

# Indhold



Resultat for juli, august, september 2002	side 3
Resultat for 1.-3. kvartal	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 juli, august og sept. samt de 3 første kvartaler af 2002

### Puljeresultat for juli 2002

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

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

### Puljeresultat for august 2002

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Afgiftspligtigt afkast	0,3	0,5	0,8	1,0
Afgiftsfrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	0,6	0,5	0,2	0,2
Samlet afkast	0,8	1,0	1,1	1,2

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

### Puljeresultat for september 2002

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

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

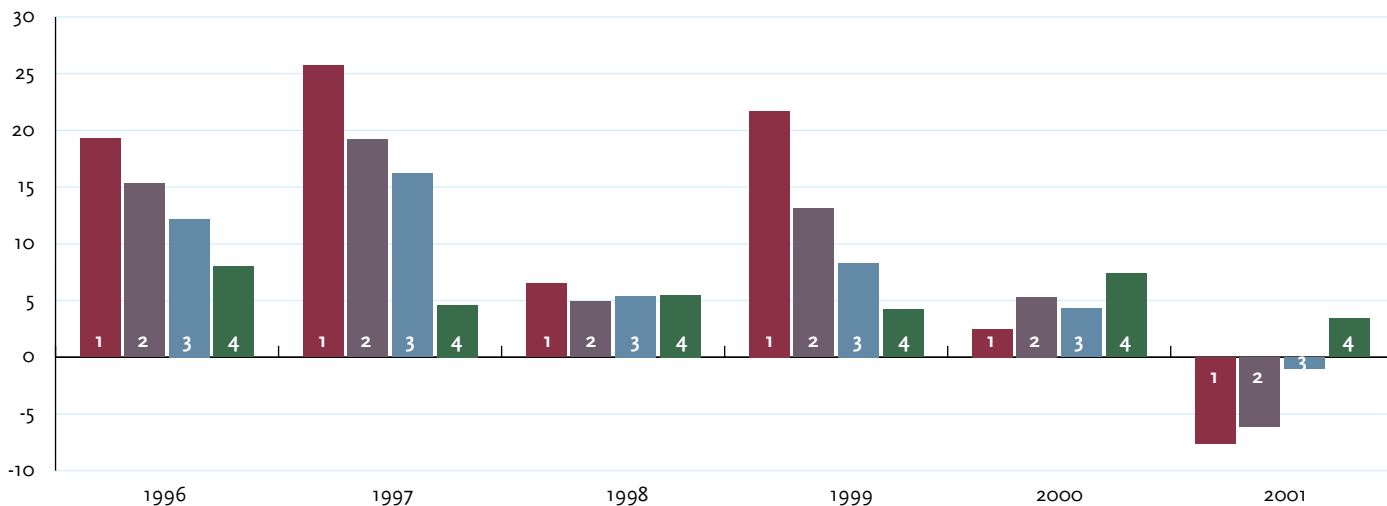
### Puljeresultat for 1.-3. kvartal 2002

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Afgiftspligtigt afkast	1,0	2,2	3,7	5,5
Afgiftsfrit afkast	0,0	0,0	0,2	0,0
Aktieafkast	-28,9	-21,8	-14,0	-3,2
Samlet afkast	-27,9	-19,7	-10,2	2,4

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

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

Pct.



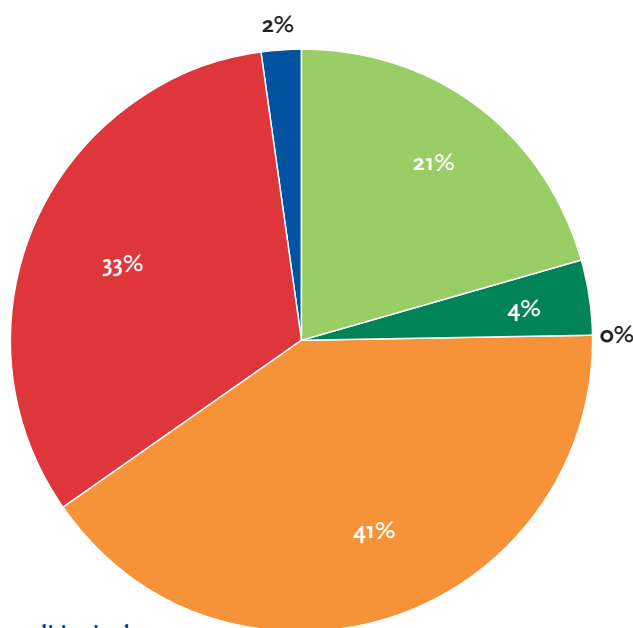
## Kommentarer til puljens 4 grupper

### Gruppe 1

Gruppe 1 har i 3. kvartal fortsat den utilfredsstillende udvikling. Afkastet til og med 3. kvartal er på -31,4% målt på den gennemsnitlige kursværdi. Andelen af aktier er i perioden blevet reduceret yderligere fra 80% til 74%, mens obligationsbeholdningen tilsvarende er øget, hvilket afspejler en undervægtning af aktier i forhold til investeringsstrategien. Afkastet på obligationsbeholdningen har udviklet sig yderst tilfredsstillende, og ligger over det valgte benchmarkindeks, Bloomberg/EFFAS 1 - 7, som i perioden har givet et afkast på 3,64%. Beholdningen af udenlandske obligationer har givet et pænt afkast, og udgør dermed et godt supplement til beholdningen af danske obligationer som primært har været overvægtet af realkreditobligationer. Aktieafkastet har derimod fortsat den negative udvikling fra 2. kvartal. Afkastet på danske aktier er kun marginalt under benchmark og derfor rimeligt tilfredsstillende, mens afkastet på udenlandske aktier fortsat er noget svagere end benchmark. Det svagere afkast skyldes i vid udstrækning porteføljens overvægt af europæiske aktier på bekostning af en undervægt af amerikanske aktier. Aktieafkastet vurderes samlet set utilfredsstillende.

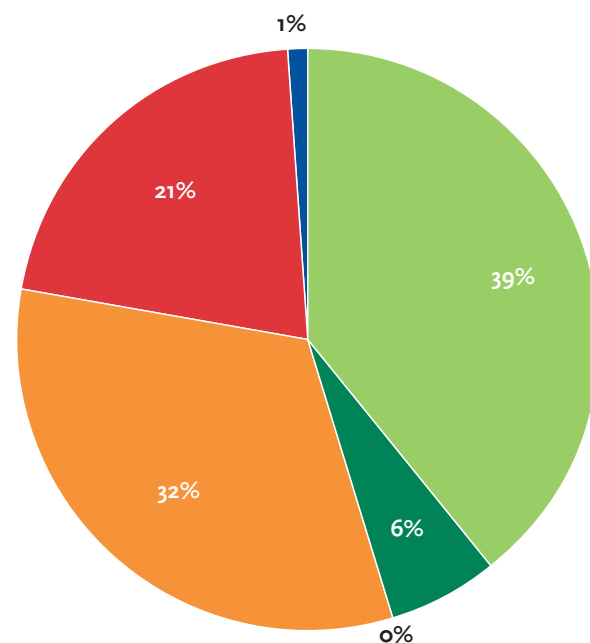
### Gruppe 2

Gruppe 2 har i 3. kvartal fortsat den utilfredsstillende udvikling. Afkastet til og med 3. kvartal er på -21,11% målt på den gennemsnitlige kursværdi. Andelen af aktier er i perioden blevet reduceret yderligere fra 59% til 54%, mens obligationsbeholdningen tilsvarende er øget, hvilket afspejler en undervægtning af aktier i forhold til investeringsstrategien. Afkastet på obligationsbeholdningen har udviklet sig tilfredsstillende, og ligger på linie med det valgte benchmarkindeks, Bloomberg/EFFAS 1 - 7, som i perioden har givet et afkast på 3,64%. Beholdningen af udenlandske obligationer har givet et pænt afkast, og udgør dermed et godt supplement til beholdningen af danske obligationer som primært har været overvægtet af realkreditobligationer. Aktieafkastet har derimod fortsat den negative udvikling fra 2. kvartal. Afkastet på danske aktier er kun marginalt under benchmark og derfor rimeligt tilfredsstillende, mens afkastet på udenlandske aktier fortsat er noget svagere end benchmark. Det svage-



Kursværdi i mio. kr.

<span style="color: green;">■</span> Danske obligationer (40,5)	<span style="color: orange;">■</span> Danske aktier (79,8)
<span style="color: darkgreen;">■</span> Udenlandske obligationer (8,2)	<span style="color: red;">■</span> Udenlandske aktier (64,2)
<span style="color: yellow;">■</span> Indeksobligationer (0,0)	<span style="color: blue;">■</span> Kontant (3,3)



Kursværdi i mio. kr.

<span style="color: green;">■</span> Danske obligationer (148,3)	<span style="color: orange;">■</span> Danske aktier (121,6)
<span style="color: darkgreen;">■</span> Udenlandske obligationer (24,2)	<span style="color: red;">■</span> Udenlandske aktier (79,9)
<span style="color: yellow;">■</span> Indeksobligationer (0,0)	<span style="color: blue;">■</span> Kontant (3,9)

re afkast skyldes i vid udstrækning vores overvægt af europæiske aktier på bekostning af en undervægt af

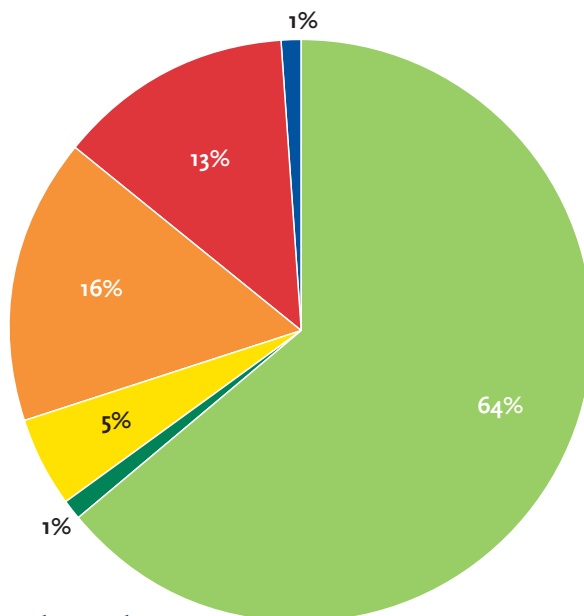
amerikanske aktier. Aktieafkastet vurderes samlet set utilfredsstillende.

### Gruppe 3

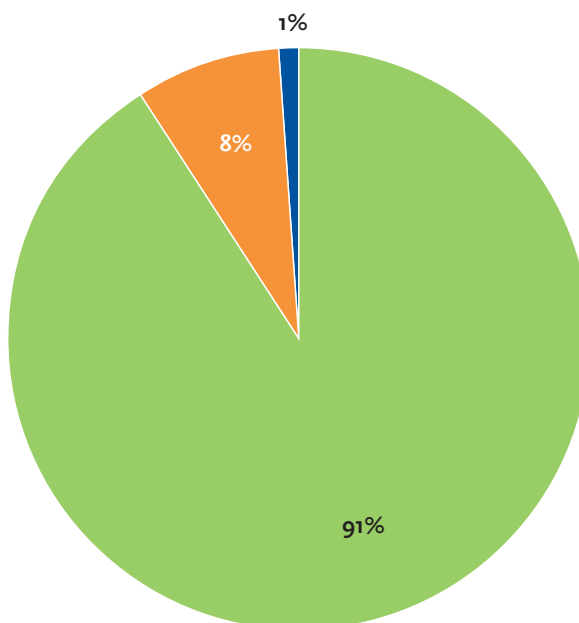
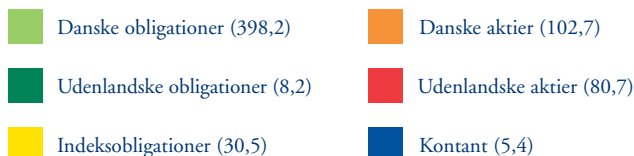
Gruppe 3 har i 3. kvartal fortsat den utilfredsstillende udvikling. Afkastet til og med 3. kvartal er på -10,58% målt på den gennemsnitlige kursværdi. Andelen af aktier er i perioden blevet reduceret yderligere fra 36% til 29%, mens obligationsbeholdningen tilsvarende er øget, hvilket afspejler en undervægtning af aktier i forhold til investeringsstrategien. Afkastet på obligationsbeholdningen har udviklet sig tilfredsstillende, og ligger på linie med det valgte benchmarkindeks, Bloomberg/EFFAS 1 – 7, som i perioden har givet et afkast på 3,64%. Beholdningen af udenlandske obligationer har givet et pænt afkast, og udgør dermed et godt supplement til beholdningen af danske obligationer som primært har været overvægtet af realkreditobligationer. Aktieafkastet har derimod fortsat den negative udvikling fra 2. kvartal. Afkastet på danske aktier er kun marginalt under benchmark og derfor rimeligt tilfredsstillende, mens afkastet på udenlandske aktier fortsat er noget svagere end benchmark. Det svagere afkast skyldes i vid udstrækning vores overvægt af europæiske aktier på bekostning af en undervægt af amerikanske aktier. Aktieafkastet vurderes samlet set utilfredsstillende.

### Gruppe 4

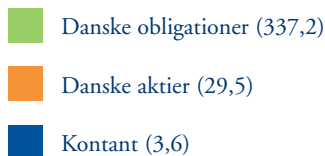
Gruppe 4 har i 3. kvartal fortsat den stabile udvikling. Afkastet til og med 3. kvartal er på 2,38% målt på den gennemsnitlige kursværdi. Andelen af aktier er i perioden blevet reduceret fra 11% til 8%, mens obligationsbeholdningen tilsvarende er øget, hvilket afspejler en undervægtning af aktier i forhold til investeringsstrategien. Afkastet på obligationsbeholdningen har udviklet sig tilfredsstillende om end afkastet ligger en anelse under det valgte benchmarkindeks, Bloomberg/EFFAS 1 – 5 som i perioden har givet 3,30%. Porteføljens overvægt af realkreditobligationer har således ikke kunne matche kursudviklingen på mellemlange statsobligationer. Aktieafkastet har i 3. kvartal fortsat den negative udvikling fra 2. kvartal. Afkastet er dog kun marginalt under benchmark og derfor rimeligt tilfredsstillende.



Kursværdi i mio. kr.



Kursværdi i mio. kr.



## Puljekommentarer 3. kvartal 2002 - obligationer

### Rekordlave renter i tredje kvartal !

Tredje kvartal blev på obligationsmarkedet kendetegnet ved rekord lave renteniveauer. Specielt de amerikanske renter er i den forgangne periode blevet handlet ned i niveauer der ikke er set siden 1950'erne. I den forbindelse har det været interessant at iagttage, at de europæiske renter ikke er fulgt med ned i samme tempo. Dette har bevirket, at vi i dag betragter rentespændet mellem Europa og USA som værende for højt.

Tabel 1 illustrer tydeligt at renteudviklingen i Europa ikke har kunnet følge med de amerikanske renter ned. Idet f.eks. den danske 10-årige rente endnu ikke er nede på det niveau som blev nået i efteråret 2001, hvor de amerikanske renter lå på et højere niveau.

På den makroøkonomiske front har de finansielle markeder haft en anelse svært ved at tolke signalerne. Spar Nord har stort set siden kvartalets begyndelse haft et mere negativt syn på den globale økonomiske udvikling end den generelle opfattelse. Trods det faktum, at den seneste tids økonomiske nøgletal ikke har været så svage som markedet generelt har forventet, har investorerne valgt at sende aktiemarkederne verden over i knæ. Dette har udløst en massiv kapitalbevægelse mod det mere sikre obligationsmarked, som således har kvitteret med at sende ren-



terne ned på de historisk lave niveauer.

På det hjemlige obligationsmarked er det endvidere værd at bemærke, at mindsterenten her sidst i kvartalet ekstraordinært blev nedsat til 3% gældende fra den 10. oktober. Dermed er der åbnet op for udstedelse af 3% blåstemplede obligationer, som rent markedsmessigt kan være interessante for private investorer.

Overordnet set er vi stadig positive på obligationsmarkedet. Mest sikre er vi stadig på de korte renter, idet vi forventer en rentenedsættelse fra både FED og ECB på 0,25%-point inden årsskiftet. På de lange renter synes udsigterne derimod at være en smule mere grumsede, idet vi så småt vurderer, at den rentemæssige bund i den lange ende af kurven er ved at være nået. Derfor vil det være et spørgsmål om timing for hvornår der skal sælges ud til fordel for mindre kursfølsomme papirer.

I sagens natur bliver dette naturligvis svært, hvorfor omlægningen foretages over en lidt længere periode.

Tabellen viser tydeligt hvor investorerne har søgt hen, efter man har forladt de usikre aktiemarkeder. Kursudviklingen i september måned på stats- og real-kreditobligationer taler sit tydelige sprog, og viser klart at det er statsobligationerne som har investorerens opmærksomhed når der er tegn på krigslignende tilstande, som i øjeblikket.

Tabel 1

Periode afkast	5% Stgb. 2003	6% St.lån 2011	6% NYK. 2029
År til dato	4,02%	8,01%	8,40%
september 02	0,63%	2,25%	1,37%
<b>Kursudvikling</b>			
31.08.02	101,57	108,52	99,60
30.09.02	101,85	110,61	100,52
Ændring	0,28	2,09	0,92
<b>Renteudvikling</b>			
31.08.02	3,62%	4,83%	6,18%
30.09.02	3,28%	4,55%	6,08%
Ændring	-0,34%	-0,28%	-0,10%



# Puljekommentarer 3. kvartal 2002

## - aktier

De globale aktiemarkeder var i 3. kvartal præget af en fortsat nervøs og usikker stemning. Kvartalet blev indledt med aflæggelse af halvårsregnskaber fra USA som med enkelte undtagelser blev bedre eller på niveau med forventningerne. De forrige kvartalers strøm af gode nøgletal fra specielt den amerikanske økonomi blev langsomt afløst af svagere nøgletal, hvilket kunne indikere at USA bevæger sig mod en ny recession.

Den svage makroøkonomiske udvikling er tillige meget synlig i Europa og der forventes på den baggrund en rentenedsættelse fra den europæiske centralbank inden udgangen af 2002.

De økonomiske nøgletal fra USA viste som nævnt svaghedstegn, herunder ikke mindst inden for industriens investeringer, forventninger og produktion.

Den lave rente i USA har dog indtil videre holdt hånden under ejendomspriserne og dermed også de amerikanske forbrugere. Forbrugerne vil over de kommende kvartaler rumme nøglen til, hvorvidt den amerikanske økonomi på ny havner i recession.

Det forløbne kvartal har budt på en betydelig politisk usikkerhed på verdensscenen, herunder ikke mindst i relation til den fortsat spændte situation i Mellemøsten. Derudover er den tilspidsede situation omkring Irak ikke kommet nærmere en løsning, og der hersker derfor fortsat en betydelig risiko for en ny

golfkrig. Den latente krigstrussel og den deraffølgende usikkerhed har bidraget til en forholdsvis høj oliepris, hvilket vil have en negativ effekt på den i forvejen skrøbelige verdensøkonomi.

De internationale aktiemarkeder skiftede mod slutningen af perioden fokus væk fra nøgletallene til i stedet at fokusere på den amerikanske pre-announcement sæson, hvor selskaberne varsler om de kommende 3 kvartalsregnskaber. Sæsonen blev den svageste siden det svage fjerde kvartal 2001 med et bekymrende antal nedjusteringer i forhold til de mere sparsomme opjusteringer. Nedjusteringerne kom ikke blot fra teknologivirksomheder og konjunkturfølsomme virksomheder, men i lige så høj grad fra mere traditionelle virksomheder som f.eks. McDonald's og Philip Morris.

En udvikling i retning af svagere nøgletal, den usikre situation i Mellemøsten og nedjusteringerne førte til at 3. kvartal afkastmæssigt blev det værste kvartal siden 1987. Det amerikanske S&P500-indeks faldt således 17,6%, mens det europæiske MSCI Europe-indeks faldt med 24%.

Det danske marked har i modsætning til tidligere ikke kunnet byde på ly i den turbulente periode, og det toneangivende KFX-indeks er således faldet med 22%, mens det brede KAX-indeks er faldet med 20%.

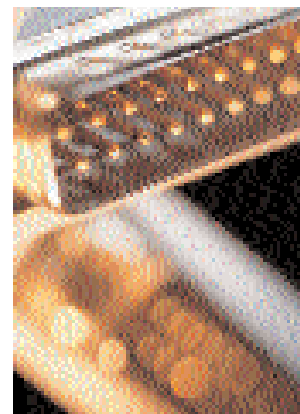
De markante fald har ramt bredt i markedet med store fald inden for

samtlig sektor, om end konsumentvarer endnu engang har vist sine defensive kvaliteter med et fald på "blot" 12% (jf. tabel 1).

I Danmark kom der fokus på opkøbsivrige aktier som Group 4 Falck og ISS, og begge aktier led således markante kursfald på henholdsvis 30% og 43%. De markante kursfald blev begrundet med en frygt for at den tilkøbte goodwill ikke kan leve op til de betalte beløb, hvilket bla. kan tilskrives de mange regnskabskandaler i USA.

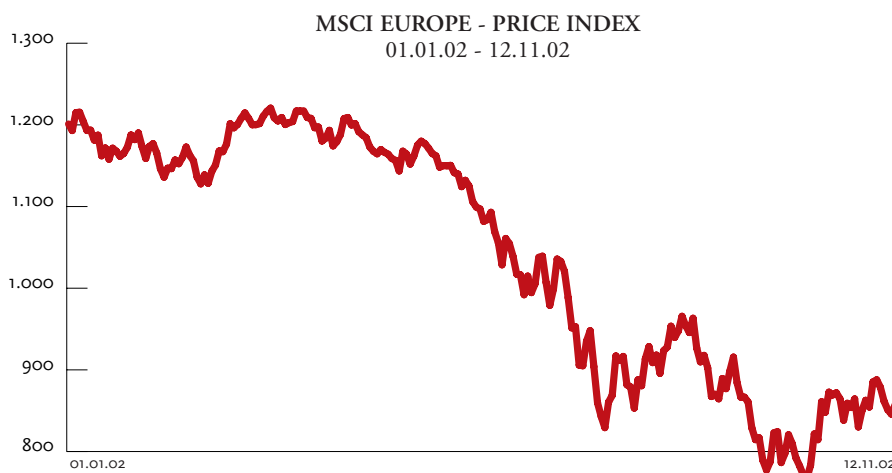
### Forventninger

De internationale aktiemarkeder ventes at være præget af en fortsat betydelig usikkerhed en rum tid endnu. Omfanget og varigheden af nedturen bevirker, at markedet tilsyneladende søger sikre tegn på stabilisering og normalisering på såvel aktiemarkederne som i de ydre påvirkninger, førend vi ser væsentlige stigninger. Det skal dog samtidig understeges at der ikke inden for en overskuelig fremtid ventes en tilbagevenden til de stigninger som var fremherskende på aktiemarkederne mod slutningen af 90'erne. Fokus ventes i den kommende tid at være rettet mod udviklingen i den globale økonomi, aflæggelsen af regnskaberne for 3. kvartal, evt. rentenedsættelser fra henholdsvis den amerikanske og den europæiske centralbank samt sidst men ikke mindst den spændte situation mellem USA og Irak.



Tabel 2

MSCI Europe	
Sektorperformance - 3. kvartal	
Energi	-18,8 %
Materialer	-22,9 %
Industri	-30,8 %
Forbrugsgoder	-23,8 %
Konsumentvarer	-9,1 %
Sundhedspleje	-14,1 %
Finans	-30,2 %
IT	-33,7 %
Telekommunikation	-10,8 %
Forsyning	-16,1 %
Samlet	-21,8 %



24timer®

*Spar Nord Bank i  
døgnets 24 timer  
[www.sparnord.dk](http://www.sparnord.dk)*

**Spar Nord Bank**  
Skelagervej 15  
Postboks 162  
9100 Aalborg  
Telefon 96 34 40 00

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



# Puljenyt nr. 4, 2002

