

Kvartalsorientering
3. kvartal 2008

Tema:
Finanskrisen i perspektiv



INVESTERINGSFORENINGEN
CARNEGIE WORLDWIDE

Kunsten at vælge fra

Indholdsfortegnelse

Finanskrisen i perspektiv	3
Forventninger	7
Globale Aktier	8
Europa	11
Danske Aktier	14
Østeuropa	17
Emerging Growth	20
Danske Obligationer	23
Investeringsforeningen Carnegie WorldWide	27

Forord

Kære investor

3. kvartal og starten af oktober har været en af de allerværste perioder nogensinde med et fald på 25% på verdens aktiemarkeder. Dette er en tid, som kræver is i maven for en langsigtet investor. Der findes et ordsprog, som siger, ”at det er bedre at have en gyserafslutning end en gyserforestilling uden afslutning”. Vi tror, at den nuværende fase i aktiemarkedet netop er en gyserafslutning, og vi tror, at myndighederne verden over vil være i stand til at genskabe tilliden i den finansielle sektor, om det så i yderste konsekvens kommer til at indbefatte en delvis nationalisering af banksektoren. I temaartiklen denne gang beskriver vi finanskrisen i et historisk perspektiv og forsøger at komme med nogle bud på de fremtidige konsekvenser af krisen.

Som aktieinvestor er det naturligvis afgørende, om markedet nu er tæt på bunden eller ej. Vi har ikke det endelige svar. Det er umuligt at forudsige, hvornår markedet stabiliserer sig, når psykologi og frygt har taget over som nu. Historisk har det dog aldrig betalt sig at sælge ud, når de øvrige investorer kapitulerer. Dette forudsætter selvfølgelig, at dette ikke er en ”gyserforestilling uden afslutning”, hvilket vi som sagt ikke tror. Vi forventer, at de seneste og kommende politiske indgreb samt lavere korte renter vil skabe en stabilisering i løbet af de kommende måneder. Vi må dog konstatere, at væksten i verdensøkonomien vil blive lavere end tidligere ventet, idet både USA og Europa nu har udsigt til negativ økonomisk vækst. Men denne nedgang er efter vores mening nu indregnet i de lavere aktiekurser.

Investeringsmæssigt har foreningens aktieafdelinger måttet notere store tab på trods af, at vi generelt har haft en forsigtig strategi med fokus på stabile vækstselskaber med stærke balancer. I den seneste tid har mange investorer dog bare solgt alt, som var likvidt, uden skelen til fundamental værdi. Vi har generelt kun haft en meget lille eksponering til banker i den vestlige verden og ingen eksponering i afdeling Globale Aktier. Vi har dog måttet konstatere tab på vores råvarerelaterede investeringer, efter at olieprisen og andre råvarepriser er faldet markant. Vi er dog fortsat positive på dette investeringstema, og vi tror, at kurserne på råvareaktierne vil rette sig, når markederne stabiliseres.

Du kan læse mere om de enkelte afdelinger i kvartalsorienteringen. Har du yderligere spørgsmål til investeringerne og vores forventninger, er du som altid velkommen til at kontakte os og få en snak med en af vores investeringsrådgivere.

Tim Kristiansen

Mikael Randel



Finanskrisen i perspektiv

Af porteføljeformaler Bo Knudsen

September 2008 vil blive husket som en af de mest dramatiske perioder nogensinde i finansmarkedernes brogede historie. Den foreløbige kulmination kom mandag den 30. september med dramatiske kursfald efter den overraskende afvisning af hjælpepakken af valgkampspåvirkede amerikanske politikere. Panikagtige reaktioner fra pressede investorer og en manisk søgen efter sikkerhed betød, at den korte amerikanske rente på statsobligationer gik til næsten 0% for første gang siden januar 1941. De seneste ugers begivenheder har rystet tilliden til selve det finansielle system, og konsekvensen er en kraftigere global vækstafdæmpning end tidligere ventet. Fornuft og klarsyn vil komme tilbage også denne gang. Det kræver dog, at de kommende nødvendige politiske indgreb skaber en gennemsigtighed og vis tillid til det finansielle system, således at investorer begynder at tro på, at det lys, der kan ses for enden af tunnelen, er et tegn på håb og ikke forlysnene fra et buldrende tog på vej i natten.

Det såkaldte subprime marked opstod i 1999, da den daværende Clinton regering var foruroliget over, at adgangen til at eje hus kun var forbeholdt dem, der havde råd til det.

Baggrund

Baggrunden for denne krise er menneskets iboende og naturlige adfærdsmønstre. Drivkraften for adfærdsmønstret grunder i en form for grådighed: at udnytte ”oplagte” muligheder for at tjene penge på et tilsyneladende evigt stigende underliggende aktiv. Der opbygges derfor i den senere fase i forløbet for meget gæld i forhold til værdien af de til enhver tid underliggende aktiver. Denne gang er den forhøjede gæld i samfundet særligt koncentreret i den finansielle sektor med sikkerhed i fast ejendom – det aktiv der i USA ikke er faldet i pris siden 1930’erne indtil for nylig. Politikerne spillede også en væsentlig, men overset rolle i processen.

Tilbage i 1999 var den daværende Clinton regering foruroliget over, at adgangen til at eje hus kun var forbeholdt dem, der havde råd til det. Der var derfor politisk opbakning bag et aggressivt initiativ fra det amerikanske realkreditinstitut Fannie Mae, hvor målet var, at mindre bemidlede herunder



særligt minoriteter i det amerikanske samfund skulle have del i den amerikanske drøm om eget hus – det sikre og altid stigende aktiv. Således opstod det såkaldte subprime marked, som så virkede efter hensigten og medførte, at et rekordhøjt antal amerikanere nu ejer deres egen bolig. Disse lån blev indpakket i strukturer med lav gennemsigtighed og høj gearing og blev købt af banker og forsikringselskaber. Den korte rente i USA blev samtidig sænket til rekordlave niveauer. Der opstod en kreds af nye finansielle innovationer omkring dette system under en række bogstavskombinationer som ABS’s, CDO’s og SIV’s. Men da de underliggende lån skulle afdrages, og de mindrebemidlede ikke kunne betale, samtidig med at renterne steg og huspriserne begyndte at falde, kom systemet under ekstremt pres og ledte til den største finansielle krise siden 1930’erne.

Den anerkendte økonom J. K. Galbraith skriver kynisk, at hovedreglen er, at den finansielle sektor trækker opfindelsen af hjulet frem igen og igen i et nyt design, hvor det i virkeligheden er en variation over det egentlige grundprodukt, nemlig gæld med sikkerhed i reale eller finansielle aktiver. Selvom der er nogen sandhed i dette udsagn, er det også nødvendigt at medtage, at den finansielle innovation, der er opstået gennem tiderne – også i dette tilfælde – har ledt til og vil lede til fordele for samfundsøkonomien. Men finansielle instrumenter kan misbruges. Særligt i hænderne på ukyndige eller aggressive operatører, som vi nu har oplevet.

Det var en overraskelse, at nogle af de store investeringsbanker ikke blot havde bistået i konstruktionen af disse kreditpakker, men også havde store gearede positioner i disse. Det har haft dramatiske konsekvenser.

Vi har i tidligere kvartalsorienteringer beskrevet baggrunden for vores skepsis til investeringer i særligt banksektoren i den vestlige verden. Det var og er stadig vores opfattelse, at den finansielle sektor har vokset sig for stor i forhold til resten af verdensøkonomien. Det var samtidig vores opfattelse, at ejendomsmarkedet ikke ville fortsætte med at stige for evigt. På denne baggrund har Carnegie WorldWide generelt kun haft en moderat eksponering til investeringer i den finansielle sektor. Foreningen har dermed været forberedt på den første fase af krisen. Men særligt september måneds begivenheder på de finansielle markeder har overgået vores og vel også andres forventninger markant. Det var en overraskelse, at nogle af de store investeringsbanker ikke blot havde bistået i konstruktionen af disse instrumenter, men også havde store gearede positioner i disse. Det har haft dramatiske konsekvenser.

Alene i løbet af september 2008 er der skrevet historie flere gange. I udpluk kan nævnes, at den amerikanske stat i princippet har nationaliseret de to største realkreditinstitutter i verden Fannie Mae og Freddie Mac med en kapitalgaranti på USD 100 mia. per selskab for at afværge konkurs og et totalt kaos på obligationsmarkedet samt ligeledes nationaliseret verdens største forsikringsselskab AIG. Medio september blev enden for to navnkundige investeringsbanker – henholdsvis 158-årige Lehman Brothers og Merrill Lynch – hvor sidstnævnte nødtvungent lod sig overtage af Bank of America. Og torsdag morgen den 18. september brød panikken løs på verdens aktiemarkeder med frit fald i bankaktier over hele verden. Markedets totale sammenbrud blev dog midlertidigt afværget ved annonceringen af en meget aggressiv hjælpepakke, hvor den amerikanske finansminister Henry Paulsen prøvede at genoprette tilliden til systemet ved at oprette en fond med USD 700 mia., som skal købe illikvide aktiver fra det pressede banksystem. Efter at hjælpepakken ikke blev vedtaget i første runde, er et revideret lovforslag nu blevet vedtaget. Her ved månedsskiftet tegner konturerne sig så småt af et væsentligt mere konsolideret banksystem i USA. Krisen på pengemarkedet

er dog fortsat på sit højeste i den vestlige verden. Hvor er vi på vej hen?

Ligesom 1929?

Mange trækker paralleller med situationen i 1929 med nogen ret. Der er dog tre afgørende forskelle på den nuværende situation og 1929.

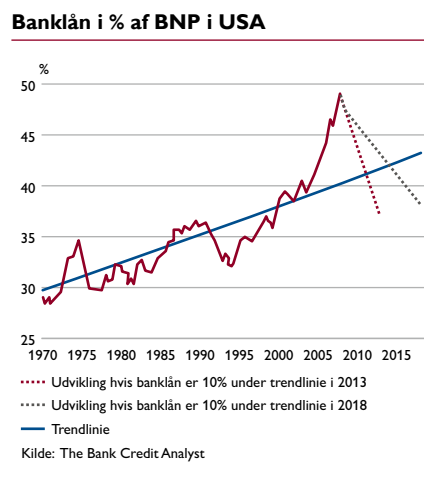
- 1) For det første var der ikke nogen indskydergaranti i bankerne dengang. Derfor var udtrækket af kontanter fra bankerne enorme og katastrofale for banksystemet. Indskydergarantien indførtes efterfølgende i 1934 og findes over hele verden i dag. Det betyder, at den brede befolkning ikke trækker pengene ud af banksystemet som dengang.
- 2) En anden og væsentlig forskel består i, at USA og resten af verden dengang var bundet af guldstandard. Det gav derfor ikke mulighed for at trykke pengesedler i samme omfang som i dag, når det almindelige banksystem ikke fungerer.
- 3) Endelig var den udbredte holdning blandt de bestemmende politikere dengang, at der ikke var et større behov for indgreb på grund af en udbredt tro på, at markerne selv ville løse problemet. Det er vores opfattelse, at der er en langt bedre forståelse for bankkriser og løsningen på disse i dag. Den amerikanske centralbankchef Bernanke er en af vor tids førende eksperter på monetær politik i krisetider – en viden han har rig mulighed for at teste brugbarheden af! En lære af historien er, at den frie markedsøkonomi normalt fungerer ganske effektivt. Men fra tid til anden viser historien ligeledes, at der er behov for en fast hånd fra centralt hold, der ”redder” systemet og agerer som långiver og køber, når ingen andre vil. Det behov er der også denne gang.

Konsekvenserne af krisen bliver en periode med markant gældsnedbringelse, strammere regulering af den finansielle sektor og en større offentlig involvering i den frie markedsøkonomi. Dette vil give lavere vækst.

Tre langsigtede konsekvenser af krisen

- 1) Tilliden til den anglo-saksiske kapitalistiske samfundsmodel har lidt et stort knæk. Kreditgivningen gik for vidt. De kommende indgreb fra offentlig side vil stabilisere situationen på de finansielle markeder, og det bliver starten på en periode, hvor staten vil fylde mere. Når de frie markeds kræfter ikke viser sig at være effektive, vil nye samfundsmodeller blive testet af. Lederskabet bliver taget af stærkere nationale og internationale myndigheder og regeringer. I dette kølvand opstår der muligheder og trusler for investorer. Kina vil blive bekræftet i sin model, der bygger på en stærk statsmagt, oprindeligt inspireret af succesrige Singapore og vil nok i højere grad blive kopieret af næste lag af fremtidens vækstlande. Selvom der er brug for regeringsindgreb lige nu, er staten dog fuldstændig afhængig af dem, som bliver sat i ledelsen. Historien viser, at det kan være besværligt at have en demokratisk model og samtidig være en effektiv fordeler af knappe ressourcer, herunder særligt kapital. Men lige nu har vi glemt manglerne ved at have en stærk centralmagt, som allokere kapital, og i mangel af bedre er det i de kommende år sandsynligt med en stærk centralmagt. Den private og den finansielle gæld kommer til at falde, mens vi kan vente en stigning i den offentlige gæld og det offentlige forbrug og de offentlige investeringer. Den langsigtede investor skal derfor interessere sig for, hvilke områder den offentlige sektor vil investere i og støtte. Det kommer til at påvirke de investeringer, vi foretager i Carnegie WorldWide i den kommende tid.
- 2) Vi kan vente en strammere regulering af den finansielle sektor. Den sunde form for regulering består i at øge gennemsigtigheden i systemet ud fra devalsen, at solskin er det bedste middel til desinficering. Den usunde form består i detailregulering, som alligevel bliver omgået gennem sindrige konstruktioner. En detaljeret regulering kræver, at de regulerende myndigheder konstant er foran de meget kreative banker. Desuden kræver det, at myndighederne til fulde forstår og er på forkant med udviklingen på de finansielle markeder. Det er en stor udfordring. Fannie Mae og Freddie Mac var blandt de mest regulerede private virksomheder i USA nogensinde. Det var ikke nok til at undgå et totalt sammenbrud. Vi ser derfor frem til en fornuftig langsigtet regulering af markederne, som går på simple løsninger, som bygger på øget transparens frem for detailregulering. Det er endnu uklart, hvilken generel model for regulering, man vil følge.

- 3) Den indenlandske gæld i USA er steget med astronomiske USD 21.000 mia. siden slutningen af år 2000. Det fremgår af figuren nedenfor, som viser banklån i % af



bruttonationalproduktet i USA. Udover dette er omfanget af derivatmarkederne eksploderet i samme periode, således at den samlede stigning i gearingen er enorm. Vi kan forvente, at denne gæld skal bringes ned. Det vil lede til lavere økonomisk vækst de kommende år. Modtrækket bliver stigende offentligt forbrug og investeringer og en lempelig pengepolitik. Særligt USA har dog begrænsede frihedsgrader, idet USA har en betydelig udlandsgæld. USA er derfor afhængig af, at særligt Kina og Japan fortsat ønsker at holde og købe amerikanske statsobligationer. Dette kræver, at den amerikanske dollar fortsat holder sig. USA er i den særlige situation, at dollaren har været og fortsat er verdens reservevaluta, selvom visse centralbanker så småt er begyndt at diversificere deres reservebeholdninger. Det er derfor formentligt enklere for USA at tiltrække investeringer fra udlandet i forhold til andre lande.



Den kommende tid

Vi venter, at de seneste og kommende indgreb i USA kombineret med regionale og globale indgreb samt lavere korte renter skaber en stabilisering i løbet af de kommende måneder. De gamle ord om, at det er mørkest før dag gry kommer endnu en gang til at holde stik.

Et lyspunkt i den nuværende situation er, at store dele af emerging markets med Kina i spidsen er i en stærk økonomisk position. Det er ca. 30% af verdensøkonomien, som nu tilhører kategorien ”udviklingsøkonomier”. Disse lande har generelt en sundere finansiell situation med store valutareserver og en høj opsparing. Denne krise, som altså startede i USA, kommer dog til at medføre lavere vækst i denne stigende del af verdensøkonomien. Men vi venter, at særligt Kina vil fortsætte med at vokse og hjælpe til med at løse de vestlige bankers underkapitalisering. Det betyder, at vi nok undgår en global recession. Hvad Kina ikke kan hjælpe med, er det høje gælds niveau i den vestlige verden, som vil føre til en periode med lavere vækst.

Det afgørende for verdensøkonomien og for tilliden til systemet er, at det land, USA, som ledte os ind i denne krise, viser tegn på stabilisering. USA må endnu engang vise vejen

for verdensøkonomien og retningen for verdens aktiemarkeder. De sidste års og måneders begivenheder markerer tydeligere og tydeligere enden på det amerikanske århundrede, og det entydige amerikanske lederskab. Kina venter derude og vil sammen med Indien indtage deres gamle positioner, som de to største økonomier i verden. De er blot ikke store nok i dag til at trække verdensøkonomien uden hjælp fra USA. Vi venter, at de seneste og kommende indgreb i USA kombineret med regionale og globale indgreb samt lavere korte renter skaber en stabilisering i løbet af de kommende måneder. De gamle ord om, at det er mørkest før dag gry kommer endnu en gang til at holde stik. Og det har været mørkt de seneste uger. Som investor opnår man mest ved at være langsigtet og orientere sig mod fundamentalanalyser. Det nuværende marked giver mulighed for at købe langsigtede fundamentale selskaber til fornuftige priser. Lige nu handles aktier i mindre grad på fundamentale forhold og mere på følelser. Vi ser frem til, at det mere fundamentalt orienterede aktiemarked vender tilbage. ■

Forventninger

Renteforventninger

Forværringen af den finansielle krise vil sandsynligvis sprede sig til realøkonomien. Udsigten til strammere regulering og bankerne, som vil nedbringe deres balancer, kombineret med højere finansieringsrenter gør det dyrere og mere besværligt at opnå kredit. Der vil ske en markant gældsnedbringelse i USA over de kommende år, da gældsniveauet er historisk højt. Vi forventer, at forbrugere og virksomheder vil øge opsparingen, hvilket vil påvirke privatforbruget og investeringerne negativt.

Europa står nu også over for økonomisk tilbagegang. Boligpriserne i England, Irland, Spanien og Danmark falder markant. Dertil kommer virkningerne fra ECB's stramme pengepolitik. Nu er finanskrisen også kommet til Europa, og flere af de store banker kæmper for at overleve. Centralbankerne og regeringerne forsøger at redde pengeinstitutterne via redningspakker, garantier og kapitalindskud for at genskabe tilliden til det finansielle system. De ventede fusioner i banksektoren vil føre til fyringer, ligesom bygge- og anlægssektoren også vil blive ramt af afskedigelser. Dette vil sprede sig til andre sektorer og føre til fald i privatforbruget og investeringerne.

Alt i alt er der udsigt til flere kvartaler med negativ vækst i såvel USA som i Europa. Situationen er meget alvorlig, og både finans- og pengepolitiske tiltag er påkrævet. Den amerikanske redningspakke på USD 700 mia., herunder skattelettelser, er et skridt i den rigtige retning. FED har her i starten af oktober sammen med en række andre centralbanker herunder ECB sænket renten med 0,5%-point, og yderligere rentesænkninger er ikke utænkeligt.

Euro-landene er blevet enige om, at landene kan fravige den såkaldte stabiliseringspagt, der lægger begrænsninger på budgetunderskuddene. Dette giver bedre muligheder for at stimulere økonomierne via finanspolitik. Vi forventer, at inflationen i 2009 vil falde ned mod de 2% i 2009. Den faldende inflationstakt vil sammen med den svagere økonomi give ECB råderum til at sænke sin korte rente yderligere.

Obligationsrenterne er allerede faldet på grund af frygten for en længerevarende økonomisk nedtur, og fordi nervøse investorer har søgt tilflugt i statsobligationer. Renteudviklingen for det kommende kvartal er afhængig af de kommende politiske tiltag på krisen og er derfor usædvanligt svær at forudse. Stabiliserer kredit- og aktiemarkederne sig, tror vi, at noget af effekten fra investorernes søgen mod statsobligationer forsvinder med rentestigninger til følge. Med de

dystre realøkonomiske udsigter samt udsigten til faldende inflation må eventuelle rentestigninger forventes at være begrænset til statsobligationer. Omvendt forventer vi, at renten på realkreditobligationer kan falde i dette scenario. Forværres krisen vil renterne på statsobligationer fortsætte med at falde, og disse vil forsætte med at gøre det bedre end realkreditobligationer.

Aktieforventninger

Det 10-årige afkast på det amerikanske marked har altid været positivt, og denne analyse går tilbage til starten af 1800-tallet. 10-årsafkast har aldrig været lavere end 2,5%. Den seneste panikagtige nedtur betyder dog, at denne afkasthistorie nu må omskrives, da en investor i amerikanske aktier de seneste 10 år nu har tabt 3%. Tilsvarende har en dansk investor, som har investeret i verdensindekset nu tabt 2% de seneste 10 år. (Afdeling Globale Aktier har dog via god aktieudvælgelse skabt mere end 100% i akkumuleret afkast.) Det dramatiske kursfald målt på kortere tidshorisonter tangerer nu de værste perioder, vi tidligere har set. Siden midten af 1980'erne er det værste 3-måneders afkast minus 28%. De seneste 2 måneder er kurserne nu faldet ca. 25% målt i danske kroner.

Vi har ikke krystalkuglen til at se, hvornår det stabiliserer sig, men vi ser den nuværende nedtur, som en kapitulationsfase, hvor mange investorer sælger i panik eller på grund af tvang. Vi tror, at de seneste og kommende politiske indgreb samt lavere korte renter vil skabe en stabilisering på aktiemarkedet i løbet af de kommende måneder. På trods af at der nu er udsigt til en økonomisk tilbagegang i USA og Europa, ser vi det nuværende kursniveau, som lavt nok til at tro på bedre gennemsnitlige afkast for de næste 5 år end gennemsnittet for de forgangne 10 år. Vi tror dermed, at afkastene på aktiemarkederne fremadrettet vil være konkurrencedygtige med afkast fra obligationer. Risikoen er dog højere end normalt på grund af finanskrisens uforudsigelighed og markedernes nuværende afhængighed af politiske tiltag. Derfor er det som altid vigtigt at sørge for – afhængig af ens tidshorison og risikovillighed – at have en god balance mellem aktier og obligationer i ens investeringsportefølje.

Langsigtet tror vi fortsat på en god udvikling for emerging markets. Den nuværende finanskriser og behovet for gældsnedbringelse betyder dog, at investorerne vil være mindre risikovillige, og selskaber med kapitaloverskud og stabile forrentningsmodeller kommer i investorernes fokus. ■

Globale Aktier

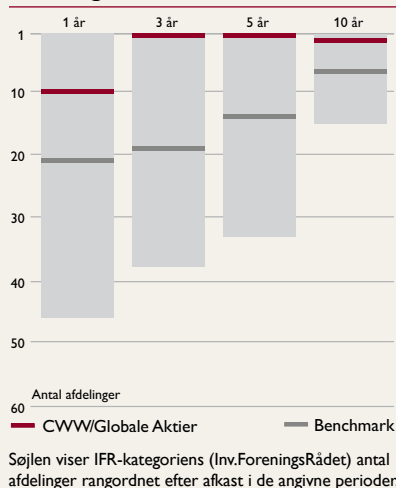
Resumé

Afdelingen fik et negativt resultat i 3. kvartal med et fald på 9,6%, mens Morgan Stanleys verdensindeks faldt 4,9%. Aktiemarkedet var præget af panik og tvangssalg, hvor investorerne solgte uden skelen til selskabernes fundamentale værdi. De seneste måneders dramatiske kursfald tangerer de værste perioder; vi har set historisk. De seneste

to måneder er kurserne faldet ca. 25% målt i danske kroner. På nuværende tidspunkt ser vi mange attraktivt prisfaste selskaber, og overordnet set er prisfastsættelsen af aktier nu på et historisk lavpunkt. Vi tror, at de seneste og kommende politiske indgreb samt lavere korte renter vil skabe en stabilisering på aktiemarkedet i løbet af de kommende måneder.

Porteføljemæssigt tror vi stadig, at den rette balance er store defensive kvalitetselskaber kombineret med selskaber eksponeret til væksten i emerging markets. Vi har kun foretaget mindre ændringer i investeringerne. ABB og Telefonica er købt, mens vi har solgt Siemens.

Placering i IFR's afkaststatistik



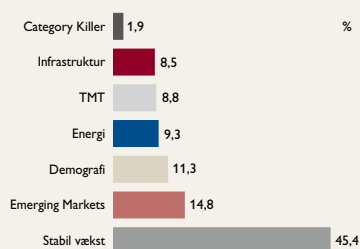
Store kursfald i 3. kvartal

Afdelingen fik et negativt resultat i 3. kvartal med et fald i den indre værdi på 9,6%, mens Morgan Stanleys verdensindeks faldt 4,9%. År-til-dato har afdelingen tabt 24,6%, lidt dårligere end verdensindekset, som er faldet 21,1%. I konkurrentstatistikken, som fremgår af tabellen til venstre, er afdeling Globale Aktiers afkast dog fortsat i toppen og nummer 1, når der ses over de lidt længere tidshorisonter. Dette viser den langsigtede styrke ved at have en fokuseret og fleksibel investeringsstrategi.

Vi har i år haft en forsigtig strategi med overvægt af stabile vækstselskaber med stærke balancer samt ingen eksponering til investeringsbanker og detailbanker i den vestlige verden. Aktiemarkedet var i 3. kvartal dog præget af panik og tvangssalg, hvor investorerne solgte alt, som havde likviditet, uden skelen til selskabernes fundamentale værdi. Afdelingen måtte i kvartalet konstatere tab på de råvarerrelaterede investeringer, efter at olieprisen og andre råvarepriser faldt markant. Olieprisen faldt eksempelvis fra USD 140 pr. tønde til under USD 100. Afdelingens tre investeringer inden for råvarer, Gazprom (gas i Rusland), Rio Tinto (globalt mineselskab) og Peabody Energy (kulproducent) faldt alle ca. 40%. Derudover trak vores investering i Østeuropa også ned med et fald på 38%, mens investeringen i Esprit (tøjfabrikant) faldt 34%, da de svagere økonomiske udsigter kommer til at ramme salget i særligt Tyskland. På trods af de negative cykliske påvirkninger er vi fortsat positive på selskabets langsigtede udsigter, og selskabet har en stærk balance til at modstå en konjunkturedgang.

Afdelingens defensive investeringer gav varierende afkast. Afdelingens tre investeringer i elektricitetselskaberne Exelon, EdF og E.ON faldt 15-20%, som en umiddelbar reaktion på de faldende energipriser og en stigende usikkerhed om de fremtidige elpriser. Omvendt var der lyspunkter blandt de andre defensive selskaber, hvor snustobak-selskabet UST steg med mere end 25% som følge af et overtagelsesbud fra Altria. Derudover gav stabile selskaber som Proctor & Gamble, Nestlé, Novartis og BAT også positive afkast.

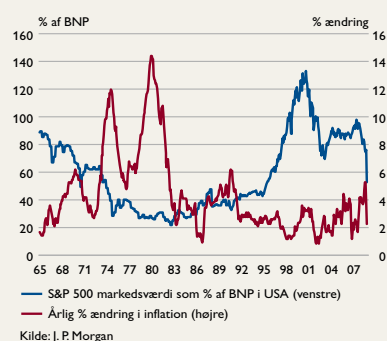
Temaoversigt pr. 30.09.2008



Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen fortsætter den langsigtede strategi med fokus på strukturelle vækstselskaber på trods af, at tidshorizonten blandt investorerne i øjeblikket er ekstrem

S&P 500's værdi ift. økonomien



Forventninger til Globale Aktier

De seneste måneders dramatiske kursfald tangerer de værste perioder, vi har set historisk. De seneste to måneder er kurserne faldet ca. 25% målt i danske kroner. På nuværende tidspunkt ser vi mange attraktivt prisfastsatte selskaber, og overordnet set er prissætningen af aktier nu på et historisk lavpunkt.

Vi tror, at de seneste og kommende politiske indgreb samt lavere korte renter vil skabe en stabilisering på aktiemarkedet i løbet af de kommende måneder.

På trods af udsigt til en økonomisk tilbagegang i USA og Europa, ser vi det nuværende kursniveau som lavt nok til, at afkastene på aktiemarkedene fremadrettet vil være konkurrencedygtige med afkast fra obligationer. Risikoen er dog højere end normalt på grund af finanskrisens uforudsigelighed og den nuværende afhængighed af politiske tiltag.

Porteføljemæssigt tror vi stadig, at den rette balance er store defensive kvalitetsselskaber kombineret med selskaber eksponeret til væksten i emerging markets.

kort uden skelen til selskabernes fundamentale værdier. Porteføljen er bygget op omkring en kerne af store stabile vækstselskaber, som har et stabilt voksende frit cash flow. Denne kerne, som udgøres af temaerne Stabil vækst og Demografi, udgør i dag ca. 55% porteføljen. Sektormæssigt er disse selskaber inden for primært nydelsesmiddelsselskaber, elektricitetselskaber, fødevarerelskaber og medicinalsselskaber. Andelen af disse selskaber er i øjeblikket i den høje ende af vores historiske eksponering, idet vi finder disse selskaber særligt attraktive i den nuværende markedssituation. Desuden udbetaler disse selskaber ofte et højere udbytte end renten på obligationer.

Overordnet set er prissætningen af aktier nu på et historisk lavpunkt, særligt når der tages højde for rente- og inflationsniveau. Dette kan ses af grafen til venstre. Samtidig ser vi nu mange attraktivt prisfastsatte selskaber inden for vores strukturelle investeringstemaer. Den store makroøkonomiske usikkerhed og afhængigheden af politiske indgreb øger dog risikoen, hvorfor vi i øjeblikket står i venteposition med henblik på dette rette tidspunkt at øge inden for væksttemaerne. Et af disse områder er emerging markets, hvor vi fortsat ser gode langsigtede muligheder, og Kina er fortsat velpositioneret med vækstudsigter på 7-9% p.a. Indien vil ligeledes klare sig bedre i et miljø med lavere råvarepriser. Vi er positive på de amerikanske aktier og særligt de eksportrelaterede set i lyset af den lave dollar. Amerikanske aktier udgør ca. 30% af investeringerne.

Omlægninger i kvartalet

Vi har købt **Telefonica** og har dermed for første gang i længere tid eksponering til telekomsektoren. Telefonica fortsætter med at vokse på sit spanske hjemmemarked og leverer samtidig solid vækst fra deres latinamerikanske forretning. Dette står i kontrast til resten af sektoren, som har store vækstproblemer. Telefonica er veldrevet med en høj generering af frit cash-flow, som, vi forventer, i stigende grad vil blive udbetalt til aktionærerne i form af udbytter og tilbagekøb af egne aktier.

Vi har solgt Siemens til fordel for **ABB**, da selskabet er bedre eksponeret til de gode udsigter inden for transmissions- og distributionsudstyr de næste 5-10 år. Siemens er i en kompliceret restrukturering, hvor svagheden i tysk økonomi ikke gør dette lettere. ABB er ligesom Siemens følsom over for de globale konjunkturer, men det er vores opfattelse, at ABB investeringsmæssigt giver et bedre langsigtet afkast/risiko forhold. ABB er ledende inden for kraft- og automationsteknologier, der forbedrer industri- og forsyningsvirksomheders effektivitet og produktivitet og reducerer energiforbruget. ABB er eksponeret til attraktive markeder i bl.a. emerging markets, hvor der de kommende år er udsigt til store investeringer.

Endeligt har vi øget finanseksponeringen en anelse ved at øge vægten i **Allianz** til 3%. Vi tror, at forsikringssektoren i de kommende år vil klare sig bedre end banksektoren, idet forsikringssektoren havde sin store krise i 2002 og 2003, og sektoren har ikke haft samme problemer med dårlige lån som banksektoren. Vi har desuden reduceret eksponeringen til elektricitetselskaber på grund af begyndende politisk usikkerhed om de fremtidige tariffer. Den samlede vægt her er nu knapt 10%.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau eller under markedsrisikoen. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret. Afdelingen investerer i typisk 25-30 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt.

Det er foreningens erfaring, at få selskaber giver mulighed for et indgående kendskab til hvert enkelt selskab, hvorved risikoen bedre kan styres. Foreningen arbejder målrettet hver dag på at forstå fremtidens trends. Men vigtigere end at forudse fremtiden er det at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier.

Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber og har ingen geografiske eller sektormæssige afgrænsninger. Afdelingens ansvarlige porteføljeformalere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Nøgletal	30.09.08	30.06.08
Formue (i 1.000 kr.)	6.548.111	7.048.353
Cirkulerende andele stk.	14.671.176	14.280.885
Udbytte	0,00	3,25
Indre værdi	446,32	493,55
Officiel kurs	439,16	492,68

Globale Aktier

Fondskode	DK0010157965
Afdelingens start:	30.06.1990
Læs mere på:	www.cww.dk/ga

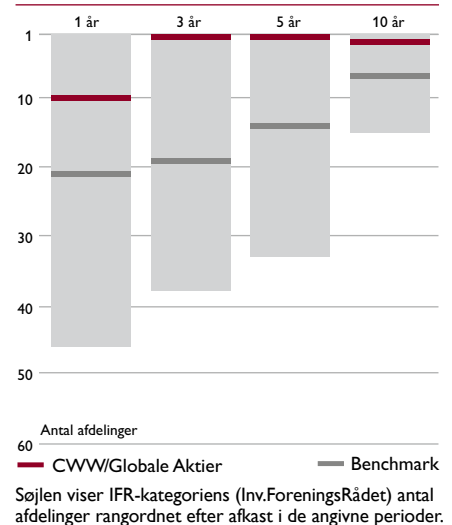
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	-22,5	3,2	55,5	135,1	11,1
Benchmark*	-25,1	-12,2	18,7	21,1	5,3
Globale Aktier merakfast ift. benchmark*	2,6	15,4	36,8	114,0	5,8

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	14,2	12,9	17,7	17,1
Std.afv. % p.a. benchmark*	13,2	11,6	16,1	16,3
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,2	0,5	0,3	0,3

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.09.2008

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi	Peabody Energy 3,1 Transocean 2,9					Gazprom 1,6	7,6	11,6
Råvarer		Rio Tinto 3,3	Holcim 2,7				6,0	6,4
Industri og service	General Electric 3,0 Praxair 3,5		ABB 2,7 Schneider Electric 1,7				10,9	10,8
Forbrugsgoder - cykliske					Esprit 1,9		1,9	9,1
Forbrugsgoder - defensive	UST 3,3 Procter & Gamble 3,8	BAT 7,7 Diageo 2,5	Nestlé 7,0	Japan Tobacco 5,1			29,4	10,3
Medicinal			Roche 4,3 Novartis 3,7				8,0	10,5
Finans	Aflac 3,2		Allianz 2,9			HDFC 4,8 United Overseas Bk. 2,7	13,6	21,5
Informationsteknologi	Cisco Systems 2,9			Canon 2,7			5,6	10,6
Telekommunikation			Telefonica 3,3				3,3	4,3
Koncessioneret service	Exelon 3,3		E.ON 3,2 Electricite de France 3,2				9,7	4,9
Andet					CWW/Asien 1,6	CWW/Øst. 2,4	4,0	0,0
Total	29,0	13,5	34,7	7,8	11,0	4,0	100,0	-
Benchmark*	54,8	9,8	21,0	10,0	4,4	0,0	-	100,0

* Benchmark er MSCI aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers aktiebeholdning.

Europa

Resumé

Afkastet i 3. kvartal skuffede med store kursfald på de europæiske aktiemarkeder, hvor frygten for en finansiel nedsmeltning atter fik næring.

Med en overvægt i Emerging Markets og et skidt aktievalg blev afkastet for 3. kvartal 6,8%-point dårligere end det generelle aktiemarked. For hele 2008 er den indre værdi faldet med 30,2%, hvilket er lidt dårligere end det generelle aktiemarked, som er faldet 27,7%.

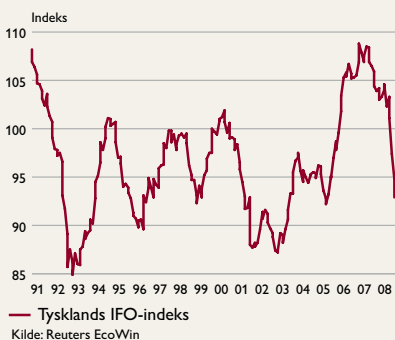
Den globale lavkonjunktur har allerede sat sit præg på den europæiske økonomi, der næppe vil vokse mere end 1% i 2008 og måske opleve negativ vækst i 2009.

Virksomhedernes indtjening vil nok ikke kunne leve op til forventningerne i de kommende kvartaler, men efter de markante kursfald finder vi mange attraktivt værdifastsatte selskaber, som, vi mener, kan give et attraktivt afkast for den langsigtede investor.

Stabile vækstselskaber udgør over halvdelen af porteføljen og er fortsat eksponeret til de langsigtede temaer Infrastruktur og Østeuropa.

Afdelingen har solgt resten af murstensproducenten Wienerberger samt østrigske Immoeast, idet vi er bekymrede for den fremtidige vækst og solvens. Vi har i stedet købt Swedish Match, der er en af verdens førende producenter af røgfri tobak – et område der oplever god vækst.

Tysklands IFO-indeks



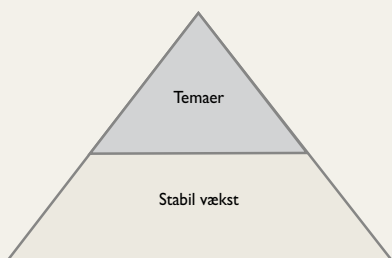
Afkast i 3. kvartal

Afkastet i 3. kvartal skuffede med store kursfald på de europæiske aktiemarkeder, hvor frygten for en finansiel nedsmeltning atter fik næring. Flere store banker måtte søge hjælp hos deres respektive regeringer eller indgå fornuftsægteskaber med stærkere konkurrenter. Der arbejdes på højtryk i EU og medlemslandenes regeringer samt i alverdens nationalbanker for at bryde den nuværende negative spiral, som trækker økonomien nedad. Skaden ser imidlertid ud til at være sket, idet forbrugs- og investeringslysten i Europa hastigt er på vej ned. Mange indikatorer peger nu på recession i Europa, og det vil formentlig kræve ekstraordinære tiltag som rentenedsættelser og økonomiske hjælpepakker for at bringe økonomien på ret køl igen.

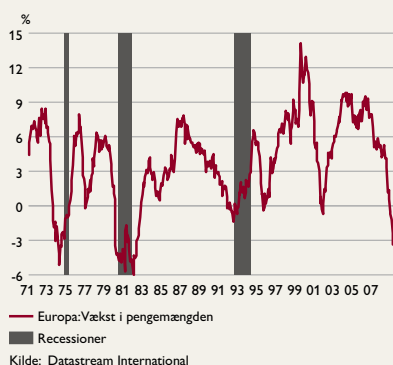
Selvom afdelingen var godt positioneret med en lav vægtning i finanssektoren, udviklede panikken sig i aktiemarkederne, og med en overvægt i Emerging Markets og et skidt aktievalg fik afdelingen i 3. kvartal et afkast, der var 6,8%-point dårligere end det generelle aktiemarked. For hele 2008 er den indre værdi faldet med 30,2%, hvilket er lidt dårligere end sammenligningsgrundlaget Morgan Stanleys Europaindeks, som er faldet 27,7%. Værst er det gået for afdelingens investeringer i råvaresektoren og Østeuropa, hvor aktierne Rio Tinto, Peter Hambro samt Immoeast og Gazprom, faldt med 40-70%. Afdelingens investeringer inden for banksektoren samt det højt gearede pub-selskab Enterprise Inns trak ligeledes ned. År-til-dato har afdelingens mange defensive vækstaktier som f.eks. Synthés, Novartis og Nestlé trukket i den modsatte retning, men disse investeringer har ikke kunne opveje den massive negative trend.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

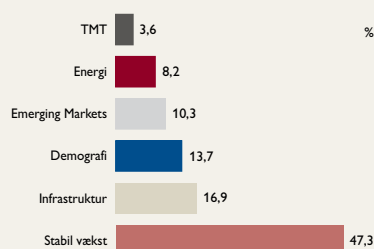
Afdelingens investeringsstrategi består af en kerne af stabile vækstselskaber, der p.t. udgør over halvdelen af porteføljen. Der er tale om selskaber med høj og stabilt voksende pengestrøm (frit cash flow), og som tilhører temaerne Stabil Vækst og Demografi. Fundamentalt er det frie cash flow forudsætningen for, at selskaberne kan iværksætte attraktive investeringer, afdrage på deres gæld eller



Vækst i pengemængden i Europa



Temaoversigt pr. 30.09.2008



Forventninger til Europa

Vi forventer, at de europæiske aktiemarkeder vil forblive volatile i de kommende kvartaler. Den globale lavkonjunktur har sat sit præg på den europæiske økonomi, der næppe vil vokse mere end 1% i 2008 og måske opleve negativ vækst i 2009.

Virksomhedernes indtjening vil nok ikke kunne leve op til forventningerne i de kommende kvartaler, men efter de markante kursfald finder vi mange attraktivt værdifastsatte selskaber, som, vi mener, kan give et attraktivt afkast for den langsigtede investor.

Det er sandsynligt, at Den Europæiske Central Bank vil sænke renterne, nu hvor energipriserne atter trækker inflationen nedad.

betale udbytter til aktionærerne. Vi ser, at kreditkrisen vil forstærke trenden mod selskaber, som har stærke balancer og højt frit cash flow.

I denne kvartalsorienterings temaartikel "Finanskrisen i perspektiv" sætter vi fokus på krisen, der udspringer af den amerikanske boligboble, og Europa må sande, at der ligeledes findes ubalancer her. Ejendomsmarkederne i store dele af Europa er gået helt i stå, og priserne falder drastisk. Værst ser situationen ud i England, Spanien, Irland, for ikke at nævne Island og Danmark. Banker og realkreditinstitutter, der har ført en for aggressiv udlånspolitik, og som er blevet afhængige af kapital fra andre banker, er havnet i en meget alvorlig situation. Lånelysten mellem bankerne er forsvundet og har medført faldende omsætningshastighed for penge, hvilket igen må forventes at have en negativ effekt på væksten, som det kan ses af grafen til venstre. Bankerne må søge efter stærke partnere og hjælp fra deres respektive regeringer. Der er ingen nemme løsninger, og da det er politisk meget svært at samle landene i EU om fællesløsninger som hjælpepakken i USA, kan det blive en rodet affære. Irland og Grækenland har f.eks. besluttet at garantere alle indskud, mens de store lande tøver. Selvom finanssektoren kan få en større kursstigning, bliver den formentlig kort, idet den forværrede økonomi vil betyde højere hensættelser til tab og fortsat stigende behov for at øge kapitalen. Afdelingen har i længere tid haft en betydelig undervægt i finanssektoren, og eksponeringen inden for sektoren er primært til forsikring og i banker, der er eksponeret til væksten i Østeuropa og de mindre udviklede finansmarkeder i Sydeuropa.

Foruden kernen af stabile vækstelskaber består porteføljen af en række investeringer i temaer, som, vi vurderer, har et attraktivt potentiale på langt sigt. Infrastruktur er et af temaerne og udgør godt 16% af porteføljen. Vi har ved flere lejligheder beskrevet behovet for udbygning af infrastrukturen globalt som fundamentet for økonomisk vækst, og det er naturligvis også en måde for det offentlige at stimulere de skrantende europæiske økonomier.

Østeuropa er ligeledes et andet investeringstema, som afdelingen er eksponeret til. Eksponeringen er både direkte i unikke selskaber (primært russiske) og igennem vesteuropæiske kvalitetsselskaber med eksponering til regionen.

Omlægninger i kvartalet

Den kraftige nedgang i den globale konjunktur, der udspringer i overvurderede ejendomsmarkeder, har betydet, at afdelingen har valgt at sælge resten af murstensproducenten **Wienerberger** samt det østrigske ejendomsselskab **Immoeast** på trods af store kursfald. Vi er blevet bekymrede for selskabernes fremtidige vækstudsigter og deres solvens.

I stedet har vi købt **Swedish Match**, der er en af verdens førende producenter af røgfri tobak og cigaretter. Selskabet sidder på knap 90% af snussalget i Sverige og er den tredjestørste i det hastigt voksende amerikanske marked. Den pæne vækst drives af tre faktorer: 1) et stigende antal nydere, der kvitter cigaretterne og går til det mindre sundhedsskadelige alternativ, 2) et skifte fra lavpris til "premium" mærker samt endelig 3) en mulighed for industrien for at hæve priserne og derved marginerne. Udover den stabile vækst er Swedish Match meget aktionærvenlig, idet selskabet udbetaler et højt udbytte og køber egne aktier tilbage.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet, med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

Afdelingen følger samme overordnede investeringsfilosofi og -metode som afdeling Globale Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Afdelingen investerer i europæiske aktier og kan endvidere investere op til 30% i Østeuropa uden for EU, herunder potentielle kandidater til optagelse i EU samt de tidligere sovjetstater.

Europa

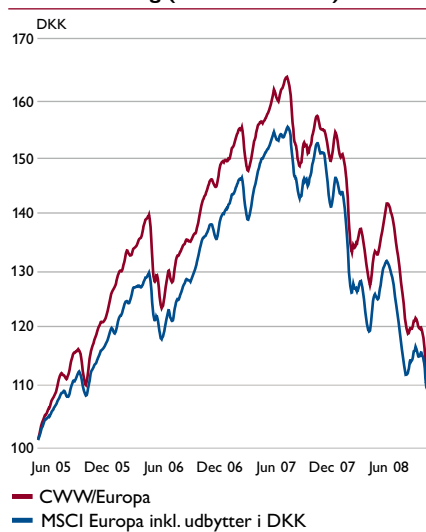
Nøgletal	30.09.08	30.06.08
Formue (i 1.000 kr.)	402.393	525.059
Cirkulerende andele stk.	4.274.709	4.581.909
Udbytte	0,00	5,00
Indre værdi	94,13	114,59
Officiel kurs	92,19	114,70

Fondskode	DK0010312529
Afdelingens start:	23.05.2005
Læs mere på:	www.cww.dk/eu

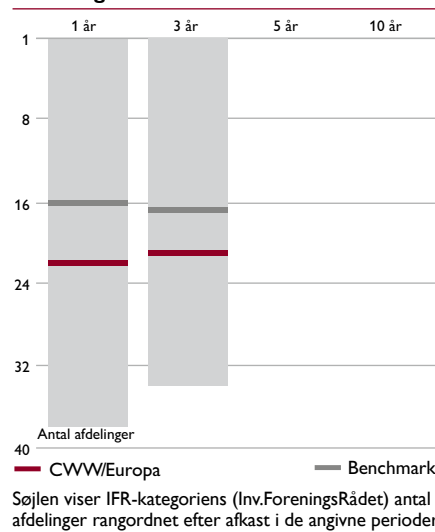
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Europa	-31,7	-9,3	-	-	1,7
Benchmark*	-30,0	-7,6	-	-	1,4
Europa merakfast ift. benchmark*	-1,7	-1,7	-	-	0,3

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	15,7	-	-	15,4
Std.afv. % p.a. benchmark*	14,8	-	-	14,3
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,4	-	-	0,1

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.09.2008

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
Energi	Fred. Olsen Energy 3,8				Gazprom 4,4	8,2	10,8
Råvarer		Rio Tinto 3,0 Peter Hambro Mining 1,9	Holcim 3,1	Buzzi Unicem 2,1		10,1	7,9
Industri og service			Linde 4,1 Siemens 4,6	Grupo Ferrovial 4,7 Prysmian 2,4		15,8	9,8
Forbrugsgoder - cykliske		Enterprise Inns 1,2				1,2	8,0
Forbrugsgoder - defensive	Swedish Match 3,1	BAT 6,8 Diageo 4,3	Nestlé 7,3			21,5	10,8
Medicinal			Novartis 2,3 Roche 4,7 Synthes 6,7			13,7	10,1
Finans			Allianz 4,9	Piraeus Bank 2,1 UniCredito Italiano 2,4		9,4	25,6
Informationsteknologi						0,0	3,0
Telekommunikation				Telefonica 3,6	MTS 5,4	9,0	6,8
Koncessioneret service			Electricite de France 6,6 E.ON 4,5			11,1	7,2
Andet						0,0	0,0
Total	6,9	17,2	48,8	17,3	9,8	100,0	-
Benchmark*	7,9	32,4	46,6	13,1	-	-	100,0

* Benchmark er MSCI aktieeuropaindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Europas aktiebeholdning.

Danske Aktier

Resumé

Afdelingen har givet et afkast på -15,7% i 3. kvartal 2008 svarende til et merafkast på +1,7%-point. Den internationale finansielle krise accelererede i styrke og interbankmarkedet holdt op med at

fungere til stor skade for det finansielle system. Investorerne og bankerne frygter yderligere bank-krak, og tilliden til det finansielle system er i bund. Investorerne frygter desuden en verdensomspændende recession og tager højde

for risikoen ved at sende risikopræmien på aktieinvesteringer i vejret. Afkastet for årets første ni måneder blev på -25,4%, hvilket var 2,0%-point bedre end afkastet på afdelingens benchmark, der var på -27,4%.

Afkastet i 3. kvartal

Kvartalet blev en særdeles udfordrende periode, og markedsbevægelserne styres primært af frygt for fremtiden. Investeringshorisonten er derved blevet meget kortsigtet og irrationel, hvilket er normalt i nedgangstider. Afdelingen har igen hele kvartalet ligget med en høj kontantandel på lige knap 10%, da det har været svært at finde egnede investeringskandidater, også selvom der efterhånden er god værdi i mange selskaber.

Afdelingen gav i 3. kvartal et afkast på -15,7%, hvilket skal sammenholdes med et afkast på benchmark på -17,4%, svarende til et merafkast på 1,7%-point. Bedste aktier i porteføljen var Søndagsavisen (+13%), Novozymes (+9%) og Topdanmark (+5%). Søndagsavisen solgte deres svenske aktiviteter til en fornuftig pris, og selvom en mindre del af betalingen først forfalder efter 2010, er selskabet nu gældfrit, og derved er risikoen i aktien reduceret betragteligt. Novozymes leverede et overraskende flot 2. kvartals resultat, der viste betydeligt højere vækstrater end forventet. Det er især den ”gamle” kerneforretning, vaskemiddelenzymerne, der overrasker positivt. Forretningen vokser nu hurtigt, fordi producenterne øger mængden af enzymer i vaskepulveret på bekostning af de petrokemiske ingredienser, der er steget væsentligt i pris. Endelig kom Topdanmark med et resultat på linje med forventningen, men da der var en betydelig frygt for, at især finansafkastet ville være dårligt, klarede aktien sig godt ovenpå regnskabet. Den primære drift går bedre end forventet. Afdelingens afkast for de første ni måneder blev på -25,4%, hvilket er 2,0%-point bedre end afkastet på afdelingens benchmark, der var på -27,4%.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Stock-picking er den vigtigste faktor i vores aktieudvælgelse, mens branche- og tematiske betragtninger bliver brugt som supplement i investeringsbeslutningen. I et lille investeringsunivers som det danske aktiemarked vil det altid være en vurdering af det enkelte selskabs konkrete fremtidsperspektiver og aktiens relative vurdering, der ligger til grund for, om aktien indgår i vores portefølje.

Porteføljen er bygget op om en række solide og velindtjenende selskaber med en gennemprøvet forretningsmodel, der skal skabe en solid performance i såvel gode som mindre gode tider. Vi har fokus på selskaber, der søger at skabe langsigtet værditilvækst gennem investeringer i deres kerneforretning – det være sig via forskning og udvikling, tilkøb og/eller udflytning af produktionsbasen. En mindre del er eksponeret til selskaber, hvor forretningsmodellen ikke er helt

færdigudviklet og/eller forstået af markedet, hvilket giver mulighed for større positive revurderinger af selskabets værdi i takt med, at selskabet udvikler sig.

Den finansielle krise tog til i styrke i 3. kvartal og interbankmarkedet, hvor bankerne låner penge til hinanden, fungerer ikke længere p.g.a. manglende tillid. Et velfungerende banksystem er en central forudsætning for, at den kapitalistiske økonomi kan fungere, og derfor frygter investorerne, at bankkrisen vil få alvorlige følger for realøkonomien.

Effekten af bankkrisen vil blive en strammere kreditpolitik, der vil ramme realøkonomien, i takt med at refinansieringen skal finde sted. Det betyder, at investeringsprojekter må skrinlægges, enten fordi de ikke længere er rentable, eller fordi der ikke kan skaffes finansiering. Hvor stor den økonomiske konsekvens bliver, afhænger af hvor hurtigt og hvor effektivt politikerne og nationalbankerne får løst op for frygten i banksystemet. Det positive i den nuværende situation er, at alle ansvarlige regeringer og nationalbanker har erkendt problemets omfang og er fuldt ud opmærksomme på konsekvensen af ikke at løse problemet. Derfor gøres der en del for at stabilisere bankvæsnene i såvel Europa som i USA, og alle midler tages i brug - lige fra udvidede indlånsgarantier til nationaliseringer af de hårdest ramte banker.

Investeringer i aktier er yderst besværligt i et sådant klima, da risikoen for negative indtjeningsoverraskelser er betydelig, og effekten af selv små afvigelser får store konsekvenser på kursen. Aktiemarkedet ventes på kort sigt fortsat drevet af psykologi og frygt, men der vil også være stor fokus på diverse økonomiske nøgletal og ikke mindst centralbankernes og politikernes hjælpepakker til diverse banksystemer. En bedring af interbankmarkedet er en forudsætning for en lavere risikopræmie på aktiemarkedet.

Regnskabsmeddelelser for 3. kvartal, som i Danmark primært kommer i november, vil have en stor betydning for den kortsigtede udvikling, da de midlertidigt vil kunne be- eller afkræfte investorernes frygt for indtjeningsstilbagegang. Det kan og vil give nogle store kortsigtede udsving i aktiekurserne, men for den langsigtede og tålmodige investor giver det også nogle interessante muligheder for at købe aktier i gode selskaber til en billig pris, selvfølgelig i forventning om at verden igen på et senere tidspunkt normaliseres. Vi vil konstant i de næste måneder øge investeringen i sådanne selskaber, i takt med at mulighederne opstår.

Omlægninger i kvartalet

Der var få omlægninger i kvartalet. Vi har øget vægten i **Carlsberg**, efter at aktien var faldet kraftigt tilbage som følge af nervøsiteten omkring det russiske marked. Aktien er nu absolut lavt prisfastsat og således en god defensiv aktie. **Coloplast** er blevet kraftigt reduceret i porteføljen. Selskabet har store problemer med at høste synergierne fra udflytningen til Ungarn, og ledelsen er i den forbindelse blevet udskiftet. Aktien er defensiv men forholdsvis dyr og har meget at bevise for at opretholde sin prisfastsættelse. Den kortsigtede risiko i aktien er således blevet øget. **Torm** er solgt helt ud af porteføljen. Aktien er i sagens natur meget følsom over for konjunkturudviklingen. Risikoen på indtjeningen er derfor meget stor. Endelig har vi valgt at reducere i **Nordea** til fordel for **Jyske Bank**. Omlægningen er udelukkende sket på baggrund af den relative vurdering.

Forventninger til Danske Aktier

Aktiemarkedet forventes at være meget volatilt i de kommende måneder, da alle frygter en global recession, men ingen rigtig har overblik over omfanget og varigheden af den økonomiske nedtur. Det positive er imidlertid, at banksystemet er under kvalificeret behandling, og at mange ulykker allerede er inddiskonteret i de nuværende kurser. Der er således rigtig god fundamental værdi i mange aktier på de nuværende kursniveauer, men investorernes meget kortsigtede investeringshorisont afholder dem, på trods af det, fra at købe aktier. Risikopræmien (det forventede merafkast) på det danske aktiemarked er således tilbage på niveauet fra primo 2003, på omkring 8%, da markedet bundede efter den sidste store nedtur. Dette kunne indikere, at vi nærmer os et attraktivt langsigtet købsniveau. Den langsigtede og tålmodige investor bør således begynde at akkumulere aktier, dog med et klart fokus på robuste og selvfinansierende forretningsmodeller.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau eller under markedsrisikoen. Den stigende internationalisering af markederne har en betydelig effekt på det danske aktiemarked, hvilket medfører, at specielt de større danske aktier i høj grad prisfastsættes af internationale investorer. Derfor er det vigtigt at forstå de internationale trends, der påvirker de udenlandske investorers adfærd.

Erfaringerne fra afdeling Globale Aktier har vist, at en portefølje med få aktier giver mulighed for et mere indgående kendskab til hver enkelt aktie. Risikoen i porteføljen kan kvalitativt holdes på et lavt niveau, når det sikres, at kvaliteten er høj i hver enkelt aktie. Disse erfaringer drager vi nytte af ved forvaltning af afdeling Danske Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeformere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger. Afdelingen investerer fortrinsvis i selskaber noteret på OMX Den Nordiske Børs København.

Nøgletal	30.09.08	30.06.08
Formue (i 1.000 kr.)	333.627	393.500
Cirkulerende andele stk.	2.403.714	2.391.135
Udbytte	0,00	47,25
Indre værdi	138,80	164,57
Officiel kurs	141,50	167,58

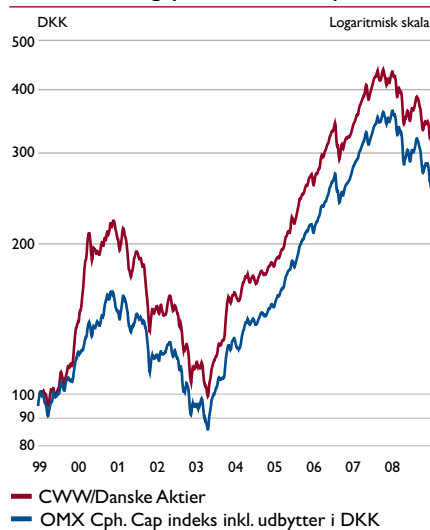
Danske Aktier

Fondskode	DK0010249655
Afdelingens start:	23.12.1998
Læs mere på:	www.cww.dk/da

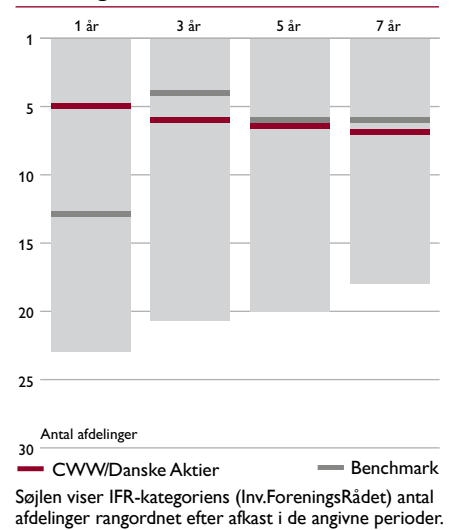
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	-30,2	8,6	97,6	110,3	11,8
Benchmark*	-31,9	10,5	99,8	109,2	9,4
Danske Aktier merakfast ift. benchmark*	1,7	-1,9	-2,2	1,1	2,4

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	18,4	16,3	-	19,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	18,2	16,1	-	17,1
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,1	0,7	-	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.09.2008

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Strukturel vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	1,4
Råvarer			Novozymes 3,8	3,8	4,1
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk 10,0 FLSmidth 4,0 NKT 0,8 DSV 5,2	G4S 5,4	Vestas Wind Systems 8,4	33,8	29,8
Forbrugsgoder - cykliske	Bang & Olufsen 0,7 Søndagsavisen 2,3			3,0	2,2
Forbrugsgoder - defensive	IC Companys 0,6	Carlsberg 5,1		5,7	7,7
Medicinal			Bavarian Nordic 0,3 Coloplast 2,7 William Demant 3,2 GN Store Nord 3,0 NeuroSearch 0,8 Novo Nordisk 11,1	21,1	20,0
Finans	TK Development 1,5	Danske Bank 10,3 Nordea 2,3 Topdanmark 5,8 Jyske Bank 2,2 TrygVesta 5,5 Sydbank 2,3		29,9	28,8
Informationsteknologi			SimCorp 2,7	2,7	1,0
Telekommunikation				0,0	4,7
Koncessioneret service				0,0	0,3
Andet				0,0	0,0
Total	25,1	38,9	36,0	100,0	100,0

* Benchmark består fra 1. januar 2004 af OMX Cph. Cap indeks inkl. udbytter i DKK. Tidligere var benchmark KAX Totalindeks ekskl. udbytter. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Danske Aktiers aktiebeholdning.

Resumé

Carnegie WorldWide/Østeuropa havde sit værste kvartal nogensinde i 3. kvartal 2008. Den globale finanskrisen spredte sig til Østeuropa, og krisen giver nu grund til stærkt stigende bekymring for

konjunkturudviklingen i verdensøkonomien. Olieprisen faldt fra de historiske højder og bidrog til svækkelse af det russiske marked, ligesom geopolitisk uro (krig) ikke var befordrende for aktiemarkederne i regionen. Solid øko-

nomisk støtte til den finansielle sektor i Rusland har for nærværende stabiliseret markedet, men det er endnu for tidligt at sige, om bunden er nået. Vi er dog optimistiske, aktierne i regionen er historisk billige.

Historisk dårligt afkast i 3. kvartal

Efter et ringe afkast i 1. halvår, udviklede 3. kvartal sig til den værste periode i afdelingens historie. Afdeling Østeuropa faldt 38,2% hvilket kan sammenlignes med afdelingens benchmark, der faldt 27,7%. År-til-dato er afkastet dermed minus 47,9% i forhold til benchmark, som er faldet 35,3%. Baggrunden for det dårlige afkast i forhold til benchmark er afdelingens undervægt i de mere defensive markeder i Polen, Ungarn og Tjekkiet.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Hovedtemaet i investeringsstrategien har alle år været at drage fordel af, at den discount, som regionens aktier historisk er handlet med, gradvist vil mindskes, i takt med at landene i øst bliver tættere knyttet til EU. Da denne discount specielt i de mere udviklede markeder i Østeuropa i dag er reduceret markant, har strategien siden 2005 været gradvist at flytte investeringer fra de mest udviklede markeder mod øst og syd, dvs. mod Rusland, de tidligere sovjetstater og Tyrkiet. Vi vurderer overordnet set, at disse markeder har et større potentiale end f.eks. aktiemarkederne i Polen, Tjekkiet og Ungarn.

Det væsentligste tema i porteføljen er i dag eksponeringen til privatforbrug i regionen. Købekraften blandt almindelige forbrugere i regionen har udviklet sig eksplosivt de senere år, og regionen byder i dag på nogle af de højeste vækstrater inden for en lang række industrier. De meget store fald i indeværende år gør dog, at investeringerne fremover vil være lidt mere opportunistiske, da mange kvalitetsaktier f.eks. inden for råvareproducerende industrier er meget attraktivt prisfastsat.

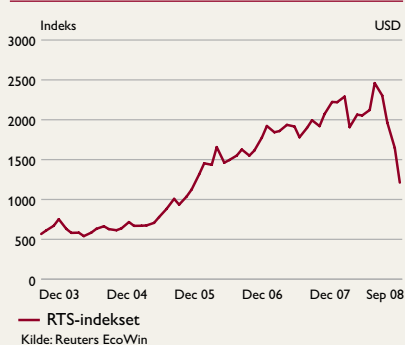
Olieprisen i USD



— Olieprisen USD
Kilde: Reuters EcoWin

Omlægninger i kvartalet

Afdelingen har købt det turkmenske olieselskab **Dragon Oil**. Selskabet udvinder olie i det Kaspiske Hav, og selskabet har et meget stort potentiale på grund af god produktionstilvækst inden for olie og på lidt længere sigt også inden for gas, hvor selskabet har meget store uudnyttede reserver. Afdelingen har ligeledes investeret i det russiske gasselskab **Novatek**, der er Ruslands næststørste gasselskab efter statslige Gazprom. Selskabet er meget profitabelt og vil over de kommende år kunne fordoble produktionen, hvilket vi mener ikke er afspejlet i aktiekursen. Endelig har afdelingen købt russiske **RusHydro**, der er et af verdens største vandkraftselskaber. Selskabet har de laveste produktionsomkostninger og vil drage fordel af den nu påbegyndte liberalisering af det russiske el-marked, der vil løfte el-priserne i Rusland markant.

Rusland: RTS-indekset

Forventninger til Østeuropa

Vi forventer, at de østeuropæiske aktiemarkeder fortsat vil være volatile i de kommende kvartaler. Den globale lavkonjunktur vil trække væksten i regionen ned, ligesom råvareselskaber sandsynligvis vil have udsigt til faldende indtjeningsforventninger i takt med, at olie og metalpriser falder tilbage. Vores vurdering er dog fortsat, at regionen vil være i stand til at vokse markant hurtigere end de vestlige økonomier, og vi finder mange selskaber attraktivt værdifastsat, som kan give attraktivt afkast for den langsigtede investor.

Hvad skete der i 3. kvartal?

Den globale finanskriser har på mange måder ramt hårdere i Østeuropa og specielt Rusland end de fleste andre økonomier. Hvordan kan det være? Rusland har været en af verdens stærkeste økonomier med lav gældsætning, og landet har høj vækst og store overskud på både betalingsbalance og statsfinanserne. Endelig har Rusland verdens tredjestørste valutaeserver. Årsagerne til nedturen er mange, men en væsentlig grund er en stigende usikkerhed om den politiske udvikling i Rusland efter konflikten mellem mineselskabet Mechel og den russiske regering samt krigen mellem Rusland og Georgien. Begge konflikter har betydet, at de internationale investorer har solgt russiske aktiver. Timingen af disse konflikter har været meget uheldig, da det har været sammenfaldende med den globale finanskriser og nedgangen i verdensøkonomien, hvilket truer Ruslands eksport gennem lavere råvarepriser. Hertil kommer, at den russiske banksektor har været overraskende følsom over for faldet i den globale likviditet, idet mange banker har været afhængige af låntagning på de internationale kapitalmarkeder. Kreditkrisen har medført en brat kreditopbremsning i Rusland og har i mange tilfælde medført tvangs salg af lånefinansierede aktieinvesteringer, hvilket har medvirket til kursfaldene.

Realøkonomien er også påvirket, og specielt ejendomssektoren oplever i dag en kraftig opbremsning på grund af den manglende likviditet i banksektoren. Banksektoren har reduceret engagementer med andre banker til et minimum, hvilket i løbet af september betød, at interbank-markedet, hvor bankerne stiller korte kreditter til rådighed for hinanden, fuldstændig ophørte med at fungere. Dette ledte til, at to institutioner blev overtaget af stærkere statsbanker, og en stor investeringsbank havde behov for en kapitaludvidelse. Situationen kunne let have udviklet sig meget negativt, hvis den russiske stat ikke hurtigt havde grebet ind ved forskellige tiltag. Staten tilførte betydelige beløb til de største banker, indskydergarantien blev fordoblet, reservekravet i centralbanken blev halveret, og endelig besluttede staten at garantere, at selskaber, der ikke ville kunne forlænge international låntagning, ville kunne få denne gennem den statslige udviklingsbank, der ekstraordinært fik tilført USD 50 mia. fra Ruslands valutaeservefond. Rusland er i dag et af de lande, der har gjort mest for at hjælpe finanssektoren. Men hjælpen er af midlertidig karakter, og meget afhænger af, hvorledes situationen udvikler sig internationalt, og hvor stor skade, der sker på den globale økonomi. Vores vurdering er, at de vestlige økonomier skal igennem en længerevarende periode med fokus på gældsnedbringelse, og bankerne vil være yderst tilbageholdende med udlån. Dette er ikke en attraktiv baggrund for aktiemarkederne i udviklingsøkonomierne på kort sigt. Det er dog vores vurdering, at aktiemarkederne er oversolgte og meget billige i dag. Et eksempel er guldmineselskabet Peter Hambro, hvor aktiekursen i 2008 er kollapsede til niveauet fra slutningen af 2003, hvor selskabet producerede 148.000 oz. guld, og guldprisen var 350 USD. I 2008 vil selskabet producere 350-400.000 oz. guld, og guldprisen er omkring 900 USD. Selskabets indtjening er således steget fra ca. USD 10 mio. til forventet USD 50 mio. i 2008. Selskabet handles nu til en historisk lav prisfastsættelse på 6 gange indtjeningen med fortsat gode vækstudsigter. Et andet eksempel er Gazprom, der i dag har en markedsværdi som i 2005. Selskabets indtjening i samme periode er steget fra USD 8 mia. til USD 38 mia. Aktien handles i dag på en p/e på 4x, og har en god vækst de kommende år.

Vi kan ikke forudsige, hvornår vendingen kommer, og det er usikkert, hvor voldsom den globale økonomiske nedtur bliver, men russiske aktier er historisk billige og er utroligt attraktivt prissatte for den langsigtede investor.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger afkastet på det generelle østeuropæiske aktiemarked med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

Afdelingen følger samme overordnede investeringsfilosofi og -metode som afdeling Globale Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Afdelingens risiko må forventes at være højere end eksempelvis risikoen på foreningens globale og europæiske afdelinger.

Afdelingen investerer i østeuropæisk konvergens, herunder i den strukturelle forandring, der finder sted i de mindre udviklede økonomier mod øst og sydøst, som eksempelvis de tidligere sovjetstater og Tyrkiet.

Nøgletal	30.09.08	30.06.08
Formue (i 1.000 kr.)	1.367.652	2.112.592
Cirkulerende andele stk.	5.807.964	5.542.439
Udbytte	0,00	31,75
Indre værdi	235,48	381,17
Officiel kurs	227,12	375,68

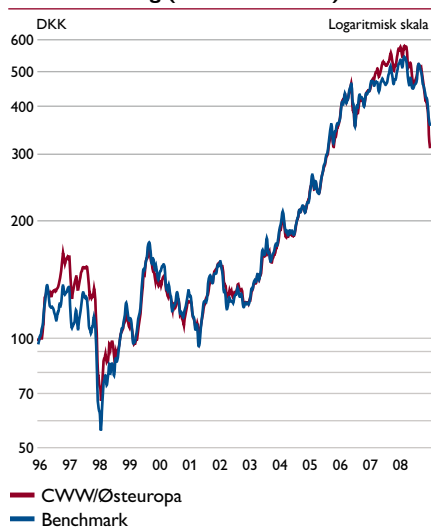
Østeuropa

Fondskode	DK0015945166
Afdelingens start:	07.11.1996
Læs mere på:	www.cww.dk/cee

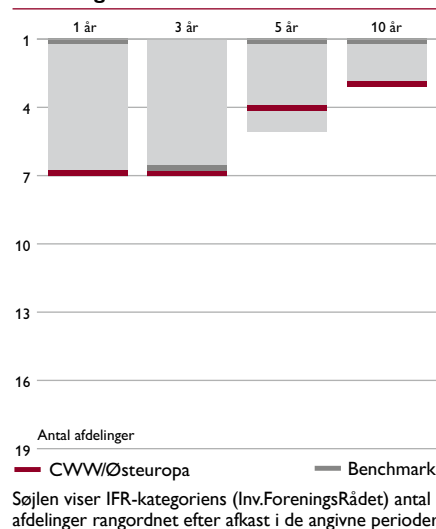
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	-44,3	-13,6	89,3	303,7	9,9
Benchmark*	-30,1	-5,3	111,4	439,4	11,1
Østeuropa merakfast ift. benchmark*	-14,2	-8,3	-22,1	-135,7	-1,2

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	27,5	24,5	24,4	29,0
Std.afv. % p.a. benchmark*	24,2	23,3	27,0	31,5
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,3	0,4	0,4	0,2

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.09.2008

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
Energi				Eurasia Drilling 2,2 Gazprom 9,2 Vostok Gas 2,6 NovaTek 3,4 Lukoil 7,2	Dragon Oil 2,6	27,2	40,6
Råvarer			KGHM 1,7	Norilsk Nickel 3,5 Raspadskaya 4,8 Uralkali 3,2 Peter Hambro 3,1	Alcansa Cimento 1,9	18,2	8,4
Industri og service			Budimex 2,5	Open Investments 3,3	XXI Century Invest. 0,9	6,7	1,1
Forbrugsgoder - cykliske	Danubius Hotel 2,5	CME 3,1		CTC Media 4,0		9,6	2,3
Forbrugsgoder - defensive					Efes Breweries Int. 1,2	1,2	0,3
Medicinal					A&D Pharma 0,9	0,9	2,6
Finans				Sberbank 5,7 Bank St. Petersburg 0,3 Financ. Inst. Expl. Fund 4,4	GarantiBank 2,3 Baltic Property 3,8 Sinpas Gayrimenkul 1,2	17,7	24,3
Informationsteknologi						0,0	0,6
Telekommunikation				North-West Telecom 2,2 MTS 3,9 Sibirtelecom 1,2		7,3	12,7
Koncessioneret service		CEZ 6,5		EOS 1,3 Rushydro 1,5		9,3	7,1
Andet				Black Earth Farming 1,9		1,9	0,0
Total	2,5	9,6	4,2	68,9	14,8	100,0	-
Benchmark*	10,3	11,6	22,1	56,0	0,0	-	100,0

*Benchmark består af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley inkl. geninvesterede udbytter i DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Østeuropas aktiebeholdning.

Emerging Growth

Resumé

Vækstaktierne, der i årets første to kvartaler klarede sig relativt bedre end det øvrige aktiemarked, blev sendt til tælling i 3. kvartal. Aktiemarkedet er i øjeblikket præget af frygt. Frygt får investorerne til at handle irrationelt, og selv kvalitetsselskaber handles kraftigt

ned uanset, at deres langsigtede fundamentale indtjeningsevne er intakt. Vi tror, at der er gode muligheder, hvis man formår at udnytte denne frygt. Vores langsigtede forventninger til afdelingens strukturelle investeringstemaer er stadig intakte, men en umiddelbar ændring af de negative cykliske tenden-

ser er dog ikke lige om hjørnet. Afdeling Emerging Growth havde et særdeles vanskeligt kvartal med et fald på 18,7%. Afdelingen vil fortsat fokusere på kvalitetsvækstselskaber, som ikke har behov for at låne til at finansiere deres egen vækst.

Afdelingens investeringer hårdt ramt

Afdelingens indre værdi er i kvartalet faldet med 18,7%, hvilket er 10,8%-point dårligere end sammenligningsgrundlaget, Morgan Stanleys vækstindeks, der er faldet med 7,8%. År-til-dato er afdelingens indre værdi faldet 25,7%. Dette er 5,2%-point dårligere end sammenligningsgrundlaget, der er faldet med 20,5%.

Afdelingens investeringstemaer har været hårdt ramt af panikken på de internationale aktiemarkeder. Frygten for det totale kollaps i den finansielle sektor samt en global recession har sendt vækstaktierne ud på en kraftig rutsjetur. Kommer det til en langvarig global recession, vil afdelingens investeringstemaer naturligvis også blive ramt, men de grundlæggende behov og problemer, der driver afdelingens investeringstemaer, er også til stede før, under og efter en recession. Afdelingen fastholder derfor de aktuelle investeringstemaer, men vi overvåger løbende situationen på de internationale kapitalmarkeder med henblik på at tilpasse porteføljen og/eller udnytte de muligheder, der måtte opstå.

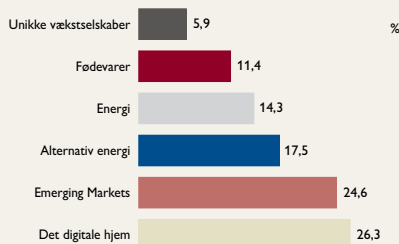
Afdelingens bedste investering i kvartalet var den indiske teleoperatør Bharti Airtel med et afkast på 12%. Trods den internationale finanskrisen og global afmatning får Bharti stadig ca. 2,5 mio. nye kunder pr. måned. Afdelingens næstbedste investering var japanske Aeon Mall, der ejer en række indkøbscentre. Efter en renoveringsrunde er det lykkedes Aeon Mall at tiltrække flere kunder til deres indkøbscentre, hvilket har vendt den negative udvikling.

Kvartalets dårligste investering var det russiske ejendomsselskab Open Investments, der faldt 56% i kvartalet. Selskabet, der stort set er gældfrit, er ramt af afmatningen på det russiske ejendomsmarked. Vi overvejer i øjeblikket investeringen.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen har koncentreret sine investeringer inden for få strukturelt voksende temaer. Temaerne vil skifte over tid, eksempelvis på grund af en for høj pris eller faldende vækstrater, eller når nye temaer byder på bedre afkastudsigter. Vi investerer på tværs af selskabernes livscyklus, og kun en mindre del af investeringerne er i selskaber i den tidlige væksthase, hvor risikoen er højest. Hovedparten af investeringerne er i selskaber, som har vundet fodfæste på markedet og kan finansiere deres vækst via driften.

Temaoversigt pr. 30.09.2008



Forventninger til Emerging Growth

Vi forventer fortsat nervøse og svingende aktiemarkeder fremover. Meget af den økonomiske vækst, vi har oplevet gennem de sidste mange år, har været drevet af låntagning. Med sammenbruddet på de internationale kapitalmarkeder og en forventelig hårdere offentlig regulering af finanssektoren, vil lånefinansieret vækst blive vanskeligere fremover. Med udsigten til lavere økonomisk vækst og en fremtid med mindre kapital til rådighed vil afdelingen fortsætte med at fokusere på virksomheder, som kan finansiere deres egen vækst.

Det er vores overbevisning, at kvalitetsvækstsekskaber, som kan vokse selv i perioder med lavere vækst, vil blive efterspurgt af investorerne. Vi er derfor fortsat optimistiske med hensyn til vækstaktiernes evne til at levere konkurrencedygtige afkast på lidt længere sigt.

Afdelingen er investeret i følgende temaer: Emerging Markets (25%), Det digitale hjem (26%), Alternativ energi (18%), Unikke vækstsekskaber (6%), Energi (14%) og Fødevarer (11%).

Omlægninger i kvartalet

Afdelingen forsøger løbende at udnytte uroen på de finansielle markeder til at foretage nyinvesteringer og tilpasninger i porteføljen. Således er der i dette kvartal foretaget to nyinvesteringer. Vi har købt den indiske bank HDFC og amerikanske Bucyrus International, der fremstiller udstyr til mineindustrien.

HDFC er Indiens ledende udbyder af huslån. Selskabet er meget veldrevet og har et landsdækkende netværk af kontorer, som typisk betjener den store indiske middelklasse. Indien er i underskud af lejligheder og huse af god kvalitet. Huslån udgør en meget lille andel i forhold til andre lande i Asien og Europa, hvorfor potentialet for HDFC er meget stort. Krisen på det amerikanske bolig- og finansmarked har efter vores mening haft en uberettiget negativ effekt på kursen på HDFC. HDFC har en konservativ udlånspolitik, hvor den gennemsnitlige lånestørrelse beløber sig til, hvad der svarer til USD 35.000, og lånene udgør i gennemsnit 65% af værdien af boligen. Finansieringen sker for 98% vedkommende i Indien, og HDFC har ingen investeringer i udenlandske finansielle institutioner.

Bucyrus International fremstiller mineudstyr til brug inden for udvinding af kul, kobber, "oil sands" og jernmalm. Langt hovedparten af selskabets produkter bliver solgt til kulmineselskaber verden over. Omsætningen er omtrent ligeligt fordelt mellem salg af nye maskiner og eftermarkedssalg (reservedele og service), hvilket giver selskabet en vis beskyttelse under en eventuel global økonomisk afmatning. Selskabet har en ordrebeholdning, der svarer til ca. et års omsætning, og på flere produkter er der flere års ventetid. Den kraftige udbygning af energisektoren i emerging markets har medført en voldsom stigning i efterspørgslen efter kul og andre råvarer, og selv om der kommer en nedgang i den økonomiske vækst, forventer vi en fortsat udbygning af energisektoren i vækstregionerne. Alene udbygningen af elektricitetssektoren i Kina forventer vi kræver en stigning på 40% i kulproduktionen de næste 12 år. Bucyrus International er godt positioneret til at drage fordel af denne udvikling.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe et afkast, der på langt sigt ligger over gennemsnittet af traditionelle geografisk og sektororienterede specialafdelinger. Risikoen forventes på længere sigt at være højere end eksempelvis foreningens globale og europæiske afdelinger, men noget lavere end en traditionel specialafdeling.

Afdeling Emerging Growth søger efter investeringer blandt alle innovative vækstelskaber, som har eller forventes at få højere vækst i indtjeningen og/eller omsætning end markeds- og/eller branchegennemsnittet. Afdelingen har ingen geografiske eller sektormæssige begrænsninger, hvilket giver mulighed for helt at gå ud af specifikke lande og sektorer, når disse bliver uinteressante som følge af enten en høj prisfastsættelse eller en strukturel ændring af de langsigtede vækstudsigter.

Afdelingen følger samme overordnede investeringsfilosofi og -metode, som afdeling Globale Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeformere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Nøgletal	30.09.08	30.06.08
Formue (i 1.000 kr.)	100.115	123.189
Cirkulerende andele stk.	2.249.135	2.251.035
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	44,51	54,73
Officiel kurs	42,33	54,26

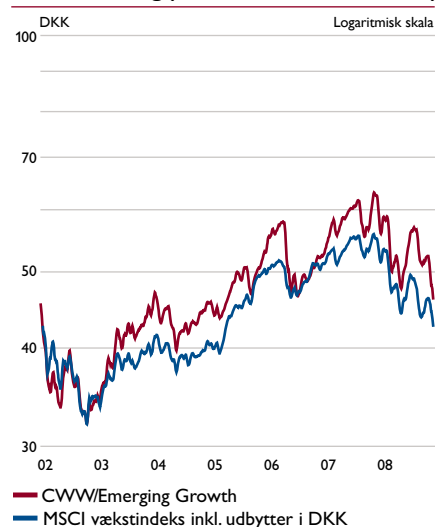
Emerging Growth

Fondskode	DK0010256007
Afdelingens start:	30.08.1999
Ændring til vækstunivers:	18.06.2002
Læs mere på:	www.cww.dk/eg

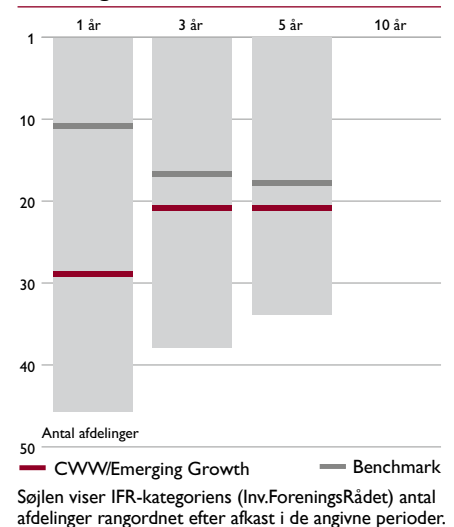
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Growth	-26,6	-13,4	13,5	2,6	-8,5
Benchmark*	-22,7	-10,6	14,9	-	-
Emerging Growth merafkast ift. benchmark*	-3,9	-2,8	-1,4	-	-

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	21,7	18,6	-	20,2
Std.afv. % p.a. benchmark*	13,5	12,0	-	14,0
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,4	0,0	-	0,2

Afkastudvikling (start vækstaktier indeks 45)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.09.2008

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total
Energi	FMC Technologies 3,4 Bucyrus Int. 3,1 Quanta Services 5,2		ABB 2,6				14,3
Alternativ energi	First Solar 3,7		Novozymes 3,4 Vestas Wind Systems 6,1 SolarWorld 4,3				17,5
Fødevarer	Potash 5,2		Syngenta 3,4			All America Latina 2,8	11,4
Unikke vækstelskaber				Aeon Mall 5,9			5,9
Det digitale hjem	Corning 3,6 Apple Computer 3,1 Cisco Systems 3,7 Yahoo! 3,3 Microsoft 5,3			Nintendo 3,3	Taiwan Semiconductor 4,0		26,3
Emerging Markets			Holcim 3,3		Bharti Airtel 3,7 Raffles Education 3,8 HDFC 2,9 United Overseas Bank 5,4	Open Investments 3,0 Estácio Participacoes 2,5	24,6
Andet							0,0
Total	39,6	0,0	23,1	9,2	19,8	8,3	100,0
Benchmark*	54,6	9,6	21,9	9,8	4,1	0,0	-

*Benchmark er MSCI vækstindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Emerging Growth's aktiebeholdning.

Danske Obligationer

Resumé

Usikkerheden på de finansielle markeder eskalerede i 3. kvartal. Nervøse investorer har søgt sikkerhed i statsobligationer med markante rentefald og kursstigninger til følge. Finanskrisen ventes at sprede sig til realøkonomien. Renteudviklingen for det kommende kvartal afhænger af indholdet, størrelsen og ikke mindst modtagelsen af den kommende politiske respons på

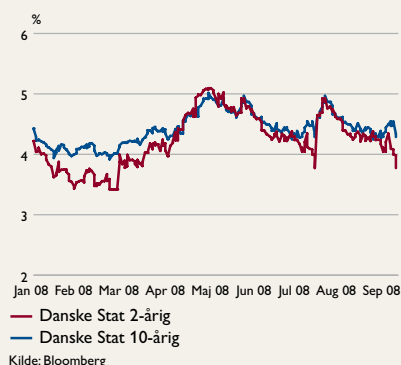
krisen og er derfor usædvanligt svær at forudse. Stabiliserer kredit- og aktiemarkederne sig, tror vi, at noget af effekten fra investorernes søgen mod sikre statsobligationer forsvinder med rentestigninger til følge. Med de dystre realøkonomiske udsigter samt udsigten til faldende inflation må eventuelle rentestigninger forventes at være begrænset til statsobligationer. Omvendt tror vi, at renten på realkreditobligationer

vil falde. Forværres krisen vil renterne på statsobligationer fortsætte med at falde. Afkastet for Erhverv & Pension blev i 3. kvartal minus 1,0%. Det negative resultat skyldes et markant tab i Kalvebod Serie 2 obligationen. Afkastet for Privat blev -0,6%. Det lidt mindre negative afkast skyldes et godt afkast på 2%-obligationerne.

Udvikling af kreditspænd siden 1996



Danske statsobligationsrenter



Obligationsmarkedet i 3. kvartal

Det globale finansielle system var under et pres, som ikke er set siden 1930'erne. De globale centralbanker tilførte massiv likviditet til de finansielle markeder. Ligeledes foretog centralbankerne med FED i spidsen en koordineret intervention, hvor der blev tilført dollarlikviditet i meget stor skala. Bankernes markante nedtur og frygten for en markant økonomisk nedtur gav turbulens på kreditmarkederne. Nervøse investorer har søgt sikkerhed i statsobligationer med markante rentefald og kursstigninger til følge, hvilket fik den korte amerikanske statsrente til at være meget tæt på nul for første gang siden den store depression. Samtidig udvidede merrenten på realkredit- og virksomhedsobligationer sig til et historisk niveau.

Den amerikanske regering fik gennemført en gigantisk redningspakke på USD 700 milliarder til opkøb af nødlidende værdipapirer i håbet om at stabilisere de finansielle markeder. Redningspakken indeholder ligeledes skattelettelser til forbrugere og virksomheder samt en midlertidig forhøjelse af indskudsgarantien.

Danmark fik også en redningsplan, hvor bankerne skyder op til 35 mia. kr. i et selskab, som skal afvikle nødlidende banker. Den danske stat garanterer derudover for selskabet. Planen skal skabe ro og stabilitet i den nuværende krisesituation ved at garantere for alle almindelige bankindskud, såkaldt senior kapital samt lån fra en bank til en anden bank. Håbet er, at likviditeten til danske banker igen begynder at flyde. Ejere af risikovillig kapital, som aktiekapital, hybrid kernekapital samt supplerende kapital sikres ikke af redningsplanen.

I starten af juli hævede ECB sin styrerente til 4,25%. I Europa steg inflationen til 4,0%, hvilket er det højeste siden 1992. ECB frygtede, at forventninger til fremtidig inflation ville stige og føre til højere lønkrav. ECB's frygt er, at høje inflationsforventninger bliver selvpfyldende og ender med at destabilisere vækstudsigterne. Nationalbanken hævede også sin korte styrerente til 4,6%. I starten af oktober hævede Nationalbanken igen renten til 5%, da kronen har været under pres overfor euroen.

Aktuel investeringsstrategi

Rentefølsomheden er ca. 4,3% i begge afdelinger. Det svarer til, hvad porteføljernes værdi forventes at stige eller falde med ved en rentændring på 1%-point.

Strategien var ved indgangen til kvartalet at finde en balance mellem den høje inflation og det forhold, at renterne var steget en del og inddiskonterede yderligere rentestigninger på op til 0,50%-point. De dystre økonomiske udsigter og udsigt til faldende inflation i takt hermed gjorde det usandsynligt, at ECB ville hæve styrenten med 0,50%-point til 4,75%, og vi øgede derfor rentefølsomheden ved at investere i 2- og 5-årige realkreditobligationer.

Afdeling Privat har historisk kun investeret i erhvervs- og realkreditobligationer. Obligationer med 2% og 3% i pålydende rente er de mest attraktive for private investorer, og de findes kun blandt erhvervs- og realkreditobligationer. Afdeling Erhverv & Pension har en andel på 98% af erhvervs- og realkreditobligationer. Som nævnt har kreditkrisen medført en endnu højere merrente for realkreditobligationerne i forhold til statsobligationer. Udvidelse af merrenten og faldende statsrenter har betydet, at realkreditobligationer ikke har opnået samme kursgevinster som statsobligationerne. Vi har valgt at holde fast i realkreditobligationerne, da vi anser dem som meget billige. Merrenten på realkreditobligationerne i forhold til statsobligationer er på et niveau, som kun blev overgået ganske få dage tilbage under Ruslandskrisen i 1998. Danske realkreditobligationer har den højeste rating af kreditvurderingsinstitutterne og er normalt meget likvide. Givet den nuværende usikkerhed på de finansielle markeder kan en yderligere udvidelse af merrenten naturligvis ikke udelukkes. Dog ser vi denne risiko som begrænset, og dermed er potentialet på statsobligationer i forhold til realkreditobligationer begrænset. Fremadrettet vil afdelingerne få gavn af den høje merrente i form af en højere direkte rente samt en kursfordel i tilfælde af en indsnævring af merrenten. Derfor tror vi fortsat på, at realkreditobligationer vil give et bedre afkast end statsobligationer på 6 til 12 måneders sigt.

Afkastet i 3. kvartal

Afkastet for Erhverv & Pension blev i 3. kvartal minus 1,0%, mod et plus på 4,1% for sammenligningsgrundlaget J.P. Morgans obligationsindeks, som er sammensat af statsobligationer. Resultatet skyldes et markant negativt resultat i Kalvebod Serie 2 obligationen, som blev ramt af den markante udvidelse af merrenten på kreditobligationer samt i særdeleshed af, at Roskilde Bank gik ned. Kalvebod Serie 2 har påført afdelingen et tab på 2,5%, hvoraf de 1,4% skyldes Roskilde Bank. Kalvebod Serie 2 giver en forrentning på 6,9% frem til forventet udløb i 2016, selvom endnu en bank skulle gå ned. Afdelingens realkreditobligationer har nydt godt af rentefald, som dog har været markant mindre end statsobligationerne.

Afdeling Privat fik i samme periode et negativt afkast på -0,6%. Afdeling Privat blev også hårdt ramt af Kalvebod Serie 2. Afdeling Privats lidt bedre afkast i forhold til afdeling Erhverv & Pension – på trods af at begge afdelinger har samme rentefølsomhed og en høj andel af realkreditobligationer – skyldes en bedre udvikling på afdelingens 2%-obligationer. Eksempelvis er afdelingens 2%-obligationer faldet til en rente på 3,8% mod 5% for en tilsvarende obligation med 4% i pålydende rente.

Forventninger til obligationsmarkedet

Inflationen på ca. 4% i både USA og Europa, tror vi, vil aftage sidst på året. Den økonomiske vækst i USA ser ud til at blive så lav, at en renteforhøjelse fra FED ikke kommer på tale de første seks måneder. Omvendt er det absolut muligt, at ECB hæver sin korte styrente yderligere op til 4,5% senere på efteråret. Set i lyset af den relativt svage vækst og forventningen om en aftagende inflation, tror vi ikke, at der kommer en serie af renteforhøjelser på eksempelvis 1%-point eller mere.

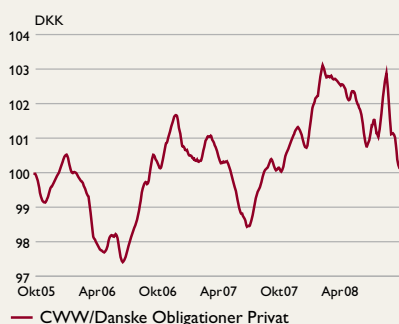
Nøgletal	30.09.08	30.06.08
Formue (i 1.000 kr.)	69.754	70.923
Cirkulerende andele stk.	736.866	732.866
Udbytte	1,50	1,25
Indre værdi	94,66	96,77
Officiel kurs	94,65	96,50

Læs mere om

Danske Obligationer Privat på:

www.cww.dk/dop

Afkastudvikling (start indeks 100)



Danske Obligationer Privat

Krakket af Roskilde Bank har givet betydelige tab til begge obligationsafdelinger på ca. 2,5%-point via investeringen i Kalvebod Serie 2. I det følgende beskriver vi forløbet af Roskilde Bank og udsigterne for Kalvebod Serie 2.

Roskilde Bank har gennem de seneste år haft en meget kraftig vækst, som viser sig at have været uden den nødvendige risikostyring. I sommeren 2007 tiltrådte en ny direktør, som fik til opgave at nedbringe eksponeringen til ejendomssektoren og sikre en bedre spredning af udlånene samt sætte fokus på risikostyring. I november 2007 bekræftede ratinginstituttet Moodys Roskilde Banks høje ratings på A1 for usikret senior kapital og A3 for hybrid kapital, som er den låneform, der er i Kalvebod Serie 2. Et ratinginstitut har modsat investorerne adgang til at se lånebogen. Moodys vurderede blandt andet, at Roskilde Bank blev konservativt ledet, og udlånene havde en god kvalitet. Ligeledes blev Roskilde Banks solvens vurderet som solid og likviditeten god. Krakket i Roskilde Bank var på den baggrund en stor overraskelse. Fra Roskilde Bank forlyder det, at ”den kraftige vækst betød, at bankens rutiner og forretningsgange ikke altid kunne holde trit med udviklingen. Den interne styring af visse udlånsengagementer har i nogle tilfælde ikke været tilstrækkelig, ligesom bevillingsforudsætningerne ikke altid har været overholdt. En mere grundig vurdering af projekterne samt en vurdering af, om de pågældende kunder var i stand til at gennemføre projekterne, kunne have reduceret behovet for nedskrivninger”. Det må konstateres, at Roskilde Bank har haft alt for mange og alt for store enkeltengagementer med kunder som andre banker ikke ville låne penge til. Mange af disse kunder indgår i det som Jyllands-Posten betegner som ”det store ejendomsspil”, dvs. ejendomme som handles kunstigt op i pris blandt deltagerne og derefter belånes. Mange af personerne involveret i dette spil er i dag gået konkurs.

Bankkrisen rammer også de andre regionale pengeinstitutter, som indgår i Kalvebod Serie 2. Bankerne er i forskellig grad ramt af tre typer af risici. Den første risiko er den globale likviditetskrise, som indebærer en markant mangel på likviditet. Den anden risiko er de faldende ejendomspriser, mens den tredje risiko er sammenbruddet i ”det store ejendomsspil”. De akutte likviditets- og kreditproblemer betyder, at en fusionsbølge er i gang blandt danske banker.

Læs videre på næste side under afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension.

Privat

Navn	CWW/Danske Obligationer Privat
Fondskode	DK0060012110
Målgrupper	Privatpersoner, der investerer frie midler uden for pensionsopsparing
Investeringsunivers	Danske obligationer – Pt. primært med pålydende kuponrente på 2% samt udvalgte indeksobligationer
Målsætning	Bedst muligt og stabilt nettoafkast efter skat for privatpersoner
Rentefølsomhed	Mellemlang
Investeringsfilosofi	Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet stabil formuevækst ved aktiv investering på det danske obligationsmarked med fokus på de langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder.

Obligationssporteføljen pr. 30.09.2008

	Obligation	Procent	Total
Statsobligationer	Ingen	0,0	0,0
Realkreditobligationer - konverterbare	3,00% BRF Kredit 2027	5,4	27,2
	3,00% Realkredit Danmark 2023	2,7	
	3,00% Realkredit Danmark 2028	0,5	
	3,00% Nykredit 2028	8,7	
	3,00% Nordea Kredit 2026	9,9	
Realkreditobligationer - inkonverterbare	2,00% Danmarks Skibskreditfond 2015	5,2	46,4
	2,00% Realkredit Danmark 2009	11,6	
	2,00% Realkredit Danmark 2011	2,8	
	2,00% BRF Kredit 2011	15,3	
	2,00% Nykredit 2009	10,1	
	2,00% Nykredit 2011	1,4	
Erhverv	2,00% Kalvebod 2016	6,3	16,6
	2,00% Storebæltsforbindelsen 2023	10,3	
Indeksobligationer	2,50% Realkredit Danmark 2026	4,0	4,0
Likviditet		5,8	5,8
Total		100,0	100,0

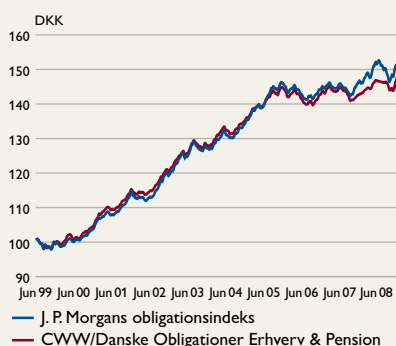
Nøgletal	30.09.08	30.06.08
Formue (i 1.000 kr.)	94.218	97.915
Cirkulerende andele stk.	1.025.126	1.055.126
Udbytte	0,00	3,75
Indre værdi	91,91	92,80
Officiel kurs	91,70	92,60

Læs mere om

Danske Obligationer E&P på:

www.cww.dk/doep

Afkastudvikling (start indeks 100)



Danske Obligationer Erhverv & Pension

Fortsat fra side 25.

Den globale likviditetskrise er et stort problem for bankerne i Kalvebod Serie 2, fordi de har et større udlån, end de har indlån. Bankerne er derfor afhængige af, at kunne låne på pengemarkedet. Med den indførte redningsplan i Danmark bør likviditetskrisen ikke længere være samme problem, idet såvel almindelige indlån samt lån fra bank til bank er sikret af redningsplanen. Dog er bankernes mulighed for at optage lån som ansvarlig kapital og hybrid kapital ikke eksisterende efter tabet på Roskilde Bank. For Kalvebod Serie 2 udgør den globale likviditetskrise isoleret set ingen større trussel, hvilket heller ikke var tilfældet for redningsplanen, fordi veldrevne banker i likviditetsproblemer sandsynligvis blot bliver overtaget af andre banker uden at påføre obligationsejerne tab. Indtil videre har de faldende boligpriser heller ikke været en markant risiko. I modsætning til boligkrisen i starten af 1990'erne er beskæftigelsen nu høj og lønstigningerne er relativt høje. Omvendt er det en risikofaktor fremadrettet, idet boligpriserne må forventes at falde yderligere, og stigende arbejdsløshed kan betyde et stigende antal tvangsauktioner.

Den største risiko for Kalvebod Serie 2 skal findes i sammenbruddet af "det store ejendomsspil", at der eventuelt findes én eller flere banker, der er drevet i samme stil som Roskilde Bank og derfor har så ringe kvalitet i udlånene, at ingen vil købe banken i tilfælde af solvensproblemer. På den måde vil Kalvebod Serie 2 lide yderligere tab.

På det seneste er Nykredit kommet med et bud på Forstædernes Bank. Accepterer aktionærerne handelen, er det positivt for Kalvebod Serie 2, fordi Nykredit alt andet lige er en mere sikker modpart end Forstædernes Bank, som indgår i obligationen.

Erhverv & Pension

Navn	CWW/Danske Obligationer Erhverv & Pension
Fondskode	DK0016017924
Målgrupper	Privates pensionsopsparing A/S og ApS Fonde og Foreninger Kommuner
Investeringsunivers	Danske obligationer
Målsætning	Bedst muligt og stabilt bruttoafkast
Rentefølsomhed	Mellemlang
Investeringsfilosofi	Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet stabil formuevækst ved aktiv investering på det danske obligationsmarked med fokus på de langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder.

Obligationssporteføljen pr. 30.09.2008

	Obligation	Procent	Total
Statsobligationer	4,00% Danske Stat 2010	0,1	1,4
	4,00% Danske Stat 2015	1,2	
	5,00% Danske Stat 2013	0,1	
Realkreditobligationer - konverterbare	3,00% Realkredit Danmark 2018	4,2	40,3
	4,00% Nordea Kredit 2038	5,3	
	5,00% Totalkredit 2016	5,2	
	5,00% BRF Kredit 2038	18,2	
	5,678% Totalkredit 2015	7,4	
Realkreditobligationer - inkonverterbare	4,00% Realkredit Danmark 2011	8,5	36,7
	4,00% Realkredit Danmark 2013	8,4	
	4,00% BRF Kredit 2013	7,3	
	4,00% Nykredit 2013	12,5	
Erhverv	4,875% Carlsberg 2009	9,6	16,7
	2,00% Kalvebod 2016	7,1	
Indeksobligationer	2,50% Realkredit Danmark 2026	4,2	4,2
Likviditet		0,7	0,7
Total		100,0	100,0

Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

I Investeringsforeningen Carnegie WorldWide har vi siden begyndelsen i 1990 stået fast ved vores valg om at være en fokuseret og uafhængig investeringsforening. Fokus på få unikke investeringsprodukter suppleret med et stabilt team af erfarne investeringsmedarbejdere har skabt den særlige investeringskultur, der er fundamentet for Carnegie WorldWides afdelinger. Vi arbejder målrettet med trendbaseret stock-picking. For os betyder det fokuserede porteføljer med typisk 25-30 værdipapirer nøje udvalgt på grundlag af dybdegående analyse og langsigtede trends i den globale økonomi. Fokuserede porteføljer med få papirer, fordi det giver godt porteføljeoverblik og bedre mulighed for dybdeanalyse. Globale trends fordi investering i selskaber, der drager nytte af disse, ofte er gode langsigtede investeringer.

Fokus er nøgleordet, fordi det skaber top motivation, overblik og mulighed for at gå i dybden. De ingredienser, der efter vores erfaring skal til for at skabe ekstraordinære langsigtede investeringsresultater til de 22.000 medlemmer, der har valgt Carnegie WorldWide.

Alle foreningens afdelinger har fravalgt at investere med udgangspunkt i sammensætningen af det generelle marked. Det betyder i praksis, at foreningens afdelinger må forventes at have en afkastudvikling, der ligger langt fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en betydelig højere værditilvækst på langt sigt.

Vil du vide mere, så kontakt en af vores porteføljeforvaltere på 35 46 35 46.

Foreningen opfordrer til, at alle medlemmer lader sig navnenotere via deres depotbank.

Redaktionen er afsluttet den 15. oktober 2008. Kvartalsorienteringen for 3. kvartal er offentliggjort på www.cww.dk den 16. oktober 2008 og udsendt til alle medlemmer den 30. oktober 2008.

Vi skal oplyse, at tallene i denne kvartalsorientering er historiske, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. For yderligere oplysninger henvises til prospektet for de enkelte afdelinger, som kan findes på www.cww.dk under menupunktet Information & materiale – Prospekter & vedtægter.

Fokus skaber resultater.
Derfor vælger vi fra.

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø
Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00

www.cww.dk