

Puljenyt

Nr. 3

August 2003



Stop for negative tendenser med udgangen af februar 2003!

Ved årets start kunne det se ud som om de meget kedelige resultater fra 2002 også kunne blive realiteter i 2003. I marts måned overtog den positive stemning imidlertid aktiemarkederne - og positiviteten fastholdtes i første halvår.

Irakkrigens afslutning og en begyndende optimisme hos de amerikanske forbrugere gav en spirende tro på vækst.

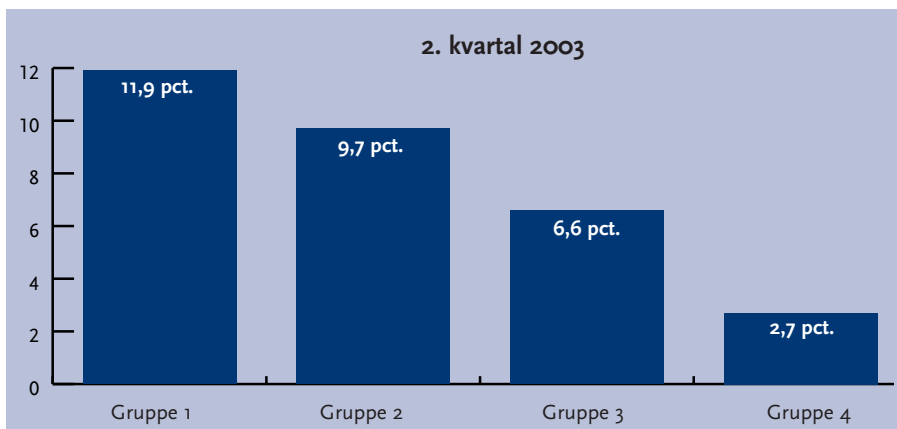
Pensionspuljens fire grupper har fra og med marts kun haft positive afkast og fire gode måneder har mere end opvejet de negative afkast fra januar og februar. For første halvår har alle fire grupper derfor givet pæne afkast.

Nu vokser træerne som bekendt kun sjældent ind i himlen. Og de gør det formentlig ikke denne gang. Der er fortsat kun svag vækst i de store økonomier og der skal ikke meget til at ryste aktiemarkedet. Dette kan sagtens medføre resultater med negative fortegn i kortere eller længere perioder fremover. Grupperne 1 og 2 - som har store aktieandele - vil måske især mærke dette.

Vi vælger fortsat at glæde os over den gode udvikling - og vi vil gøre vores til en succesrig fortsættelse.

Indhold

Stop for negative tendenser med udgangen af februar 2003	side 1
Puljekommentar, obligationer	side 2
Puljekommentar, aktier.....	side 3
Gruppe 1	side 4
Gruppe 2	side 5
Gruppe 3	side 6
Gruppe 4	side 7
Puljeresultater	side 8



Indledningen på 2. kvartal faldt sammen med afslutningen på Irak-krigen, og de finansielle markeder blev hurtigt præget af sortsyn på den økonomiske udvikling, samt frygt for deflation i USA og Europa. Denne holdning hos investorerne gav sig efterfølgende udslag i markante rentefald, både i den korte og lange ende af rentekurven. Rentefaldsforventningen gav også en stigende frygt for at det danske obligationsmarked var på vej til en ny rekordstor konverteringsbølge. Samtidig steg forventningen til at centralbankerne ville sænke deres ledende renter, for ad den vej forsøge at sætte gang i forbrugernes købelyst. Dette resulterede i at statsobligationerne nåede ned på meget lave renteniveauer, på bekostning af de højtforrentede konverterbare realkreditobligationer.

De efterfølgende pengepolitiske møder i centralbankerne, som blev afholdt i maj måned, varslede som forventet lavere renter. Den Europæiske Centralbank satte sin rente ned den 5. juni 2003, med 50 pct.-point til 2,00 pct. Danmarks Nationalbank fulgte den 6. juni efter med at sænke sin udlånsrente med 50 pct.-point til 2,15 pct.

Den positive trend på obligationsmarkedet fik dog en brat afslutning ovenpå månedens pengepolitiske møde i den amerikanske centralbank.

Onsdag den 25. juni havde markederne nærmest enstemmigt sat næsen op efter en rentenedsættelse fra FED på et halvt procentpoint. Til de flestes overraskelse valgte Greenspan og Co. blot at nedsætte renten med 25 pct.-point til 1,00 pct., hvorefter markedet reagerede promte ved at sende obligationskurserne ned. På ganske få dage tabte de toneangivende obligationer flere kurspoint, hvilket skabte debat om hvorvidt en forestående renteboble var blevet punkteret. I skrivende stund synes dette dog langt fra at være tilfældet. Spar Nord betragter kursfaldene som en korrektion, om end en stor en af slagsen, som isoleret set kan virke en anelse hysterisk. Økonomisk set er der ikke fundamentale forhold der har ændret sig nævneværdigt, hvorfor renterne på kort sigt sandsynligvis vil falde tilbage til de lave niveauer fra før 25. juni.

Bortset fra den voldsomme korrektion, blev slutningen af 2. kvartal kendetegnet ved den efterhånden allestedsnærværende diskussion omkring deflation. I en situation hvor priserne ligefrem begynder at udvise faldende tendens, vil de pengepolitiske muligheder være stærk begrænset. Den traditionelle pengepolitik i form af renteændringer er ved at have udspillet sin rolle. Hvis det pengepolitisk bliver nødvendigt at presse specielt de lange renter længere ned, er der kun muligheden for tilbagekøb af obligationer tilstede. Bliver dette en realitet, vil vi opleve voldsomme kursstigninger på de længereløbende papirer. Især én indikator peger på at der er behov for yderligere tiltag, og det er den stigende arbejdsløshed i USA, som kan vælte læsset, og som kan blive den katalysator som igen sætter gang i nye rentefald.

Obligationmarkedet forventer, med den økonomiske udvikling i Europa in mente, at der vil komme yderligere rentesænkninger i slutningen af 3. kvartal, eller senest i 4. kvartal, på minimum yderligere 50 pct.-point.

Som beskrevet ovenfor viser figur 1 også tydeligt udviklingen på rentemarkedet. I tabel 1 ses det også tydeligt, at det har været statsobligationer/flexobligationer (stående lån) med lange løbetider som har haft investorernes interesse idet de har givet et markant bedre periodeafkast end konverterbare obligationer i 1. halvår 2003.

Puljekommentar 2. kvartal 2003 Obligationer

Renteudviklingen – 10 årig dansk statsobligation



Periodeafkast og kursudvikling

Tabel 1

Periodeafkast			
	5% St.lån 2005	5% St.lån 2013	5% Totalkr. 2035
År til dato	3,20%	5,62%	4,57%
Juni 2003	0,24%	-0,82%	-0,28%
Kursudvikling			
31-05-03	105,42	109,4	98,44
30-06-03	105,31	108,11	97,79
Ændring	-0,11	-1,29	-0,65
Renteudvikling			
31-05-03	2,43%	3,89%	5,24%
30-06-03	2,40%	4,03%	5,30%
Ændring	-0,03%	0,14%	0,06%



De internationale aktiemarkeder var i 2. kvartal præget af en positiv stemning hovedsageligt på baggrund af den mindskede usikkerhed omkring Irak. Derudover har aktiemarkederne været understøttet af rentenedsættelser fra USA og Europa samt vedtagelsen af en lempelig skattepakke i USA.

Aktiemarkedet var i perioden op til krigsudbruddet præget af en betydelig nervøsitet, der gav sig udslag i generelle kursfald. Den udbredte nervøsitet viste sig dog i vid udstrækning ubegrundet pga. den forholdsvis hurtige og "smertefrie" krig, og aktiemarkedet kvitterede på den baggrund med markante stigninger fra bundniveauet midt i marts.

Der er i løbet af 2. kvartal sket et radikalt skifte i "markedets" psykologi, og markedet virker således meget optimistisk pt. Undersøgelser omkring forventningerne blandt rådgivere, investorer og strateger – Investor Intelligence – viser, at antallet af pessimister er faldet til 16%, hvilket er det laveste niveau siden 1987, mens antallet af optimister er steget til godt 60% svarende til det højeste niveau siden februar 2001. Derudover kan det konstateres at der pt. udstedes betydelig flere put-optioner end call-optioner, hvilket vidner om at "markedet" ikke forventer kursfald og derfor ønsker at "sikre" sig en gevinst.

Kvartalsregnskaberne fra de amerikanske selskaber var generelt set præget af bedre resultater end ventet. Den forbedrede indtjening kunne dog først og fremmest henføres til et reduceret omkostningsniveau, og kun i mindre udstrækning til en vækst i omsætning og dermed aktivitetsniveauet.

Der har i den forløbne periode været en overraskende fremgang i tillidsindikatorerne for den amerikanske økonomi, men fremgangen har dog ikke resulteret i en forbedring af de realøkonomiske forhold som fx. beskæftigelse, industriproduktion samt kapacitetsudnyttelse. Der er derfor en lurende risiko for, at de forbedrede tillidsindikatorer kan tilskrives en overdreven optimisme i kølvandet på krigsafslutningen. Europa er overordnet set fortsat præget af en deprimerende udvikling i såvel nøgletal som realøkonomi.

De internationale aktiemarkeder har udvist en stærk tendens. De toneangivende europæiske markeder har således vist stigninger i niveauet 15-20% mens det ellers så hårdt ramte tyske DAX-indeks har udvist en stigning på hele 33%. De amerikanske markeder har ligeledes fortsat den positive tendens med en stigning på 13% for det brede S&P 500 indeks og 19% for teknologiindekset Nasdaq. Den amerikanske dollar er dog i samme periode faldet med 5%, hvilket har reduceret afkastet for investering i amerikanske aktier.

Det danske aktiemarked har i 2. kvartal udvist en betragtelig fremgang. Det toneangivende KFX-indeks er således steget med 15,1% mens det brede KAX-indeks er steget med 17,3%. De pæne stigninger kan henføres til en bred vifte af aktier selvom specielt en aktie skiller sig positivt ud fra mængden. A. P. Møller selskaberne er således bare i 2. kvartal steget med 35% og aktien tegner sig isoleret set for omkring 40% af periodens stigning i KFX-indekset. Derudover er det værd at nævne DSV, GN Store Nord, Vestas og TDC, der i perioden er steget henholdsvis 47%, 46%, 44% samt 21%.

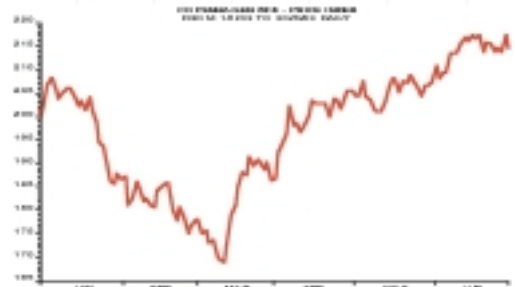
Aktiemarkedet ventes på kort sigt at bevæge sig ind i en konsolideringsfase, hvor markedet vil bevæge sig inden for et snævert handelsinterval. Der vurderes således på kort sigt at være behov for nyt "brændstof" for at kunne fortsætte stigningerne, hvilket bl.a. kunne komme i form af de amerikanske halvårsregnskaber og/eller en forbedring af de økonomiske nøgletal fra USA og Europa. Aktiemarkedet ventes dog samtidig, at blive understøttet af de historisk lave renteniveauer, som gør aktierne forholdsvis attraktive ud fra en relativ vurdering. En lang række aktier udbetaler således et direkte afkast i form af udbytte, der ligger væsentligt over de lange obligationsrenter.

Puljekommentar - 2. kvartal 2003 Aktier

MSCI EUROPE - PRICE INDEX
01.01.03 - 30.06.2003

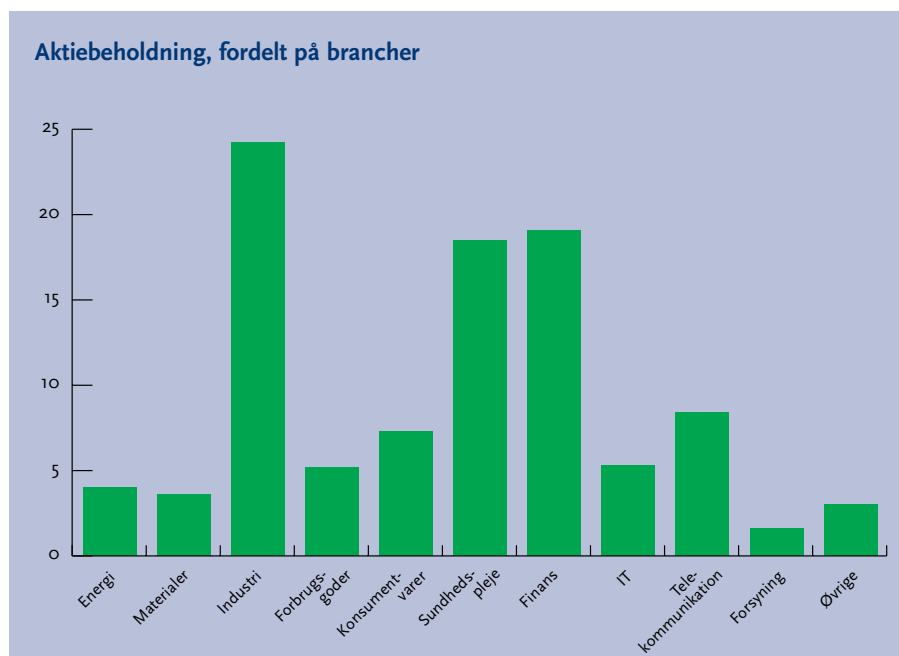
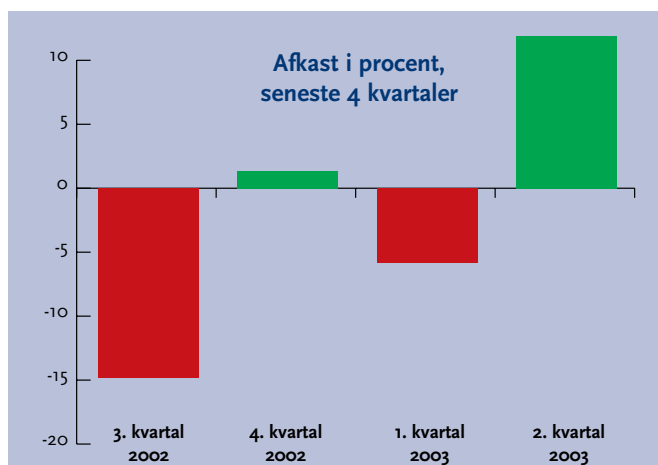
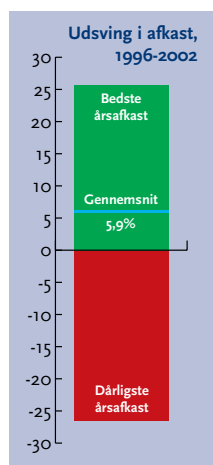
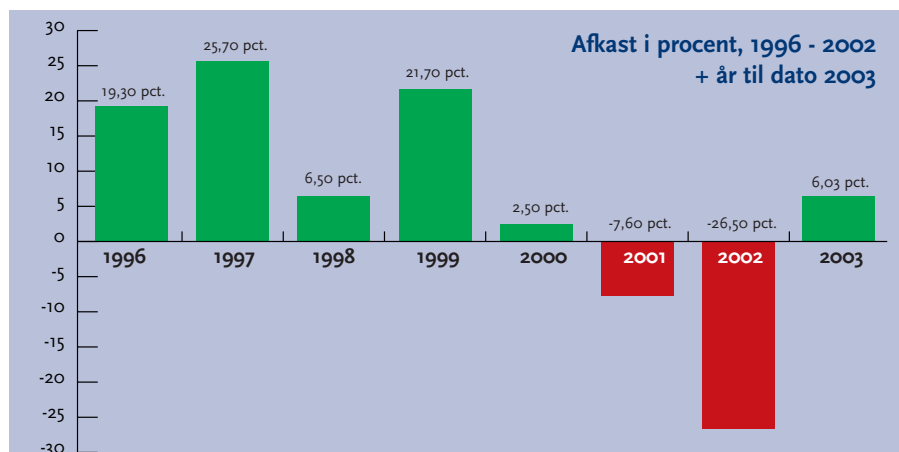


KFX INDEX
01.01.03 - 30.06.2003



Gruppe 1 udviste i 2. kvartal et afkast på 11,9%. Beholdningen er således stadig præget af en mindre tilfredsstillende udvikling for obligationsdelen, mens aktiedelen har udvist en særdeles tilfredsstillende udvikling.

2. kvartal har generelt været en svær periode for obligationsmarkederne, idet renterne er steget over en bred kam. Beholdningen af norske obligationer påvirker stadig negativt, idet den norske krone har tabt yderligere terræn i 2. kvartal. For aktiedelen gælder der, at det både er danske og udenlandske aktier der bidrager til det tilfredsstillende afkast. I forhold til markedsafkastet er obligationsafkastet dårligere, hvorimod aktieafkastet er bedre.



Gruppe 1

Danske aktier: 5 største positioner (i procent af danske aktier)

Selskab	Andel
A.P. Møller	20,0%
Danske Bank	15,3%
TDC	11,5%
Novo Nordisk	11,1%
H. Lundbeck	5,9%

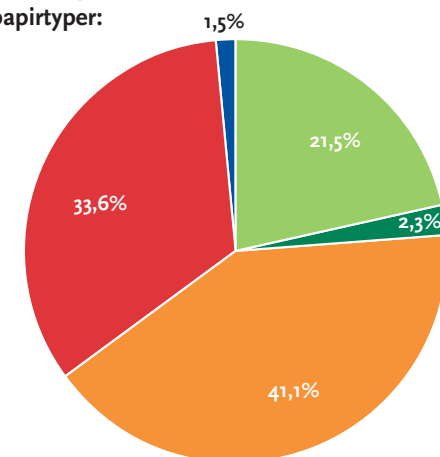
Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)

Selskab	Andel
Wyeth	2,7%
Cicigroup	2,7%
Mattel	2,6%
Exxon	2,6%
Royal BK	2,5%

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
5% Realkredit 111C 2035	33,7%
6% Realkredit 2035	15,6%
5% Stat 2013	11,7%

Fordeling på værdipapirtyper:

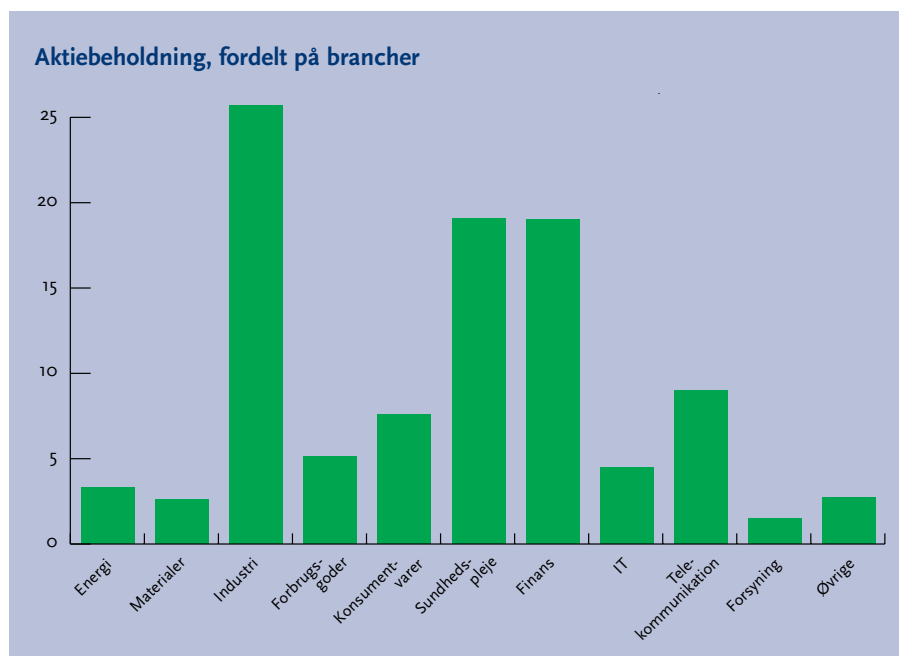
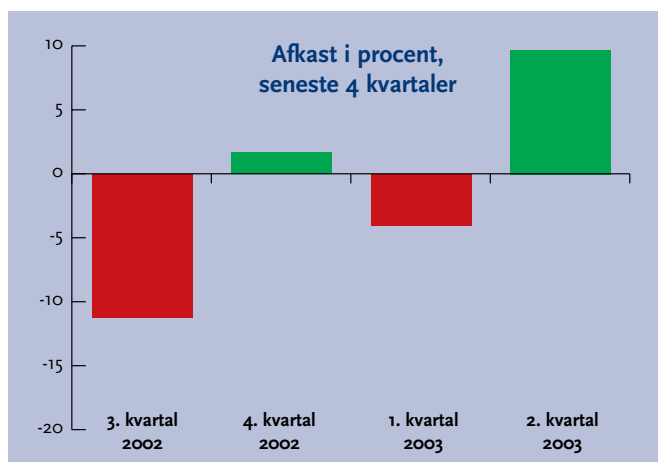
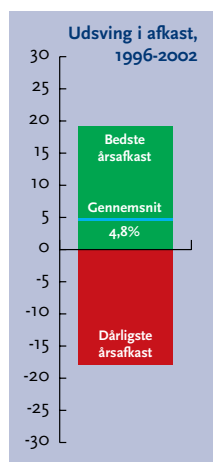
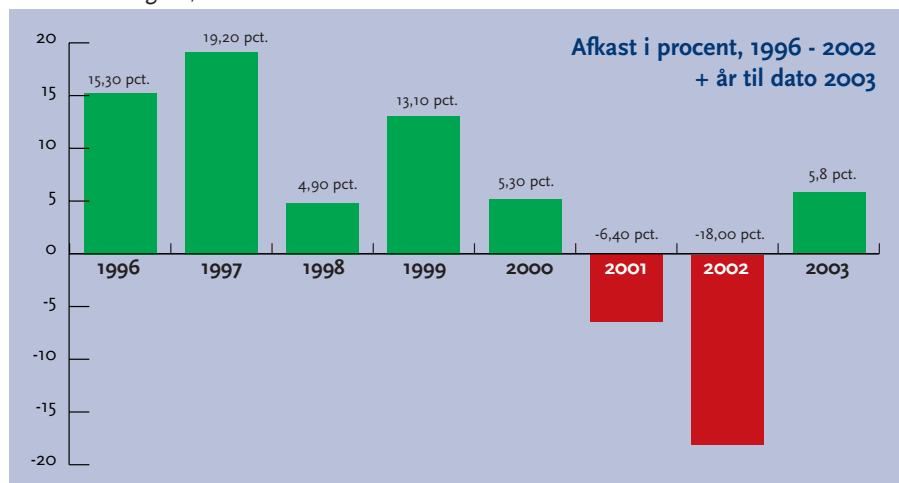


Kursværdi i mio. kr.

Danske obligationer (41,7)	Danske aktier (79,4)
Udenlandske obligationer (4,4)	Udenlandske aktier (65,0)
Indeksobligationer (0,0)	Kontant (3,0)

Gruppe 2 udviste i 2. kvartal et afkast på 9,7%. Beholdningen er således stadig præget af en mindre tilfredsstillende udvikling for obligationsdelen, mens aktiedelen har udvist en særdeles tilfredsstillende udvikling.

De generelle kursfald på obligationsmarkedet har medført kurstab over en bred kam. Dog har beholdningen af realkreditobligationer trukket i den rigtige retning, idet disse obligationer traditionelt klarer sig bedre end statsobligationer, når renterne begynder at stige. For aktiedelen gælder der, at det både er danske og udenlandske aktier, der bidrager til det tilfredsstillende afkast. I forhold til markedsafkastet er obligationsafkastet dårligere, hvorimod aktieafkastet er bedre.



Gruppe 2

Danske aktier: 5 største positioner (i procent af danske aktier)

Selskab	Andel
A.P. Møller * (note - se side 8)	20,1%
Danske Bank	15,3%
TDC	11,6%
Novo Nordisk	11,4%
H. Lundbeck	6,0%

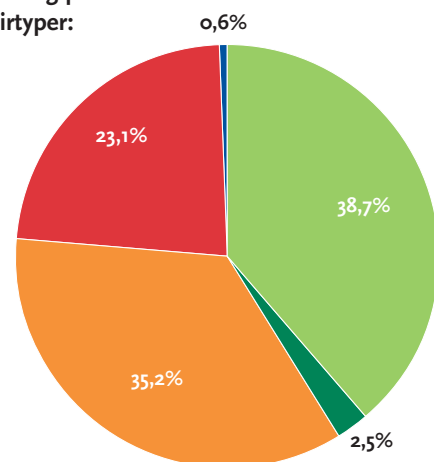
Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)

Selskab	Andel
Mattel	2,8%
Wyeth	2,8%
Microsoft	2,5%
MSCI, Hong Kong Index	2,5%
Pepsico	2,4%

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
6% Realkredit 2035	37,1%
5% Realkredit 2035	17,7%
4% Realkredit 2020	11,1%

Fordeling på værdipapirtyper:

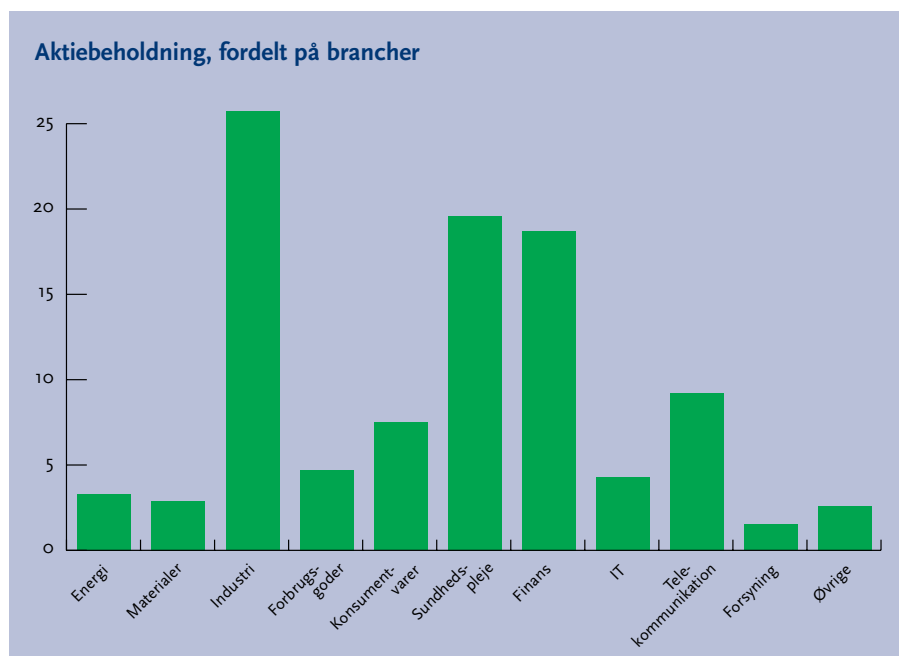
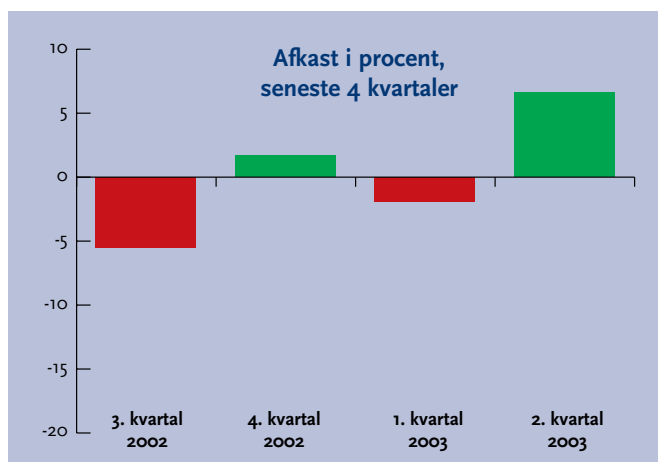
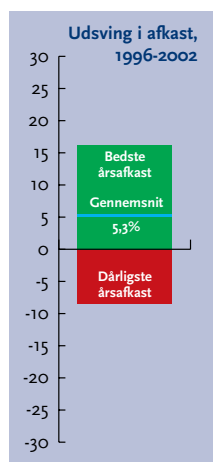
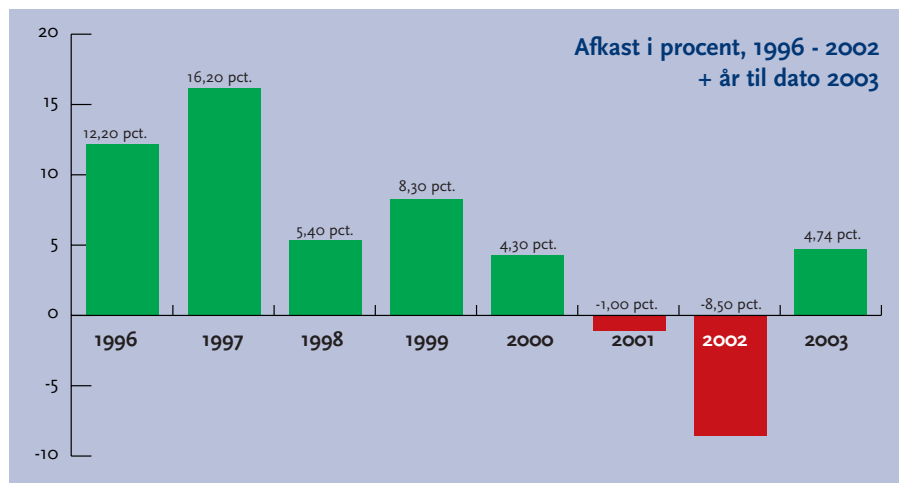


Kursværdi i mio. kr.

Danske obligationer (139,3)	Danske aktier (126,8)
Udenlandske obligationer (8,9)	Udenlandske aktier (83,3)
Indeksobligationer (0,0)	Kontant (2,0)

Gruppe 3 udviste i 2. kvartal et afkast på 6,6%. Beholdningen er således stadig præget af en mindre tilfredsstillende udvikling for obligationsdelen, mens aktiedelen har udvist en særdeles tilfredsstillende udvikling.

For aktier har både de danske og udenlandske aktier bidraget til det tilfredsstillende afkast.



Gruppe 3

Danske aktier: 5 største positioner (i procent af danske aktier)

Selskab	Andel
A.P. Møller * (note - se side 8)	20,1%
Danske Bank	15,2%
TDC	11,9%
Novo Nordisk	11,7%
H. Lundbeck	6,0%

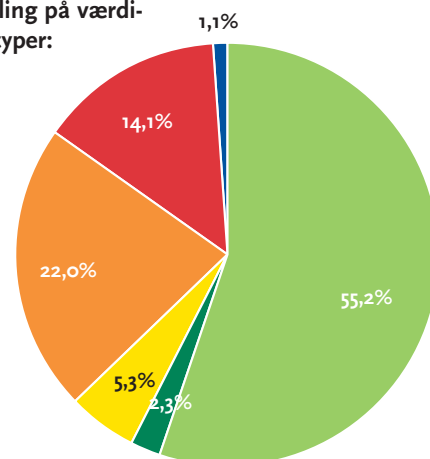
Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)

Selskab	Andel
Microsoft	2,8%
Mattel	2,8%
Wyeth	2,7%
Citigroup	2,5%
MSCI, Hong Kong Index	2,5%

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
6% Realkredit 2035	43,4%
5% Totalkredit 111C 2035	19,7%
2,50% Realkredit	
Indeksobl. 2026	8,2%

Fordeling på værdipapirtyper:



Kursværdi i mio. kr.

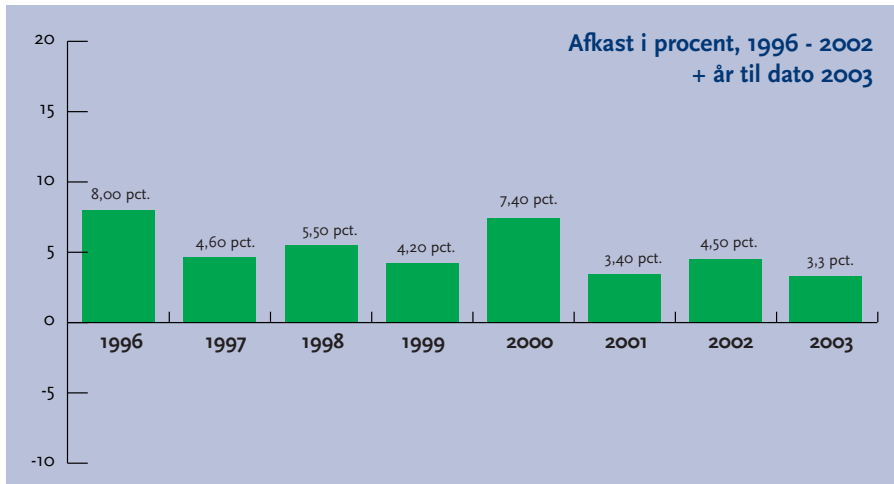
Danske obligationer (321,7)	Danske aktier (128,0)
Udenlandske obligationer (13,4)	Udenlandske aktier (82,0)
Indeksobligationer (30,8)	Kontant (6,6)

Gruppe 4 udviste i 2. kvartal et afkast på 2,7%. Beholdningen er således stadig præget af en mindre tilfredsstillende udvikling for obligationsdelen, mens aktiedelen har udvist en særdeles tilfredsstillende udvikling.

Den klart overvægtede andel af obligationer betyder naturligvis, at det samlede afkast vil være præget af den negative stemning på obligationsmarkedet.

For aktier har afkastet i forhold til det generelle marked været tilfredsstillende.

Gruppe 4

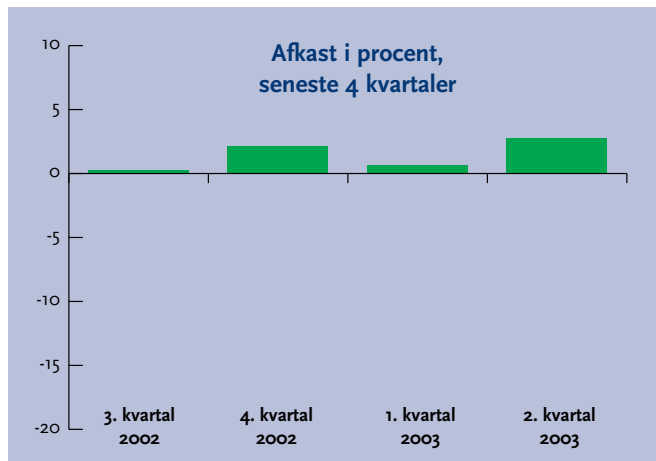
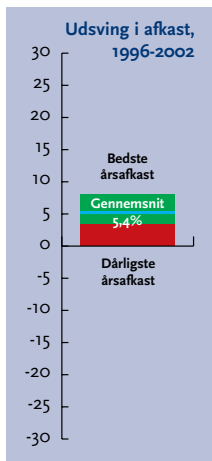


Danske aktier: 5 største positioner (i procent af danske aktier)

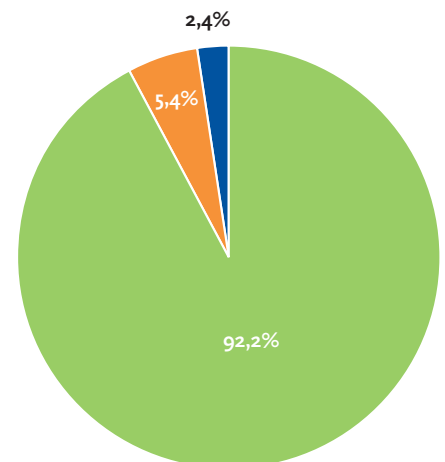
Selskab	Andel
A.P. Møller	19,2%
Danske Bank	15,6%
TDC	13,6%
Novo Nordisk	12,4%
Lundbeck	6,0%

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
6% Realkredit 2035	40,8%
5% Realkredit 2025	17,1%
4% Realkredit 2008	16,6%

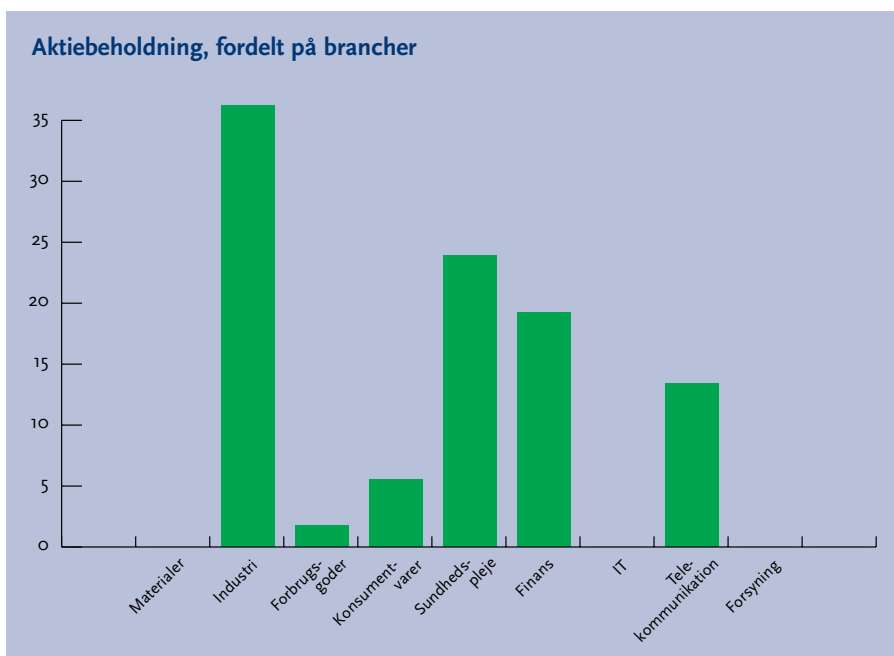


Fordeling på værdipapirtyper:

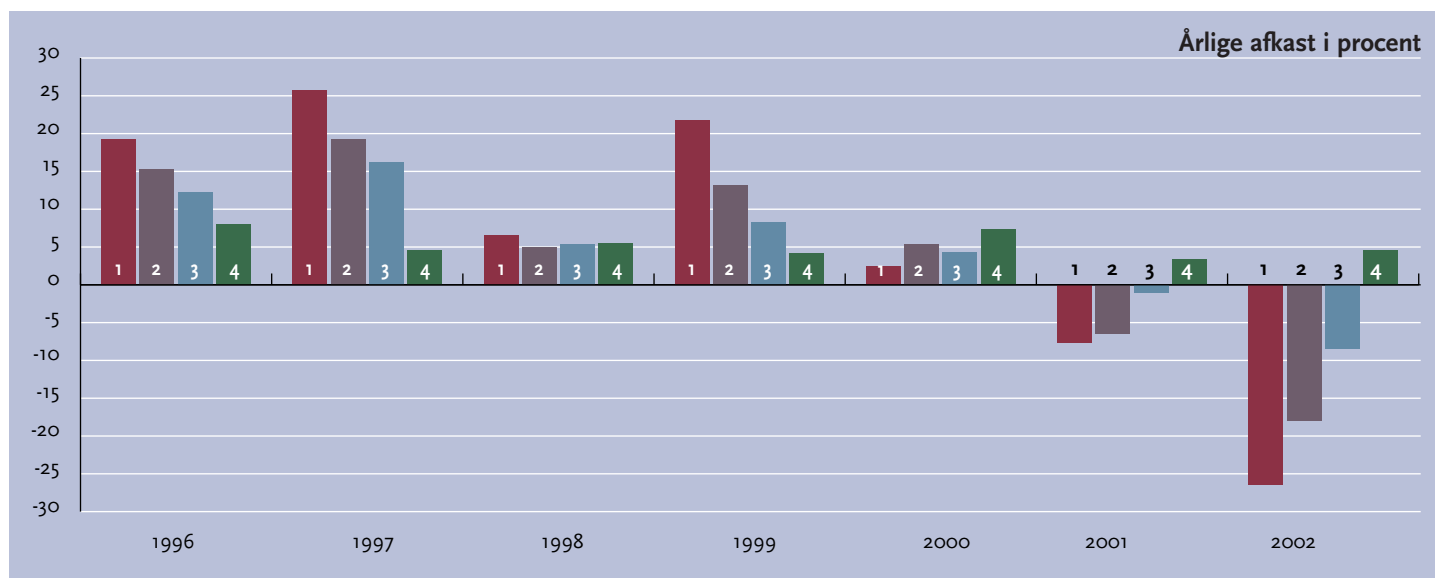


Kursværdi i mio. kr.

Danske obligationer (470,1)	Danske aktier (27,3)
Kontant (12,3)	



Puljeafkast for 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001 og 2002



Resultat for april, maj og juni 2003, samt første halvår af 2003

Puljeafkast for april 2003

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4	Værdistigning/-fald
Afgiftspligtigt afkast	0,1	0,2	0,3	0,4	
Afgiftsfrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0	
Aktieafkast	7,3	5,8	3,5	0,6	
Samlet afkast	7,4	6,0	3,8	1,0	

Puljeafkast for maj 2003

Afkast i procent p.a.	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Afgiftspligtigt afkast p.a.	0,3	0,6	0,9	1,4
Afgiftsfrit afkast p.a.	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast p.a.	0,8	0,6	0,4	0,0
Samlet afkast p.a.	1,1	1,2	1,3	1,4

Puljeafkast for juni 2003

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Afgiftspligtigt afkast p.a.	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Afgiftsfrit afkast p.a.	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast p.a.	3,5	2,7	1,7	0,2
Samlet afkast p.a.	3,3	2,5	1,6	0,2

Puljeafkast for 1. halvår 2003

Afkast i procent p.a.	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Afgiftspligtigt afkast p.a.	1,2	2,1	2,9	3,0
Afgiftsfrit afkast p.a.	0,0	0,0	0,3	0,0
Aktieafkast p.a.	4,8	3,7	1,5	0,3
Samlet afkast p.a.	6,0	5,8	4,7	3,3

* note, gruppe 2 og gruppe 3:

Ifølge retningslinierne må en enkelt aktiepost maksimalt udgøre 20 pct. af den danske aktieinvestering.

På grund af kursstigninger på A.P. Møller aktien den 30. juni er denne grænse overskredet med 0,1 pct.-point. Beholdningen er efterfølgende nedbragt til under 20 pct.

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

Puljenyt - udgives af Spar Nord Bank
Ansvarshavende: Peter Jølck,
markedsdirektør
Redaktion: Brian Thomasberg,
Markedsafdelingen.

Spar Nord Bank

Skelagervej 15
Postboks 162
9100 Aalborg
Telefon 96 34 40 00
www.sparnord.dk

 **spar nord**
en kæde af lokale banker