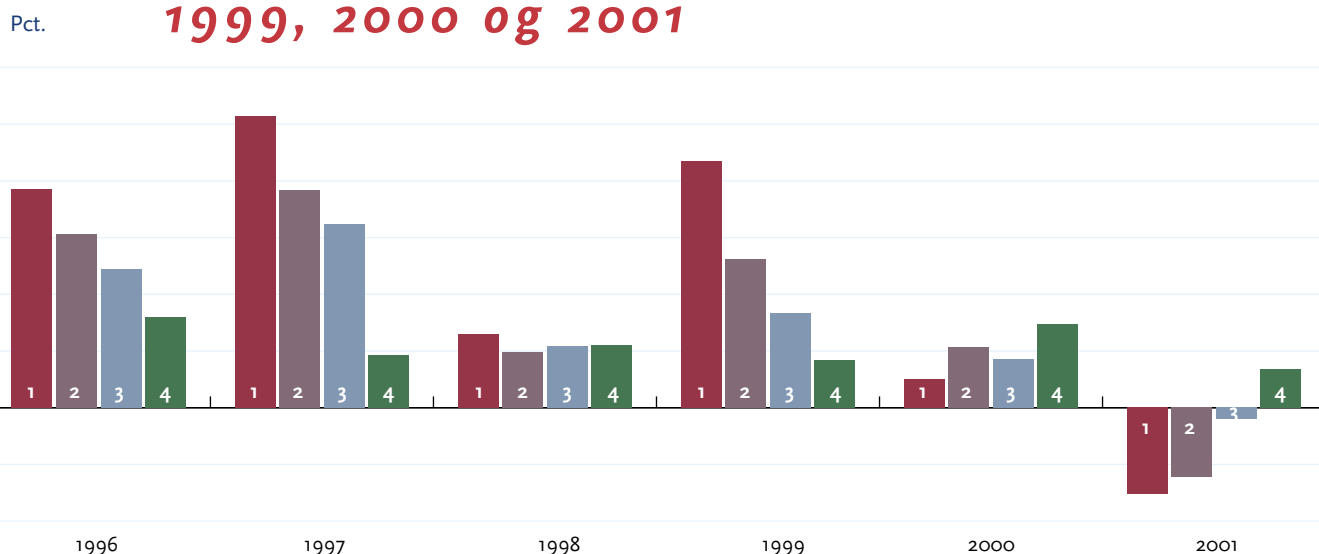
Puljeresultat for juni 2002	Værdistigning/-fald				
	Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Afgiftspligtigt afkast	0,1	0,3	0,5	0,6	0,6
Afgiftsfrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	-6,2	-4,7	-3,1	-0,6	-0,6
Samlet afkast	-6,1	-4,4	-2,6	0,0	0,0

Alle afkast er før administrationsgebyr. Tallene er afrundet til en decimal.

Puljeresultat for 1. halvår 2002	Værdistigning/-fald				
	Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Afgiftspligtigt afkast	0,3	0,8	1,6	2,8	2,8
Afgiftsfrit afkast	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Aktieafkast	-13,4	-9,3	-6,4	-0,7	-0,7
Samlet afkast	-13,1	-8,5	-4,7	2,1	2,1

Alle afkast er før administrationsgebyr. Tallene er afrundet til en decimal.

Puljeafkast for 1996, 1997, 1998, 1999, 2000 og 2001

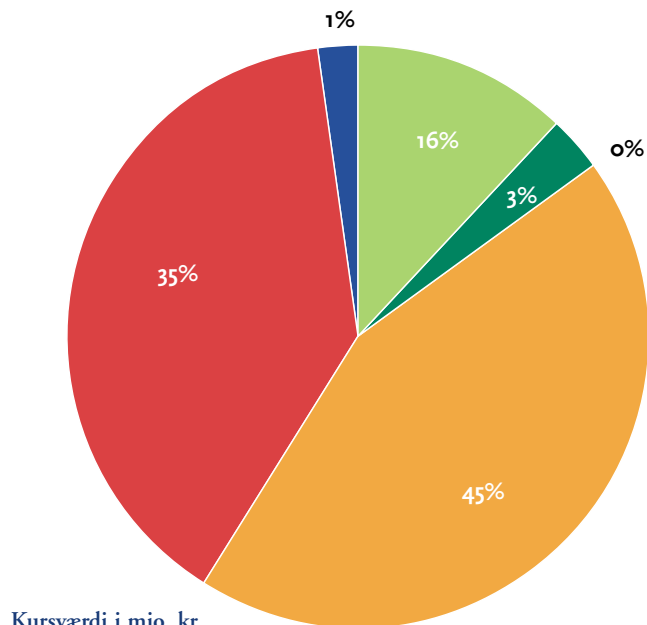


Kommentarer til puljens 4 grupper

Gruppe 1

Gruppe 1 har i andet kvartal givet et utilfredsstillende afkast på -14,3% målt på gennemsnitlig kursværdi. Andelen af aktier er i perioden reduceret fra 83% til 80%. Samtidig er obligationsandelen hævet fra 15% til 19%, hvilket afspejler en neutralvægtning af de to aktivtyper i forhold til investeringsstrategien. Obligationsafkastet er på 1,9%. Årsagen til det beskedne obligationsafkast er, at den udenlandske del af obligationsbeholdningen kun har givet et afkast på 0,05%. Isoleret set har de danske obligationer leveret et afkast på 2,3%, hvilket matcher det sammenlignelige Bloomberg/EFFAS benchmarkindeks, som for samme periode har givet et afkast på 2,4%. Overordnet set er obligationsafkastet ikke tilfredsstillende.

Afkastet for andelen af danske aktier er på niveau med det toneangivende indeks KFX, som i kvartalet tabte 11,7%. Udenlandske aktier udviklede sig svagere end markedet med et fald på knap 25% mod markedet som målt ved MSCI World faldt med 20,4%. Samlet er aktieafkastet ikke tilfredsstillende.

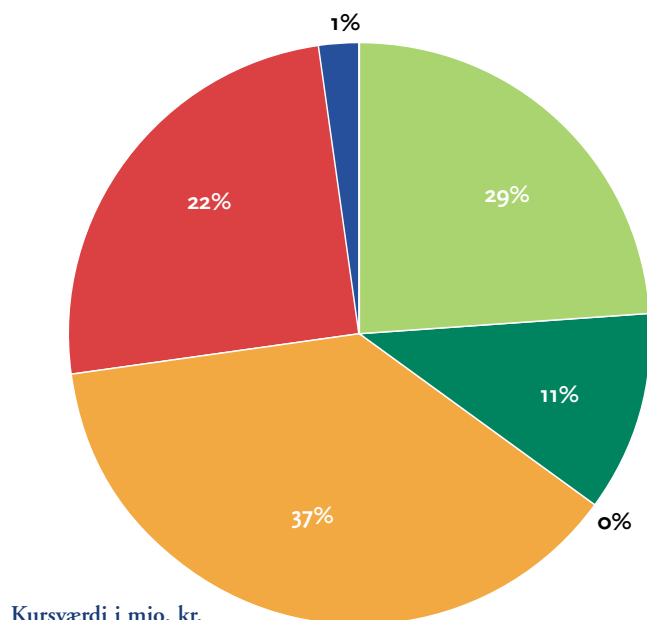


Kursværdi i mio. kr.

■ Danske obligationer (36,2)	■ Danske aktier (103,5)
■ Udenlandske obligationer (8,0)	■ Udenlandske aktier (80,2)
■ Indeksobligationer (0,0)	■ Kontant (2,7)

Gruppe 2

Gruppe 2 har i andet kvartal givet et utilfredsstillende afkast på -9,7% målt på gennemsnitlig kursværdi. Andelen af aktier er i perioden reduceret fra 64% til 59%. Samtidig er obligationsandelen hævet fra 35% til 40%, hvilket afspejler en neutralvægtning af de to aktivtyper i forhold til investeringsstrategien. Obligationsafkastet er på 2,2%. Den danske andel af porteføljen har givet et afkast på 2,4%, hvorimod den udenlandske andel kun har bidraget med 1,7%. Det sammenlignelige Bloomberg/EFFAS benchmarkindeks har i samme periode givet et afkast på 2,4%. Idet obligationsafkastet således ligger relativt tæt op ad benchmark vurderes afkastet tilfredsstillende. Afkastet for andelen af danske aktier er på niveau med det toneangivende indeks KFX, som i kvartalet tabte 11,7%. Udenlandske aktier udviklede sig svagere end markedet med et fald på knap 25% mod markedet som målt ved MSCI World faldt med 20,4%. Samlet er aktieafkastet ikke tilfredsstillende.

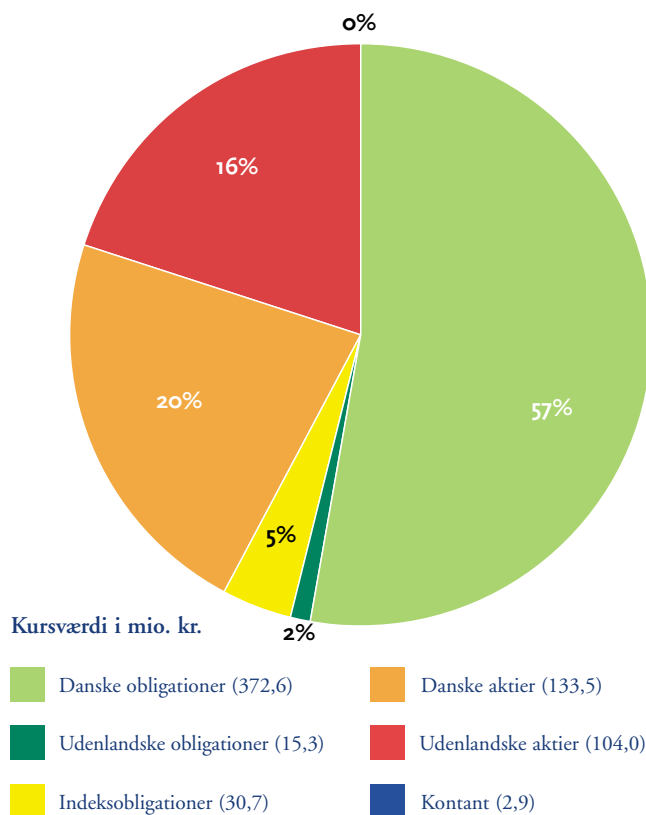


Kursværdi i mio. kr.

■ Danske obligationer (124,3)	■ Danske aktier (158,7)
■ Udenlandske obligationer (45,7)	■ Udenlandske aktier (95,1)
■ Indeksobligationer (0,0)	■ Kontant (3,6)

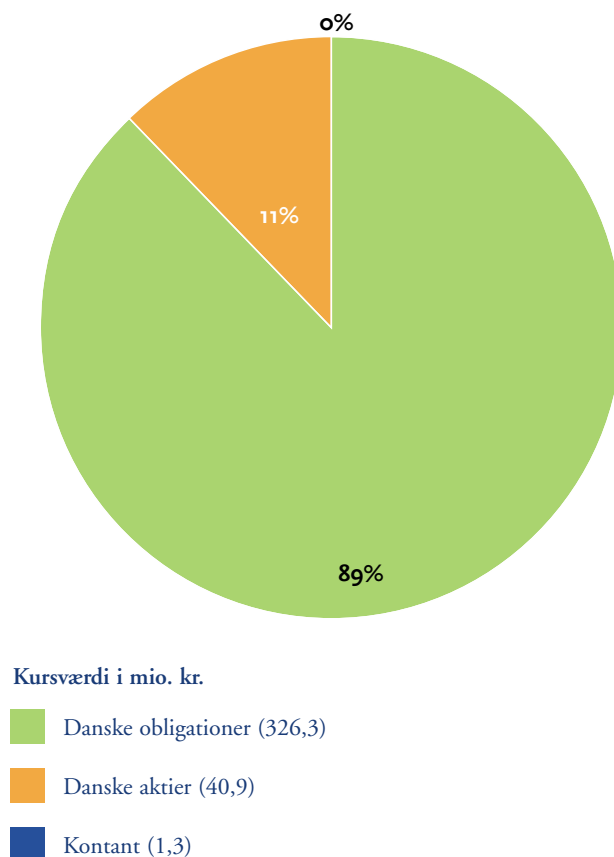
Gruppe 3

Gruppe 3 har i andet kvartal givet et utilfredsstillende afkast på -5,4% målt på gennemsnitlig kursværdi. Andelen af aktier er i perioden reduceret fra 42% til 36%. Samtidig er obligationsandelen hævet fra 58% til 63%, hvilket afspejler en neutralvægtning af de to aktivtyper i forhold til investeringsstrategien. Obligationsafkastet er på 2,5%. Den danske del af porteføljen har leveret et afkast på 2,6%, hvorimod den udenlandske del har bidraget med beskedne 0,63%. Da det tilsvarende Bloomberg/EFFAS benchmark indeks har givet et afkast på 2,4%, er obligationsafkastet tilfredsstillende. Afkastet for andelen af danske aktier er på niveau med det toneangivende indeks KFX, som i kvartalet tabte 11,7%. Udenlandske aktier udviklede sig svagere end markedet med et fald på knap 25% mod markedet som målt ved MSCI World faldt med 20,4%. Samlet er aktieafkastet ikke tilfredsstillende.



Gruppe 4

Gruppe 4 har i andet kvartal givet et tilfredsstillende afkast på 0,6% målt på gennemsnitlig kursværdi. Andelen af aktier og obligationer er fastholdt uændret i perioden med 11% aktier og 88% obligationer, hvilket afspejler en marginal overvægt af aktier i forhold til investeringsstrategien. Obligationsafkastet er på 2,2%. Det sammenlignelige Bloomberg/EFFAS benchmarkindeks på danske obligationer med en tilsvarende varighed har i samme periode givet et afkast på 2,2%. Idet obligationsafkastet således ligger relativt tæt op ad benchmark vurderes afkastet tilfredsstillende. Afkastet for danske aktier er på niveau med det toneangivende indeks KFX, som i kvartalet tabte 11,7% hvilket er rimeligt tilfredsstillende.



Puljekommentarer 2. kvartal 2002 - obligationer

Obligationsmarkedet brudt ud af dvale

Juni blev den måned hvor obligationsmarkedet brød ud af det niveau, som gennem stort set hele foråret har kendetegnet markedet. Årsagen til det positive obligationsmiljø skal først og fremmest søges i amerikanske økonomiske forhold. Bla. overraskede det amerikanske detailsalgstal ved at være markant mindre end ventet, hvilket isoleret set taler for lavere renter, hvilket udløser kursstigninger. Endvidere har obligationsmarkedet været præget af de voldsomme bevægelser på aktiemarkederne. Specielt de amerikanske teknologiaktier har været udsat for store fald i juni, hvilket sammen med usikre tegn på den økonomiske fremtid har sendt dollaren ud på en regulær rutsjetur. Denne udadgående trafik har styrket euroen markant, hvilket samtidig har virket understøttende for de europæiske obligationer.

På den europæiske scene har der ligeledes været medvind på rentemarkederne. I Tyskland blev nøgletallet for industriproduktionen offentliggjort, hvilket viste at en stigende aktivitet stadig lader vente på sig. I relation til den europæiske inflationsudvikling bekymrer ECB sig stadig om det vil være muligt at presse inflationen ned under de magiske 2 pct. I samme forbindelse har ECB udtalt, at man ikke vil tøve med at hæve renten hvis det skulle vise sig nødvendigt. Dette lægger en naturlig dæmper på de korte europæiske obligationer.



Indtil midten af juni var kvartalet domineret af stabile kurser og høje direkte afkast på specielt 7% og 8% realkreditobligationer. Derfor har vi i det meste af første halvår for 2002 haft en udpræget forkærlighed for realkreditobligationer, hvilket da også har udløst fornuftige afkast. I slutningen af juni kastede aktiemarkedet sine tunge mørke skyer hen over markederne med lavere renter til følge. Det betød pæne kursgevinster på mellemlange og lange obligationer. Derfor har statsobligationerne klaret sig markant bedre op til halvårsafslutningen, hvilket tydeligt ses af tabel 1.

6% St. lån 2011 har givet et afkast på 1,60% mod 1,20% for 6% Nyk. 2029.

Men som det også ses har 1. halvår afkastmæssigt været domineret af realkreditobligationerne.

Det kommende kvartal vil være præget af meget stor usikkerhed, som det også har været tilfældet i 1. halvår af 2002. Som vi ser det nu kan udviklingen splittes op i 2 scenarier. Det første scenarie vil blive et forløb, hvor vi vil se et moderat vækstforløb i den vestlige verden, hvilket vil indikere at aktiemarkedet er tæt på bunden. Det andet scenarie vil vise yderligere fald på aktiemarkedet, hvilket vil påvirke økonomierne i den vestlige verden til det værre.

Da vi vurderer at begge udfald er mulige, vælger vi at holde fast i vores position, med en overvægt af realkreditobligationer, selv om yderligere finansiell uro vil favorisere statsobligationer, som vi så i slutningen af juni måned.

De seneste nøgletal fra USA omkring den økonomiske situation, samt udtalelser fra Den amerikanske Centralbank, har fjernet den sidste frygt for rentestigninger i USA, de næste 3 til 6 måneder, hvilket betyder at investorerne igen påtager sig en større risiko løbetidsmæssigt på deres obligationsbeholdning.

Tabel 1

Periode afkast	5% Stgb. 2003	6% St.lån 2011	6% NYK. 2029
År til dato	1,93%	2,15%	4,05%
juni 02	0,56%	1,60%	1,20%
Kursudvikling			
31.05.02	100,76	104,55	97,03
30.06.02	100,96	105,82	97,75
Ændring	0,2	1,27	0,72
Renteudvikling			
30.05.02	4,43%	5,37%	6,46%
30.06.02	4,24%	5,19%	6,38%
Ændring	-0,18%	-0,17%	-0,08%



Puljekommentarer 2. kvartal 2002

- aktier

De moderate stigninger først på året blev i 2. kvartal afløst af en særdeles nervøs stemning på de internationale aktiemarkeder med betragtelige kursfald til følge. Det seneste kvartal har budt på en lang række af gode økonomiske nøgletal for den globale økonomi. Aktiemarkederne er dog på trods af de gode nøgletal præget af en fortsat usikkerhed i forhold til hvorvidt opsvinget i specielt den amerikanske økonomi har bidt sig endeligt fast eller om økonomien står overfor en ny nedgangsperiode. Det amerikanske privatforbrug har således gennem hele recessionen ligget på et højt niveau, og usikkerheden relaterer sig derfor i vid udstrækning til hvorvidt privatforbruget kan fastholdes på det nuværende niveau. Den nervøse stemning på aktiemarkederne kan derudover henføres til de gentagne sager omkring amerikanske selskabers kreative regnskabsmetoder. Lavinen der begyndte at rulle med afsløringen af Enrons kreative regnskabspraksis har siden trukket dybe spor med sager omkring Tyco, Worldcom og senest Xerox. Skandalen har resulteret i en dyb skepsis blandt investorerne overfor de aflagte regnskabstal inden for specielt amerikanske selskaber.

Aktiemarkedet er udover de konjunktur- og selskabsspecifikke forhold præget af en betydelig geopolitisk usikkerhed pga. den seneste tids forværring af situationen i Mellemøsten, den spændte situation mellem Indien og Pakistan samt den konstant lurende frygt for nye terrorangreb. Den lange række af usikkerhedsfaktorer har tilsammen medført en "flugt" fra aktier ind i mere sikre aktivtyper som f.eks. obligationer.

De mange usikkerhedsmomenter har sammen med den i øjeblikket lave indtjening i virksomhederne resulteret i betydelige kursfald, og aktiemarkederne i USA og Europa er således over de seneste måneder faldet til niveauerne umiddelbart efter 11. september. Det danske KFX-indeks har i løbet af 2. kvartal udvist et fald på knap 12%, og det danske marked har dermed klaret sig relativt pænt i forhold til det øvrige Europa, der samlet set er faldet med godt 17% målt ved MSCI Europe, jf. tabel 2. Det amerikanske marked har i samme periode måtte konstatere fald på det brede indeks S&P 500 på knap 14% mens teknologiindekset Nasdaq er faldet med knap 21%. De markante kursfald i 2. kvartal har ramt samtlige sektorer af varierende omfang, men perioden har samtidig anskueliggjort betydningen af de rigtige sektorvalg.

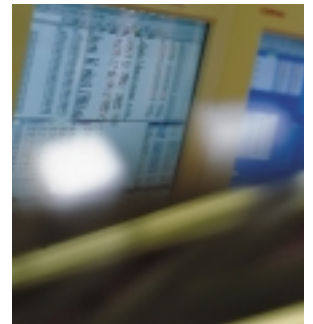
Det seneste kvartal har således budt på et fald i MSCI Europas IT- og Telekommunikationsindeks på henholdsvis 32% og 46%, mens de sektorer som traditionelt anses for at være blandt de mest stabile blot er faldet med omkring 8%.

Forventninger

Aktiemarkedet har de seneste måneder været præget af en stigende modvilje mod risiko, og investorerne synes i højere grad at fokusere på den aktuelle indtjening end de fremtidige indtjeningsforventninger. Vi forventer imidlertid at forbedringen af de økonomiske nøgletal vil udmønte sig i en vending i selskabernes indtjening i forbindelse med selskabernes halvårsregnskaber, hvilket alt andet lige burde være positivt for aktiekurserne. Fokus er fortsat rettet mod de første rentestigninger fra specielt den amerikanske centralbank. Vi forventer imidlertid at den amerikanske centralbank vil fastholde renterne indtil engang i 4. kvartal for at afvente en vedvarende vending i beskæftigelsen samt virksomhedernes investeringer. Vi forventer fortsat at første rentestigning vil være startskuddet til en større sektorrotation, hvor man gradvist vil reducere vægtningen i cykliske aktier til fordel for bla. finansielle aktier og egentlige vækstaktier.

Tabel 2

MSCI Europe	
Sektorperformance - 2. kvartal	
Energi	-13,0%
Materialer	-9,2%
Industri	-13,0%
Forbrugsgoder	-21,1%
Konsumtvarer	-7,2%
Sundhedspleje	-15,7%
Finans	-15,7%
IT	-45,5%
Telekommunikation	-31,7%
Forsyning	-8,0%
Samlet	-17,4%



24timer[®]

*Spar Nord Bank i
døgnet 24 timer
www.sparnord.dk*

Spar Nord Bank A/S
Skelagervej 15
Postboks 162
9100 Aalborg
Telefon 96 34 40 00

*Puljenyt - udgives af Spar Nord Bank A/S
Ansvarshavende: Peter Jølck, markedsdirektor
Redaktion: Pia Hagbarth, Markedsafdelingen.*



spar nord