Kvartalsorientering
2. kvartal 2008

Tema:
Den inflationære side af globaliseringen

Carnegie

Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

Kunsten at vælge fra

Indholdsfortegnelse

Den inflationære side af globalisering 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

2. kvartal blev igen præget af meget svingende aktiemarkeder, og de globale aktiemarkeder sluttede med et lille minus. Enkelte områder skabte dog pæne afkast såsom afdeling Emerging Growth og afdeling Østeuropa på henholdsvis 12% og 9%. Vækstaktierne i Emerging Growth klarede sig godt, fordi vækst og i særdeleshed strukturelle vækstselskaber er en knap faktor på aktiemarkedet, når de mere cykliske selskaber taber pusten. Østeuropa var drevet af Rusland, som nyder godt af den store energieksport.

Den internationale finanskrise er blevet forværret over de seneste måneder. Priserne på det amerikanske boligmarked fortsætter med at falde, hvilket giver yderligere tab og afskrivninger i finanssektoren. Dette betyder, at bankerne er meget tilbageholdende med ny kreditgivning. Oven i dette begynder de høje energipriser at slå igennem på inflationsudviklingen, og forbrugerne oplever mindre råderum til øvrigt forbrug. De seneste tal fra Danmarks statistik viser eksempelvis, at den danske økonomi nu teknisk set er i recession. En kombination af svag vækst og stigende inflation er normalt ikke godt for aktiemarkederne, hvilket da også er baggrunden for årets aktiekursfald på 15-20%.

I temaartiklen denne gang belyser vi det aktuelle inflationsdilemma og de fremadrettede investeringsmæssige konsekvenser. Vi ser ikke en tilbagevenden til 1970'ernes løndrevne inflationsspiral. Vi tror, at den råvaredrevne inflation vil aftage, i takt med at den økonomiske vækst leder til en lavere efterspørgsel. Vi venter, at aktiemarkederne i den kommende tid fortsat vil være usikre, indtil der tegner sig et klarere billede af vækst- og inflationsudviklingen, herunder olieprisen. Stigende inflation stiller virksomhederne over for nye udfordringer, men ikke alle selskaber er lige velpositionerede til denne udfordring. I et sådant miljø bliver det som investor endnu mere vigtigt at vælge det rigtige selskab, og vi tror derfor, at vores koncept med fokus på få aktier kommer endnu mere til sin ret i den kommende tid.

Du kan læse mere om de enkelte afdelinger i kvartalsorienteringen. Vi ønsker alle medlemmerne en god sommer.

Tim Kristiansen Mikael Randel

Den inflationære side af globalisering

Af porteføljeforvalter Bo Knudsen

Den tidligere Bundesbank præsident Karl Otto Pöhl sagde om inflation, at det er ligesom tandpasta. Når tandpastaen er ude af tuben, er den svær at få ind igen. Tandpastaen ér ude af tuben især i udviklingsøkonomierne. Stigende global inflation er en del af prisen for væksten i Kina, Brasilien og resten af udviklingslandene. Væksten her har drevet prisen på særligt olie op, og det skaber prispres for forbrugere og virksomheder verden over.

Hus- og kreditkrisen lægger dog en mærkbar dæmper på væksten i den vestlige verden de kommende par år. Ligeledes presser de højere inflationstal centralbankerne i en række lande til en strammere pengepolitik efter en meget lempelig periode. Vi undgår derfor en pris- og lønspiral i den vestlige verden, som tidligere oplevet i 1970'erne, men vi undgår ikke markant lavere vækst. Olieprisen er nu den reelle og psykologiske bremse for vækst og finansmarkederne. Den opadgående trend skal brydes, og olieprisen skal helst stabilisere sig på et lavere niveau. Jo længere tid vi befinder os på nuværende niveauer på snart 150 USD, jo større er risikoen for en egentlig global recession.

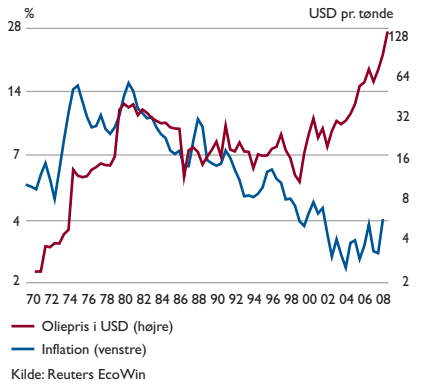
I et længere tidsperspektiv er en høj oliepris dog også en nødvendighed, fordi det presser os til at blive mere effektive i vores forbrug af denne knappe ressource, og fordi det er nødvendigt at mindske afhængigheden af olie og finde alternativer. Dette skaber langsigtede investeringsmuligheder for den fremsynede investor.

Den engelske økonom Malthus, der levede i slutningen af 1700-tallet præsenterede et pessimistisk syn på forholdet mellem befolkningsudviklingen og fødevareforsyningen. En stor del af befolkningen måtte efter Malthus' mening leve på et eksistensminimum for at fødevareforsyningen kunne følge med. Det ledte til et meget pessimistisk syn på økonomisk vækst. Malthus har heldigvis ikke haft ret i sine dystre profetier. Menneskets kreativitet har løst denne og mange andre problemstillinger, siden Malthus levede. En større del af verden end nogensinde før lever nu i materiel velstand. Vi står i en periode, hvor særligt befolkningsrige lande som Kina, Indien, Brasilien og Rusland oplever bedre levevilkår med stigende forbrug til følge.

Globaliseringen har i en årrække bidraget til lavere inflation gennem muligheden for at flytte dele af produktionen til særligt Kina, hvor det har været muligt at udnytte den lavere pris på arbejdskraft. De teknologiske gennembrud i 1990'erne, hvor kommunikationsmulighederne på tværs af landegrænser blev revolutioneret gennem internettet, bidrog til at muliggøre en mere integreret og effektiv verdensøkonomi. Dette lagde et kontinuerligt lønpres i den vestlige verden, hvor forbrugeren samtidig nød fordel af billigere produkter fra særligt Asien.

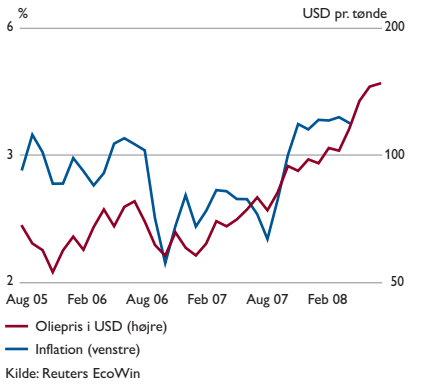
Analogt til Malthus' tanker kan man stille spørgsmålet, om verdens ressourcer kan håndtere en fortsat velstandsforøgelse for de 3 milliarder mennesker, som inden for de seneste 30 år har valgt isolation og kommunisme fra og valgt den vestlige kapitalistiske samfundsmodel til. Eller om det er nødvendigt, at en del af verdens befolkning lever på et eksistensminimum, mens den vestlige verden fortsætter sin forbrugs- og vækstkurve?

Udvikling i oliepris og inflation over 40 år



Kilde: Reuters EcoWin

Udvikling i oliepris og inflation over 3 år



Kilde: Reuters EcoWin

Hvor vi de seneste år har oplevet den deflationære påvirkning fra mange millioner nye arbejdstagere i den globale arbejdsstyrke, er der også opstået en tydelig inflationær konsekvens af globaliseringen. Den stigende velstand har ledt til kraftige stigninger i olie- og råvarepriser, fordi disse lande med deres nyvundne økonomiske reserver ønsker at lave fornuftige investeringer i bedre boliger og infrastruktur. Når den globale oliepris stiger, skabes der prispres for både forbrugere og virksomheder på tværs af lande og sektorer. Den almindelige forbruger oplever stigende transportudgifter og presses også af en større varme- og elregning. Virksomheder oplever stigende inputpriser, og landbruget oplever ligeledes højere omkostningsniveauer. De stigende omkostninger i landbrugssektoren smitter af på fødevarepriserne, som særligt presser befolkningen i byområderne i emerging markets. I perioder med lav arbejdsløshed vil dette pres smitte af på lønforventningerne i den offentlige og den private sektor verden over. Og veksles forventninger til reelle lønstigninger, kan der opstå et yderligere efterspørgselsdrevet og omkostningsdrevet pres på inflationen – med mindre truslen om udflytningen af arbejde til andre dele af verden eller tilflytning af billigere arbejdskraft til den vestlige verden er reel.

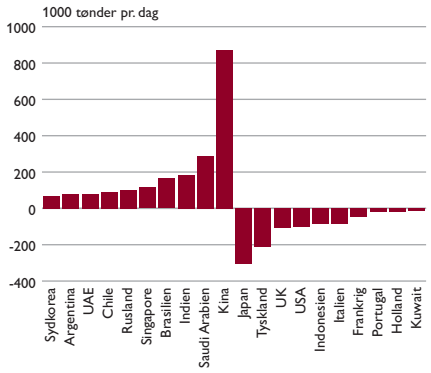
Truslen har været reel en årrække. Men de seneste tendenser peger i retning af, at der som følge af den stærke vækst i store dele af emerging markets er mangel på kvalificeret arbejdskraft. Lønningerne stiger nu kraftigt i Kina og Indien for ikke at tale om de olieeksporterende lande som Rusland.

Ved siden af dette har en stor del af verdens udviklingslande valgt at binde valuta- og pengepolitikken op på den amerikanske centralbank. Den amerikanske centralbank har ført en særdeles lempelig pengepolitik for at opretholde væksten i økonomien. Generelt er USA en mere moden økonomi, og derfor vil der i perioder blive ført en for ekspansiv penge- og valutapolitik i de hurtigere voksende økonomier, som er bundet til den amerikanske pengepolitik. Særligt i de seneste år har realrenten i udviklingsøkonomierne været meget lav, og det har yderligere drevet væksten op som konsekvens af USA's valg af pengepolitik. På længere sigt må udviklingslandene føre mere selvstændige politikker på disse områder. Men indtil videre er konsekvensen af ovenstående høj inflation i emerging markets.

Hvad knækker kurven på olieprisen og dermed inflationsforvetningerne?

Emerging markets har spillet en væsentlig rolle i stigningen i efterspørgsel på olie og andre råvarer, som det ses af figuren nedenfor. Det er derfor også nærliggende at konkludere, at der skal et reelt fald i efterspørgslen til for at knække oliepriskurven.

Ændring i olieefterspørgsel



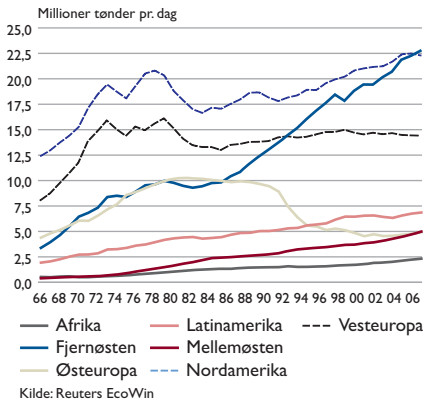
Kilde: Net Oil Exports

Kina og Indien har bidraget til en stor andel af stigningen i olieefterspørgslen. Men olieeksporterende lande som Saudi Arabien og Rusland har også øget deres forbrug markant, og det seneste tiltag i Saudi Arabien er at sænke benzinprisen til 60 cent per gallon eller cirka 70 øre pr. liter. Det er ikke sandsynligt, at efterspørgslen på kort sigt vil falde i de olieeksporterende lande. Kina har ligeledes stadig råd til massive støtteordninger, således at de kinesiske forbrugere og virksomheder ikke i samme grad oplever den høje oliepris. Støtteordningerne koster til gengæld mange penge, og estimater går på, at oliesubsidier i Kina og Indien koster disse lande mellem 50 og 100 mia. USD i 2008. Derfor vil vi opleve, at subsidierne bliver reduceret, og at efterspørgslen på olie på sigt vil stige mindre kraftigt, dog uden at vi kan vente et dramatisk fald i efterspørgslen fra emerging markets.

Er der derfor brug for en mere markant økonomisk afmatning i emerging markets for at knække kurven på olie? Eller knækker kurven på grund af lavere efterspørgsel i vores del af verden? Af grafen på næste side fremgår det, at olieforbruget i Europa toppede tilbage i 1979, og vi har endnu ikke nået samme forbrugsniveau her i 2008. Den voldsomme forbrugsnedgang for næsten 30 år siden var et resultat af de højere priser og efterfølgende politiske tiltag. Det er

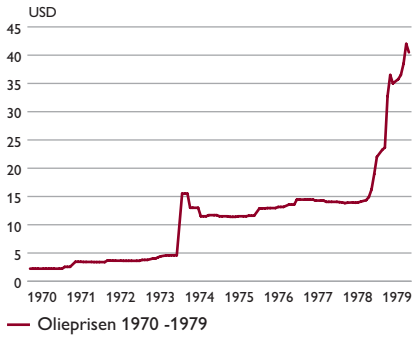
vores gæt, at der også denne gang vil komme et betydeligt fald i olieefterspørgslen i USA, Europa og Japan.

Olieefterspørgsel 1966 - 2006



Kilde: Reuters EcoWin

Olieprisen 1970 - 1979



Kilde: Reuters EcoWin

Olieprisen 2000 - 2008

Kilde: Reuters EcoWin

Spørgsmålet er, om det er tilstrækkeligt til at knække olieprisskurven. Carnegie Asset Management var blandt de første, der påpegede, at olieprisen ville stige kraftigt, se bl.a. foreningens kvartalsorienteringer fra særligt 2004 og 2005. Den væsentligste årsag var kombinationen af stærk efterspørgselsstigning og et knapt udbud af olie. Vi er fortsat skeptiske på udbudssiden, hvor det er svært at øge produktionen fra eksisterende og nye felter. Men vi ser ikke samme pres fra efterspørgselssiden over de kommende par år. Det nye signal er, at vi nu tror, at efterspørgselssiden bliver mindre stærk. Det er muligt, at olieprisen skal endnu højere op på kort sigt. Men der er nu en god chance for, at olieprisen topper inden for de næste kvartaler og letter det opadgående pres på inflation og understøtter en bedre økonomisk udvikling i særligt de lande, der skal agere drivkraft for verdensøkonomien de kommende år, nemlig emerging markets.

Så hvad kommer først? En voldsom nedgang i emerging markets, der driver olieprisen ned eller en nedgang i olieprisen drevet af den vestlige verdens svagere økonomiske vækst og lavere efterspørgsel – ligesom i slutningen af 1970'erne? Vores vurdering er, at efterspørgselseffekten i særligt USA, Japan og Europa er kraftig nok til at have effekt. Det er stadig langt størstedelen af verdens samlede olieefterspørgsel, der bruges i disse lande. USA alene forbruger mere end 20% af den samlede olie. Med hjælp fra øget produktion af særligt lettere olietyper vil det være nok til at presse olieprisen ned.

Inflation og investeringsmuligheder?

Inflation fungerer som den værste af alle skatter, idet den udhuler den samlede købekraft. Et eksempel illustrerer dette. En enke har en opsparingskonto med en rente på 5%. Der er ikke nogen forskel på, om hun betaler 100% i renteskat i en periode med 0% i inflation, eller om hun betaler 0% i renteskat i en periode med 5% i inflation. I begge tilfælde må hun bruge af sin kapital for at købe varer og tjenester, hvorved kapitalen udhules.

Den anden negative konsekvens af inflation er, at den skaber usikkerhed om fremtiden. Når du ikke ved, hvad en krone er værd om et år i forhold til, hvad den er værd i dag, øges usikkerheden.

De fleste investorer, der er aktive investorer på verdens finansmarkeder i dag, har kun oplevet faldende eller stabile inflationsrater, idet inflationen globalt toppede i starten af

1980'erne for at stabilisere sig omkring 2-3% i dette årti. Derfor er det for mange en lidt uvant situation at investere i inflationære omgivelser.

Der er generelt færre muligheder for at tjene penge i inflationære omgivelser på aktiemarkedet. Det er vigtigt at finde selskaber, som har mulighed for at hæve priserne. Det er lettere for selskaber med en stærk position; særligt inden for visse områder. De investeringsmuligheder for inflationsbeskyttelse, man har som aktieinvestor, kan opdeles i fem undergrupper:

1. Klassisk inflationsbeskyttelse

Til denne gruppe hører selskaber, som er i besiddelse af realaktiver, der kan opstå knaphed på, som Moder jord giver os; herunder guld og andre råvarer, jord og vand.

2. Indeksobligationslignende aktier

Der findes visse selskaber, som har karakter af inflationssikre finansielle aktiver og dermed i nogen grad ligner indeksobligationer. Visse koncessionerede selskaber hører til i denne kategori.

3. "Skal have" produkter

Selskaber, som har produkter, som mennesket "skal" have som eksempelvis kaffe, vand, tobak, medicinalprodukter og i den lettere ende nydelsesmiddelsprodukterne.

4. Selskaber, som hjælper med at løse inflationsproblemet

De højere energipriser inviterer til en mere effektiv udnyttelse af de ressourcer, vi har til rådighed. Ligeledes er det åbenbart, at verden er alt for afhængig af fossile brændstoffer. Alternative energiformer vil i stigende grad vinde indpas, og det er nu mere økonomisk rentabelt at finde nye og effektivisere gamle alternativer. Atomkraft er på vej til et markant come-back. Der findes selskaber, der drager nytte af disse tendenser.

5. Selskaber med høje faste omkostninger

Hvis du som selskab har mulighed for at hæve dine priser i takt med inflationen, er det – i modsætning til i deflationære omgivelser – en fordel at have store faste omkostninger. I denne kategori, er det typisk selskaber, som har en høj andel af faste aktiver med en forholdsvis lille lønkomponent.

Pöhl har ret. Inflation er svær at blive af med igen. De stigende oliepriser påvirker alle lande og særligt de lande, som agerer som vækstdrivere i emerging markets. Verden er tæt knyttet sammen økonomisk. Vi må vænne os til højere inflationsrater i særligt udviklingsøkonomierne de kommende år. Inflation bliver et lidt mindre problem i USA, Japan og Europa af den simple grund, at væksten og dermed presset på økonomien falder. Olieprisen er nu nøglen til lavere inflation og bedre vækstudsigter. Den nuværende situation med en hus-, kredit- og oliekrise på samme tid er ikke befordrende for en stærk global økonomi.

I perioder med stor turbulens og modvind opstår der også muligheder. Som den berømte ishockeyspiller Wayne Gretzky siger: flyt dig hen hvor du tror pucken kommer, i stedet for at flytte dig mod stedet, hvor den er lige nu. Carnegie WorldWide's opgave er at forstå de overordnede globale trends og finde selskaber, der har nytte af disse trends. Vi ser frem til opgaven. ■

Forventninger

Renteforventninger

Centralbankerne står over for et dilemma med svag vækst og stigende inflation, som globalt set over det seneste år er steget fra ca. 3% til ca. 5%. I såvel USA som i Europa satte en ændring i forventningen til centralbankernes styrerente dagsordenen for obligationsmarkedet. Forventningerne ændrede sig fra rentesænkninger til rentehævninger. FED vurderer nu, at risikoen for en betydelig økonomiske nedtur er aftaget og har øget fokus mod den stigende inflation. De kortsigtede inflationsforventninger er steget til ca. 5% og samtidig ligger forbrugernes langsigtede inflationsforventninger nu på det højeste niveau i 13 år. Endvidere har den svage dollar bidraget til en stigning i importpriserne.

Usikkerheden om den økonomiske vækst er høj, og det er bekymrende, at USA kun lige er begyndt en periode med en begrænsning af det gældsfinansierede forbrug. På den positive side vokser nettoeksporten. På den negative side præger det svage boligmarked fortsat samt den fortsatte finanskrise og de stramme kreditbetingelser. Fremadrettet må ventes stigende arbejdsløshed og svagere privatforbrug, blandt andet fordi de høje fødevare- og energipriser udhuler forbrugernes købekraft til øvrige goder. Vi forventer som en konsekvens af den høje inflation, at FED har sænket sin korte rente for sidste gang i denne omgang. Omvendt tror vi, at set i lyset af de svage økonomiske udsigter og en banksektor i krise, at renten ikke vil blive forhøjet de næste seks måneder.

I Europa venter vi en vækst på 1,5-2% for 2008. Den europæiske vækst er ramt af en strammere kreditgivning, et faldende boligmarked i flere lande, den stærke euro, som hæmmer eksporten, den høje oliepris, stigende realkreditrenter samt ikke mindst nedgangen i USA. Tyskland klarer sig fortsat fornuftigt og er i øjeblikket en motor for europæisk økonomi. Den kraftigt stigende inflation til 4% i Euroland betyder, at ECB overvejer stramninger for at holde inflationen under kontrol og dermed sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt. Det er derfor muligt, at ECB hæver sin korte styrerente yderligere op til 4,5% senere på efteråret. Set i lyset af den relativt svage vækst og vores forventning om en aftagende inflation, ser vi ikke en serie af renteforhøjelser på eksempelvis 1% eller mere.

Vi tror ligesom i første halvår af 2008, at obligationsrenterne vil udvise store udsving. Obligationsmarkederne er dog langt mere fair prisfastsat end for blot tre måneder siden, hvorfor vi ikke ser et egentligt niveauskifte i renterne for det kommende kvartal.

Aktieforventninger

I starten af året var vores forventninger usikre aktiemarkeder og risiko for fortsatte kursfald. Vi ser fortsat usikkerhed på aktiemarkederne og risiko for yderligere mindre kursfald set i lyset af usikkerheden om den økonomiske vækst, den høje oliepris og den stigende inflation. I perioder hvor vi befinder os på kanten af recession, kan man som aktieinvestor vælge sidelinjen eller prøve at anskue udsigterne i et lidt mere langsigtet perspektiv. Risikoen ved at sælge nu er, at man risikerer ikke at komme med, når markederne vender. I denne nedgang er de globale markeder nu faldet med ca. 25%. I perioder med recession er aktiemarkederne historisk i gennemsnit faldet med 20-25% fra toppen over en periode på ca. 12 måneder. Omvendt har det også været sådan, at når økonomien og markedet vender, har det efterfølgende årsafkast i gennemsnit været på lidt over 30% (målt på det amerikanske marked) i de ti recessioner, der har været siden 2. verdenskrig.

En risikofaktor er den stigende inflation, som beskrevet i temaartiklen på side 3. Stigende inflation er generelt ikke positivt for aktiemarkederne, og hvis udviklingen fortsætter, kan det give yderligere kursfald, idet markedets p/e-niveau typisk bliver lavere. Vores holdning er dog, at den nuværende råvaredrevne inflationsstigning vil aftage i takt med, at den økonomiske vækst leder til en lavere efterspørgsel, og derfor er vi mindre bekymrede for denne risiko. En anden risikofaktor er indtjeningsudviklingen, og her er analytikernes forventninger til 2. halvår 2008 og 2009 nok for høje, idet mange noget urealistisk fortsat forventer pæn fremgang.

I et miljø på kanten af en recession, med stigende inflation og større indtjeningsusikkerhed er det vigtigt at være investeret i de rigtige selskaber. Som beskrevet i temaartiklen er vores fokus blandt andet på selskaber, som ikke har stor cyklisk følsomhed, selskaber som kan videreføre de stigende omkostninger til kunderne, samt selskaber som besidder realaktiver. Vi tror derfor, at koncentrerede porteføljer med fokus på denne type aktier er den rigtige strategi.

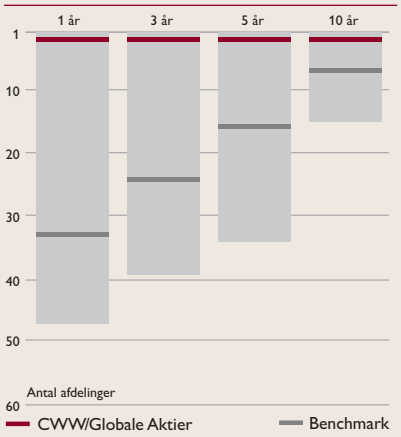
For de kommende år tror vi, at det gennemsnitlige afkast bliver relativt lavt set i lyset af de svagere vækstudsigter, men vi tror, at aktieafkastene vil blive konkurrencedygtige med realafkastet fra obligationer. Vi tror stadigt, at emerging markets er interessant, selv om den stigende inflation har ramt disse lande og i særdeleshed Asien. Aktiekurserne på disse markeder er faldet betydeligt, og i takt med at den råvaredrevne inflation aftager, ser vi et betydeligt langsigtet potentiale her. ■

Globale Aktier

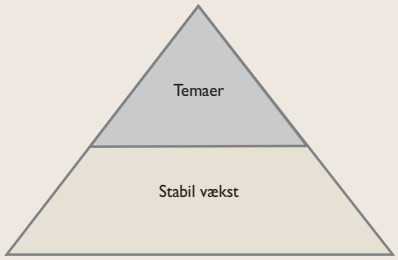
Resumé

Det blev igen til voldsomme kursudsving i 2. kvartal 2008. Aktiemarkedet er nu faldet med 17% i år. Afdeling Globale Aktier klarede sig marginalt bedre end markedet i kvartalet og har også tabt lidt mindre end markedet på året som helhed. Aktiemarkedet er kommet langt med at indregne en markant økonomisk nedgang. Olieprisen på næsten 150 USD presser nu inflationen op og væksten ned over hele verden. I kvartalets temaartikel går vi i dybden med dette aktuelle emne. Det er nu endnu vigtigere at have selskaber, som kan beskytte deres indtjening ved at sende stigende omkostninger videre til kunderne. Vi fremhæver denne gruppe af selskaber, der på godt dansk har "pricing power". Det er eksempelvis selskaber, som sælger produkter, vi ikke kan undvære. Ligesom vand og den daglige kop kaffe. Nestlé er et eksempel på et sådant selskab. Ligeledes har vi selskaber, som har tilgang til billig og CO_2 fri energiproduktion som eksempelvis amerikanske Exelon. Exelon producerer primært elektricitet ved hjælp af atomkraft. Vi har videreført vores strategiske valg fra 2007 om ikke at have eksponering af betydning til banker i den vestlige verden. Dette hjalp os igen her i 2. kvartal. Der er ikke foretaget nogle omlægninger i 2. kvartal, idet vi fortsat vurderer, at den forholdsvis store andel af defensive selskaber er den mest optimale i disse vanskelige omgivelser. Pessimisterne har overtaget lige nu. Men når røgen letter fra togperronen, er toget allerede kørt. Vi anbefaler, at man har en langsigtet indgangsvinkel til aktiemarkedet. Aktieafkastet fremover, tror vi, vil være konkurrencedygtigt i forhold til realafkastet på obligationer.

Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

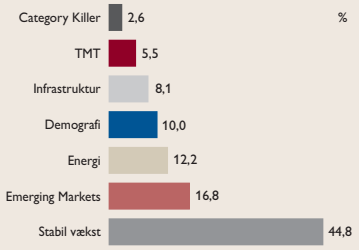


Svært at undgå det generelle markedsfald

Det samlede resultat for 2. kvartal var et fald på 0,4%, mens Morgan Stanleys verdensindeks faldt 1,1%. Alle grupper af aktier blev ramt i kvartalet. Faktisk klarede store selskaber sig dårligere end små selskaber i dette meget besværlige marked. Der var en tendens til, at investorerne solgte det, der kunne sælges, hvor likviditeten er bedre i store aktier. Det betyder samtidig, at de store aktier nu i endnu højere grad ser attraktive ud i forhold til mindre aktier. Når markederne falder så markant som i år, er der en tendens til, at alt – inklusive attraktive kvalitetsselskaber – bliver solgt uden skelen til den fundamentale værdiansættelse. Vi er fundamentalt positive på stigende infrastrukturinvesteringer på globalt plan. Lavere økonomisk vækst har dog bekymret mere kortsigtede investorer, og det har presset disse aktier. Således faldt Holcim med 20%. Vi ser fortsat meget positivt på de langsigtede trends for denne aktie. Et lille lyspunkt i de svære markeder er, at vores samlede aktievalg i USA i 2008 har været meget vellykkede. Uanset at GE har skuffet i kvartalet, har det samlede relative bidrag fra USA været markant positivt. Særligt Peabody Energy, verdens største kulproducent, gjorde det godt med en stigning på hele 73% i kvartalet.

I de seneste år har Indien markeret sig som et stærkt aktiemarked. Vi har været i stand til at identificere et særdeles interessant selskab i Indien, nemlig HDFC, som primært giver boliglån til den indiske mellemklasse. Selskabet er meget dygtigt ledet, og det har resulteret i minimale udlånstab og høj udlånsvækst. HDFC var blandt vores bedste aktier i 2006 og 2007, men i år har aktien tabt ca. 40%. HDFC er et eksempel på et selskab, hvor der vil være store udsving undervejs, men hvor den langsigtede trend er så stærk, at vi er villige til at se igennem mere kortsigtede kursfald. Selskabet er eksponeret til den langsigtede vækst i låntagning til egen bolig i Indien, som kommer fra et meget lavt niveau. Trods højere renter i Indien drevet af stigende inflation venter vi fortsat stor realvækst i dette selskabs indtjening som følge af den langsigtede trend og den høje kvalitet af selskabet.

Temaoversigt pr. 30.06.2008



Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Der var ingen afgørende ændringer af investeringsstrategien i kvartalet. Vi anser det dog for meget vigtigt at fokusere på selskaber, som har mulighed for at sætte prisen op på de produkter, de sælger. I en verden, hvor væksten falder og inputomkostningerne stiger, er prisfleksibilitet helt afgørende for at fastholde og øge indtjeningen. Afdeling Globale Aktier er bygget op omkring en kerne af store stabile vækstselskaber, som har et stabilt voksende frit cash flow. Denne kerne udgør i dag godt halvdelen af porteføljen og består primært af nydelsesmiddelselskaber, elektricitetsselskaber, fødevareselskaber og medicinalselskaber. Mange af disse selskaber har en betydelig eksponering til god vækst uden for USA i særligt Latinamerika og Asien. Energisektoren har en moderat overvægt, men set i sammenhæng med eksponeringen til elektricitetsværkerne Exelon, E.ON og EdF er energieksponeringen reelt højere. Vi tror fortsat på høje energipriser drevet af behovet for nyinvesteringer i den globale energiinfrastruktur.

Omlægninger i kvartalet

Vi foretog ingen omlægninger i kvartalet. Som vanligt diskuterede vi en række omlægninger, men vi har ikke fundet nogen, som kunne erstatte de eksisterende selskaber i porteføljen. Kernen i vores investeringsproces er, at vi maksimalt kan have 30 aktier i porteføljen. Derfor skal vi typisk sælge en eksisterende aktie for at inkludere en ny. Det giver en stærk disciplin i udvælgelsesprocessen. Det sikrer, at vi fastholder høj kvalitet og undgår udvanding ved blot at addere aktier, som vi kun på marginalen kan lide. Vi holder os væk fra det, som Warren Buffett kalder Noahs ark metoden. For mange aktier i porteføljen ender med, at du har en zoologisk have, som du ikke kan styre!

Turbulens og muligheder

Vi står midt i en kombineret finans- og oliekrise. Den langsigtede vækst, der driver verdensøkonomien skal fortsat komme fra emerging markets. En periode med lavere oliepriser og inflation er nødvendig for at skabe ny optimisme. Afdeling Globale Aktier har en høj andel af multinationale selskaber, som vil nyde godt af en global vækst drevet af emerging markets, og afdelingens amerikanske investeringer har en behersket eksponering til det amerikanske privatforbrug. Vi er fortsat mest konstruktive på amerikanske selskaber, som målt i euro ser attraktive ud. Samlet set er det langt vigtigste at finde det rigtige selskab. Det betyder mindre, hvor selskabet er noteret, og mere at kvaliteten af selskabet er højt, og at selskabet er eksponeret til en attraktiv trend.

Der er gode muligheder i enkeltaktier i aktiemarkedet nu, hvis man har en horisont på tre til fem år. Vi venter fortsat store udsving i resten af 2008. I et miljø, hvor vi befinder os på kanten af recession, er det normalt med større kursfald, men også med markante stigninger. Således er markedet i gennemsnit steget 33% fra bunden og 12 måneder frem i de ti recessioner, der har været siden 2. verdenskrig. Vi forventer, at det gennemsnitlige afkast over de kommende år vil forblive lavt, men konkurrencedygtigt i forhold til realafkastet fra obligationer.

Forventninger til Globale Aktier

Store defensive kvalitetsselskaber kombineret med vækst i emerging markets er fortsat den rette profil.

Vi venter bedre afkast fra nuværende lavere niveau i resten af 2008. Turbulens er lig med muligheder. Muligheder vi vil gøre alt for at udnytte bedst muligt.

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 porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Globale Aktier

Nøgletal	30.06.08	31.03.08
Formue (i 1.000 kr.)	7.048.353	6.666.307
Cirkulerende andele stk.	14.280.885	13.369.777
Udbytte	3,25	0,00
Indre værdi	493,55	498,61
Officiel kurs	492,68	502,98

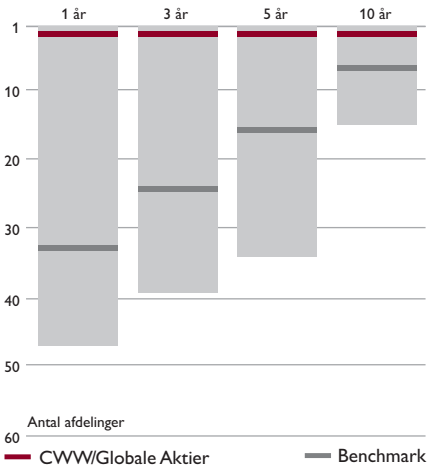
Fondskode	DK0010157965
Afdelingens start:	30.06.1990
Læs mere på:	www.cww.dk/ga

Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	-12,6	31,0	79,5	121,7	11,9
Benchmark*	-23,3	-0,7	28,2	3,6	5,6
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	10,7	31,7	51,3	118,1	6,3

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	13,9	12,3	18,0	17,0
Std.afv. % p.a. benchmark*	12,6	11,5	16,6	16,3
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,4	0,7	0,3	0,3

Afkastudvikling (start indeks 100)

Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

Aktieporteføljen pr. 30.06.2008

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi	Peabody Energy 4,8 Transocean 3,3					Gazprom 2,4	10,5	13,5
Råvarer		Rio Tinto 5,2	Holcim 2,5				7,7	8,7
Industri og service	General Electric 2,5 Praxair 3,6		Siemens 3,0 Schneider Electric 1,8				10,9	11,1
Forbrugsgoder - cykliske					Esprit 2,7		2,7	8,7
Forbrugsgoder - defensive	UST 2,2 Procter & Gamble 2,7	BAT 6,6 Diageo 2,1	Nestlé 6,0	Japan Tobacco 4,7			24,3	8,8
Medicinal			Roche 4,0 Novartis 3,1				7,1	8,8
Finans	Aflac 2,7		Allianz 1,8		HDFC 3,9 United Overseas Bk. 2,6		11,0	20,2
Informationsteknologi	Cisco Systems 2,4			Canon 3,1			5,5	10,7
Telekommunikation							0,0	4,4
Koncessioneret service	Exelon 3,8		E.ON 6,8 Electricite de France 4,6				15,2	5,1
Andet					CWW/Asien 1,6	CWW/Øst. 3,5	5,1	0,0
Total	28,0	13,9	33,6	7,8	10,8	5,9	100,0	-
Benchmark*	51,9	10,5	22,4	10,3	4,9	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

Andet kvartal var præget af den fortsatte krise i den finansielle sektor, stigende inflation og en opbremsning i den globale økonomi. Grundet et godt aktievalg fik afdelingen et afkast, der var 3,1%-point bedre end det generelle aktiemarked. Den indre værdi er dog faldet med 15,0% i 1. halvår, sammenlignet med europaindeksets fald på 18,7%.

Den europæiske økonomi vil formentlig opleve faldende vækstrater i de kommende kvartaler, og det ser ud til, at vækstopbremsningen primært finder sted i England, Irland og Spanien. Vi er fortsat optimistiske på den tyske økonomi, hvilket virker stabiliserende for resten af Europa.

Vi forventer, at de europæiske aktiemarkeder vil forblive volatile i de kommende kvartaler, men de byder nu også på mange attraktive muligheder for den langsigtede investor.

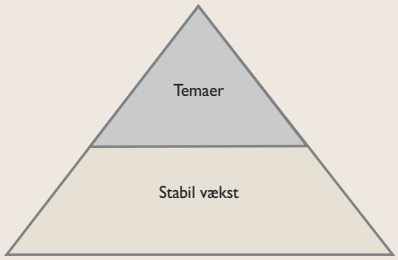
Stabile vækstselskaber udgør godt 55% af porteføljen, og vi har i kvartalet købt det russiske mobiltelefonselskab MTS, som vi venter vil drage fordel af den stigende levestandard i Rusland.

Behovet for renovering og udbygning af den globale infrastruktur har aldrig været større, og det gælder især for elnettet. Vi har derfor købt selskabet Prysmian, der er verdens ledende inden for produktion og salg af højteknologiske energikabler.

Afkast i 2. kvartal

Kvartalet bød på store kursudsving, hvor de europæiske aktiemarkeder først fik et løft for derefter at fortsætte den nedadgående trend. Den midlertidige opgang skyldtes et håb om, at finanskrisen var tæt på bunden, efter at flere centralbanker spændte sikkerhedsnet ud under det skrantende banksystem. Den globale økonomiske vækst ser dog ud til at tage en brat opbremsning, hvilket især er drevet af en faldende vækst i privatforbruget. Årsagen skal findes i de stigende fødevare- og energipriser, men de stigende renter og en opstramning af bankernes lånevillighed bidrager også negativt.

Et godt aktievalg betød, at afdelingen fik et afkast, der var 3,1%-point bedre end det generelle aktiemarked. For halvåret er den indre værdi faldet med 15,0%, hvilket kan sammenlignes med Morgan Stanleys Europaindeks, som faldt 18,7%. Værst gik det for bank- og detailsektoren, der i gennemsnit faldt 25% i halvåret. Selv de mere defensive sektorer som telekommunikation og energiselskaber oplevede kursfald, hvilket vidner om, at investorerne generelt har solgt ud af sine aktiebeholdninger. Nogle af afdelingens aktier leverede dog pæne positive afkast blandt andet det finske entreprenørselskab YIT og olieserviceselskabet Fred Olsen Energy.

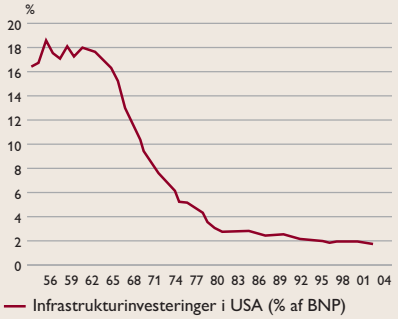


Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens investeringsstrategi består af en kerne af stabile vækstselskaber, som har en høj og stabilt voksende pengestrøm (frit cash flow). Det frie cash flow er forudsætningen for, at selskaberne kan iværksætte attraktive investeringer, afdrage på deres gæld eller betale udbytter til aktionærerne. Denne kerne udgør stadig omkring 55% af porteføljen og består af aktier inden for temaerne Stabil vækst og Demografi.

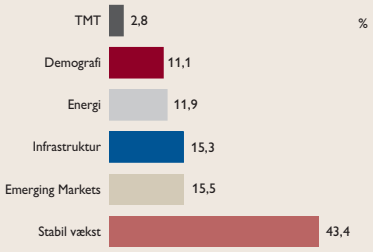
Den globale kreditkrise og den stigende inflation sætter dagsordenen for den økonomiske vækst, og det er på nuværende tidspunkt svært at sige, hvornår lavpunktet indtræffer. Store fald i boligpriserne i blandt andet USA og England har sat finanssektoren under pres for at undgå tab og skaffe ny kapital. Afdelingen har i

Infrastrukturinvesteringer i USA



Kilde: Macquaire Research

Temaoversigt pr. 30.06.2008



Forventninger til Europa

Det forventes, at de europæiske aktiemarkeder vil forblive volatile i de kommende kvartaler. Den globale lavkonjunktur har allerede sat sit præg på den europæiske økonomi, der næppe vil vokse mere end 1-2% i 2008 og 2009.

Virksomhedernes indtjening vil blive påvirket negativt, men efter den seneste nedgang finder vi mange attraktivt værdifastsatte selskaber, som, vi mener, byder på et attraktivt afkast for den langsigtede investor.

over et år haft en kraftig undervægt i finanssektoren, og eksponeringen er primært til forsikring og banker, der er eksponeret til væksten i Østeuropa.

Den europæiske økonomi vil formentlig opleve faldende vækstrater i de kommende kvartaler, og det ser ud til, at vækstopbremsningen primært finder sted i England, Irland og Spanien. Vi er fortsat optimistiske på den tyske økonomi. Den faldende tyske ledighed koblet med økonomisk velfunderede europæiske virksomheder vil virke som en stødpude for Europa. Afdelingen har en relativt lille eksponering til forbruget i England og Spanien, men er i høj grad eksponeret til den globale vækst via investeringer i store multinationale selskaber. Det er i øvrigt vores opfattelse, at store selskaber i denne fase bør klare nedturen bedre end små og mellemstore selskaber. Foruden kernen af stabile vækstselskaber består porteføljen af en række investeringer i temaer med et langsigtet attraktivt potentiale. Infrastruktur er et af de store temaer i porteføljen og udgør 15% af porteføljen. Behovet for udbygning af infrastrukturen er enorm, ikke kun i udviklingslandene men også i den vestlige verden. Som det fremgår af figuren, er der igennem flere årtier underinvesteret i infrastruktur som veje, broer og elnet. Det er derfor nødvendigt at påbegynde opgradering af disse snarest. Selvom det offentlige ikke kan klare opgaven alene, så er det naturligvis også en måde at stimulere en skrantende økonomi.

Vi har ved flere lejligheder skrevet om Østeuropa, der er et andet stort investeringstema. Eksponeringen har især været igennem vesteuropæiske kvalitetsselskaber med eksponering til Østeuropa, men det har vi ændret lidt på i kvartalet.

Omlægninger i kvartalet

Eksponeringen til Østeuropa blev ændret ved salg af entreprenørselskabet YIT og en reduktion i murstensproducenten Wienerberger. Risikoen for en afmatning i Norden og resten af den vestlige verden er stigende, hvilket må formodes at ramme YIT og Wienerbergers aktiviteter i Vesteuropa og USA. Vi valgte i stedet at købe russiske MTS, der tilhører den mere defensive telekommunikationssektor, og i øvrigt er 100% eksponeret til højvækstmarkederne i det tidligere sovjetunionen. Yderligere har vi reduceret eksponeringen til tyrkiske GarantiBank.

MTS er med over 85 mio. abonnenter det største mobiltelefonselskab i Rusland og FSU (tidligere Sovjetstater). Selskabet vokser hastigt, som følge af den stigende udbredelse af mobiltelefoner (p.t. 70% af befolkningen) og stigende levestandard. Den stigende levestandard er drevet af makroøkonomisk stabilitet. Det er sandsynligt, at forbruget af mobiltjenester skal stige markant, idet telefonforbruget pr. abonnent er på omkring halvdelen af forbruget i andre lande, hvilket naturligvis vil drive MTS' indtjening. Hertil er selskabet meget attraktivt prisfastsat.

En anden global trend er behovet for udbygning af infrastrukturen, specielt inden for udbygning og renovering af et nedslidt elnet, der i den vestlige verden er blevet forsømt i årtier. Hertil skal lægges meget store investeringsbehov i ny kapacitet i emerging markets. Vi har derfor købt Prysmian, der er verdens ledende inden for højteknologiske telekommunikations- og energikabler. Selskabet har på det seneste sikret sig flere lukrative kontrakter på udlægning af undersøiske kabler, der forbinder vindmølleparker på vand til land. Telekomdivisionen er fokuseret på optiske fiberkabler. Efterspørgslen drives af stigende behov for bredbåndstjenester.

Europa

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 porteføljeforvaltere 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.

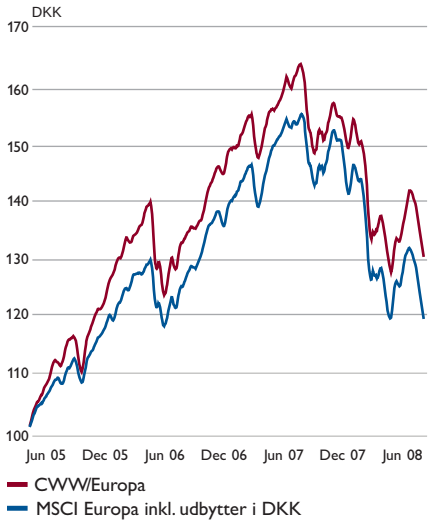
Nøgletal	30.06.08	31.03.08
Formue (i 1.000 kr.)	525.059	559.636
Cirkulerende andele stk.	4.581.909	4.661.859
Udbytte	5,00	0,00
Indre værdi	114,59	120,05
Officiel kurs	114,70	118,54

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

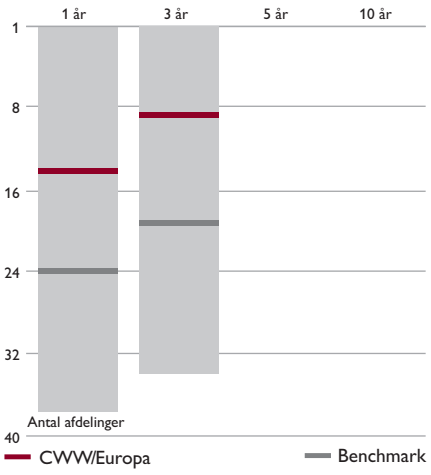
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Europa	-21,5	21,5	-	-	8,5
Benchmark*	-23,8	12,6	-	-	5,4
Europa merafkast ift. benchmark*	2,3	8,9	-	-	3,1

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

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

Aktieporteføljen pr. 30.06.2008

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
Energi	Fred. Olsen Energy 6,3				Gazprom 5,6	11,9	10,1
Råvarer		Rio Tinto 4,4 Peter Hambro Mining 4,3	Holcim 2,8	Buzzi Unicem 2,9		14,4	10,0
Industri og service			Wienerberger 1,8 Siemens 4,3 Linde 4,1	Grupo Ferrovial 3,2 Prysmian 2,1		15,5	10,4
Forbrugsgoder - cykliske						0,0	8,8
Forbrugsgoder - defensive		BAT 4,9 Enterprise Inns 3,9 Diageo 3,5	Nestlé 5,5			17,8	10,2
Medicinal			Novartis 2,0 Roche 4,1 Synthes 5,0			11,1	7,4
Finans			Allianz 4,3 Immoeast 2,1	Piraeus Bank 1,9 UniCredito Italiano 3,0	GarantiBank 1,1	12,4	26,2
Informationsteknologi						0,0	3,2
Telekommunikation				Telefonica 2,8	MTS 3,6	6,4	6,9
Koncessioneret service			Electricite de France 6,2 E.ON 4,3			10,5	6,8
Andet						0,0	0,0
Total	6,3	21,0	46,5	15,9	10,3	100,0	-
Benchmark*	8,6	32,9	45,6	12,9	-	-	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 -2,7% i 2. kvartal 2008 og det i et meget omskifteligt aktiemarked. Den internationale finansielle krise spøger fortsat, specielt i den finansielle sektor, hvor der fortsat bliver rapporteret om store tab på sub-prime relaterede investeringer. De stigende energi- og fødevarepriser har tillige ført til øget inflationsfrygt, og investorerne frygter nu, at nationalbankerne verden over bliver nødsaget til at hæve renterne for at få bugt med inflationen. I den nuværende kritiske situation vil det nemt kunne føre til en recession i verdensøkonomien med negativ effekt på selskabernes indtjening til følge. Investorerne frygter på den baggrund et meget volatilt aktiemarked med stor fokus på indtjeningsudviklingen hos især de cykliske selskaber. Afkastet for 1. halvår blev på -11,6%, hvilket er 0,5%-point bedre end afkastet på afdelingens benchmark, der faldt 12,1%.

Afkastet i 2. kvartal

Afkastet i 2. kvartal blev på -2,7%, hvilket skal sammenholdes med et afkast på benchmark på -3,1%, svarende til et merafkast på 0,4%.

Porteføljens gode relative performance blev skabt af Torm (+23%), Vestas (+20%), NKT (+16%), FLSmidth (+13%) og A.P. Møller-Mærsk (+12%). Fælles for alle selskaber var, at der ikke var de store selskabsspecifikke nyheder, men aktierne blev drevet af en fortsat tiltro til en god underliggende udvikling i selskabernes indtjening. For Vestas' vedkommende har det globale vindmøllemarked stigende politisk "medvind" som følge af de høje oliepriser og en øget fokus på energidiversificering i retning af CO_2 neutrale energiformer herunder vindenergi.

Porteføljens dårligste aktier blev B&O (-34%), Danske Bank (-21%), Bavarian Nordic (-19%), William Demant (-17%) og TrygVesta (-16%). B&O er blevet ramt hårdt af svigtende salg og ledelsesuro i forbindelse med fyringen af direktøren. Danske Bank lider fortsat under den internationale finanskrise, og mange investorer frygter for stærkt stigende tab i Irland og Baltikum. Senest er investorerne blevet urolige for udviklingen på det danske boligmarked og de potentielle tab, såfremt boligpriserne falder markant. Kursfaldene i Bavarian Nordic, William Demant og TrygVesta skyldes mere det generelt faldende aktiemarked, hvor risikoaversionen er blevet markant højere. Afkastet for 1. halvår blev på -11,6%, hvilket var 0,5%-point bedre end afkastet på benchmark, der faldt 12,1%.

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

Forventninger til Danske Aktier

Vi forventer, at aktiemarkedet fortsætter med at være volatilt hen over sommeren præget af den stigende inflation og finanskrisen. Omsætningen hen over sommeren vil nok være lav, da mange af de langsigtede investorer er nervøse og usikre på retningen af markedet. Markedet vil derfor være domineret af de kortsigtede investorer, hvilket sandsynligvis vil forstærke udsvingene, da der så ikke skal store ordrer til at påvirke markedet. Volatiliteten vil yderligere forstærkes af, at markedet er i en fase, hvor risiko inddiskonteres meget hurtigt, og det betyder, at dårlige nyheder vil føre til store kursfald øjeblikkeligt, mens gode nyheder først vil blive indregnet i takt med, at de realiseres.

Vi forventer, at markedsudviklingen i år bliver mere polariseret end normalt, idet selskabernes indtjeningsudvikling vil blive mere uensartet på grund af konjunkturafmatningen. Vi forventer, at det vil være et snævret udvalg af aktier, som vil drive aktiemarkedet, når det igen begynder at stige, simpelthen fordi konjunkturafmatningen ikke muliggør, at alle sektorer af økonomien kommer til at deltage i den næste optur. Vi tror derfor, at vores fokuserede og meget selektivt udvalgte portefølje er den rette strategi.

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 er nu blevet et globalt fænomen, der påvirker realøkonomien også uden for den finansielle sektor. Det betyder lavere økonomisk aktivitet, og specielt i de dele af økonomien, der er lånefinansieret, vil opbremsningen blive hård. Lavere økonomisk aktivitet giver større usikkerhed om indtjeningsudviklingen, specielt i de mere cykliske sektorer, men der er også en psykologisk effekt. Såvel forbrugere og erhvervsledere bliver mere forsigtige i deres adfærd, hvilket forstærker den negative spiral. Usikkerhed og lavere indtjening fører sædvanligvis til højere risikopræmier på aktieinvesteringer.

Denne gang er ikke nogen undtagelse, og aktiemarkedet er nu faldet markant siden toppen i august 2007, uden at det kan forklares med en faldende indtjening. Aktiemarkedet er derved blevet billigere, og risikopræmien er igen på et attraktivt niveau under forudsætning af, at indtjeningen forbliver på det nuværende niveau, hvilket desværre ikke er sikkert. Det store spørgsmål er, hvor stort indtjeningsfaldet bliver, og om det allerede er inddiskonteret. Vi kan konstatere, at der allerede er inddiskonteret mange dårlige nyheder, men rent investeringsmæssigt skal man være særdeles påpasselig med at generalisere problemerne, da der vil være store forskellige i den fremtidige indtjeningsudvikling og således også i den fremtidige kursudvikling. Vi forventer, at udvalgte sektorer vil have en lang periode, hvor det bliver svært at skabe indtjeningsvækst. Vores strategi er derfor helt at fravælge disse sektorer og koncentrere porteføljen om de selskaber, som vi forventer, ikke bliver hårdt ramt af de aftagende konjunkturer. Det store dilemma er, at de udsatte selskaber og sektorer i mange tilfælde ser meget billige ud, mens de defensive aktier er relativt dyre. Her er det vigtigt at huske på, hvilken stor (negativ) gearing, der er i selskabernes indtjening, såfremt de i 2009 får faldende omsætning, hvilket nok bliver tilfældet for mange selskaber orienteret mod den hjemlige økonomi.

Aktiemarkedet ventes på kort sigt at blive drevet af psykologi/frygt, men der vil også være stor fokus på den økonomiske udvikling og ikke mindst centralbankernes håndtering af den stigende inflation. Regnskabsmeddelelserne for 2. kvartal, vil have en stor betydning for den kortsigtede udvikling. Det 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 kvalitetsselskaber til en billig pris, selvfølgelig i forventning om, at verden igen på et senere tidspunkt normaliseres. Vi vil konstant i de næste måneder øge investeringerne i sådanne selskaber, i takt med at mulighederne opstår.

Omlægninger i kvartalet

Vi har købt Carlsberg (+2,5%) til porteføljen. Aktien er efter en større nedjustering blevet attraktivt prisfastsat, og selskabets omsætning er relativt uafhængig af den igangværende økonomiske afmatning. Danisco (-1,0%) er solgt helt ud af porteføljen. Det er svært for Danisco at lægge råvareprisstigningerne over på deres kunder inden for fødevareingredienser, og de skal investere massivt i enzymforretningen for at bevare deres langsigtede konkurrenceevne. Det vil føre til pres på marginalerne. Beholdningen af B&O er halveret, da selskabet står foran aftagende forbrugsvækst samtidig med indkøringen af den helt ny ledelse. Aktien er sandsynligvis billig på langt sigt, men vi ser risiko på kort sigt.

Danske Aktier

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 porteføljeforvaltere 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.

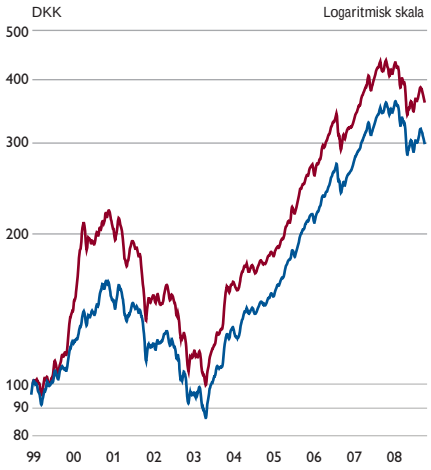
Nøgletal	30.06.08	31.03.08
Formue (i 1.000 kr.)	393.500	463.137
Cirkulerende andele stk.	2.391.135	2.141.289
Udbytte	47,25	0,00
Indre værdi	164,57	216,23
Officiel kurs	167,58	217,81

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

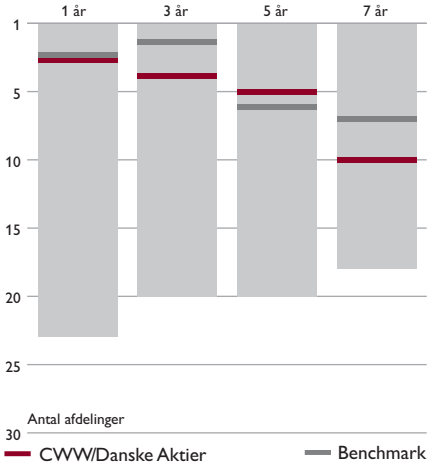
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	-16,3	43,8	176,4	87,1	14,1
Benchmark*	-16,2	46,5	169,3	105,2	11,9
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	-0,1	-2,7	7,1	-18,1	2,2

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	16,0	15,5	-	19,4
Std.afv. % p.a. benchmark*	15,0	14,3	-	16,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,5	1,1	-	0,5

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

Aktieporteføljen pr. 30.06.2008

	Cyklisk vækst		Stabil vækst		Strukturel vækst		Total	Benchmark*
Energi							0,0	1,5
Råvarer					Novozymes	2,8	2,8	3,3
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk FLSmidth NKT Torm DSV	10,4 5,1 1,1 1,3 5,1	G4S	4,7	Vestas Wind Systems	9,5	37,2	34,6
Forbrugsgoder - cykliske	Bang & Olufsen Søndagsavisen	0,6 1,6					2,2	2,1
Forbrugsgoder - defensive	IC Companys Carlsberg	0,8 2,6					3,4	7,4
Medicinal					Bavarian Nordic Coloplast William Demant GN Store Nord NeuroSearch Novo Nordisk	0,4 5,2 4,0 2,5 0,6 10,8	23,5	18,8
Finans	TK Development	2,7	Danske Bank Nordea Topdanmark TrygVesta Sydbank	9,9 4,4 4,5 4,1 2,2			27,8	26,0
Informationsteknologi					SimCorp	3,1	3,1	0,9
Telekommunikation							0,0	5,0
Koncessioneret service							0,0	0,4
Andet							0,0	0,0
Total		31,3		29,8		38,9	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.

Østeuropa

Resumé

Med et afkast på 9,5% i forhold til benchmarkafkastet på 6,7% havde afdeling Østeuropa et udmærket kvartal, men det kunne dog ikke opveje den ringe performance i 1. kvartal, hvorfor afdelingen fortsat for 1. halvår underperformer i forhold til markedet, primært som følge af en stor vægtning i tyrkiske banker i begyndelsen af året. De østeuropæiske aktiemarkeder klarede sig bedre end verdensmarkedet, primært trukket op af russiske aktier, der havde et godt kvartal i kølvandet på en succesfuld magtoverdragelse fra Putin til den nye præsident Medvedev. Vi forventer, at regionen og specielt russiske aktier vil klare sig godt i forhold til de fleste andre aktiemarkeder i de kommende kvartaler grundet høje råvarepriser og deraf afledt meget stor pengerigelighed i Rusland. Den største trussel for det russiske aktiemarked er en overophedet økonomi og høj inflation.

Tilfredsstillende afkast i 2. kvartal

Efter de store fald i 1. kvartal stabiliserede markederne sig i 2. kvartal, og afdeling Østeuropa leverede et afkast på 9,5%, hvilket kan sammenlignes med afdelingens benchmark, der havde et afkast på 6,7%. År-til-dato er afkastet fortsat ikke tilfredsstillende med et fald på 15,6% i forhold til benchmarkafkastet på -10,5%.

Det bedste marked i regionen var det russiske, der steg ca. 10%, mens det tjekkiske steg 8%. Omvendt var det polske marked svagt og faldt 5%. Ligeledes var der mindre fald i Ungarn og Tyrkiet. Afdelingens bedste aktier i kvartalet var Open Investments og Uralkali (begge +77%) samt Raspadskaya og Bank of St. Petersburg (begge 45%). De dårligste aktier var A&D Pharma, Black Earth Farming og XXI Century, der faldt mellem 20-50%.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

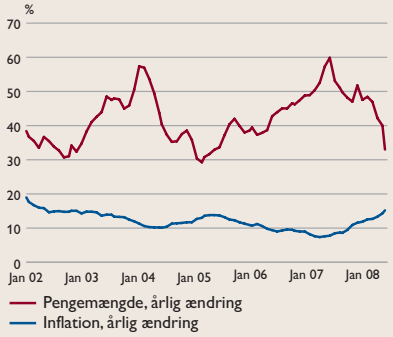
Hovedtemaet i investeringsstrategien har alle år været at drage fordel af, at den discount, som regionens aktier historisk er handlet med, gradvist vil mindskes, i takt med at landene i øst bliver tættere knyttet til EU. Da denne discount specielt i de mere udviklede markeder i Østeuropa i dag er reduceret 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 eksempelvis bankvæsen, medicinalforbrug, reklameforbrug og ejendomsinvesteringer i verden. Efter de kraftige kursfald inden for banker og ejendomsaktier ser vi disse sektorer som meget attraktive, men den kortsigtede udvikling dikteres fortsat af udviklingen på de vestlige markeder.

Omlægninger i kvartalet – reduktion af energiaktierne

I 2. kvartal købte vi det russiske teleselskab MTS, der er ét af de tre dominerende mobilselskaber i Rusland. Udover Rusland har MTS også operationer i Ukraine, Hviderusland, Usbekistan, Armenien og Turkmenistan. Selskabet har omkring 85 mio. kunder og et pænt vækstpotentiale i takt med, at udbredelsen af mobil-

Rusland: Inflation og pengemængde



Kilde: Renaissance Capital

Forventninger til Østeuropa

Med udsigt til at USA og muligvis også visse dele af Europa er på vej ind i en recession, er det besværligt at forudse, hvordan markederne i Østeuropa vil udvikle sig. Vi har dog fortsat positive forventninger, hvilket bygger på en antagelse om fortsat høje råvarepriser og fortsat høj tilvækst i udviklingsøkonomierne. Den globale krise er først og fremmest resultatet af en alt for lempelig kreditpolitik i de vestlige økonomier, hvilket ikke har været tilfældet i hovedparten af de østeuropæiske økonomier. Prisfastsættelsen på selskaberne i afdelingen er meget attraktiv, og økonomierne, de opererer i, boomer fortsat, så det er vores vurdering, at et tilbagefald i markedet er en glimrende købsmulighed for den langsigtede investor. Vi arbejder hver dag på, at afdelingens fokuserede investeringsstil kan bidrage til et bedre afkast end markedet.

telefoni i regionen vokser. MTS er markant billigere prisfastsat end tilsvarende selskaber, og indtjeningen, venter vi, vil vokse kraftigt i de kommende år i takt med, at den almindelige købekraft i regionen stiger.

Yderligere har vi købt det polske mineselskab KGHM, der er blandt verdens største kobberproducenter. Selskabets miner er gamle, og reserverne er ikke i verdensklasse, men selskabet har en meget stor indtjeningsfølsomhed over for kobberprisen. Vi har positive forventninger til efterspørgslen på kobber, drevet af en kraftig infrastrukturudbygning i udviklingsøkonomierne, samtidig med at verdens kobberminer har svært ved at holde produktionsniveauet. KGHM er en billig aktie, som samtidig udbetaler en meget stor dividende.

Som beskrevet i sidste kvartalsorientering står Tyrkiet i en meget svær situation med politisk kaos med udsigt til et forbud af regeringspartiet AKP og efterfølgende nyvalg. Hertil kan lægges det økonomiske miljø med aftagende global vækst og stigende råvarepriser, specielt inden for energi, hvilket rammer Tyrkiet meget hårdt, da landet stort set ikke har nogen indenlandsk olie- eller gasproduktion. Afdelingens vægtning i tyrkiske aktier er derfor reduceret yderligere gennem salg af Sekerbank, Halkbank og Acibadem.

Omvendt har vi øget investeringerne i Rusland. Ruslands økonomiske såvel som politiske situation er diametralt forskellig fra Tyrkiets, og i modsætning til tidligere er de russiske kapitalmarkeder i dag en sikker havn i urolige tider. Baggrunden er stor politisk stabilitet og en meget stærk økonomi. Men i lighed med flere andre udviklingsøkonomier kan man begynde at stille spørgsmålstegn ved bæredygtigheden af den høje vækst i Rusland. Inflationen er kraftigt stigende, hvilket fremgår af grafen til venstre. Den høje inflation i Rusland er et resultat af en meget lempelig finanspolitik gennem 2007, hvor statens udgifter voksede mere end 40%, idet mange forskellige vælgergrupper skulle tilgodeses i opløbet til valget til parlamentet og præsidentvalget. Desuden er Rusland midt i en proces mod liberalisering af tidligere regulerede tariffer, hvilket i en årrække betyder store prisstigninger på el og gas. Derudover betyder de meget høje råvarepriser, at der er en stor pengeindstrømning til Rusland, som har forøget pengemængden kraftigt. Den høje inflation i Rusland gør, at man som investor skal være forsigtig i sit aktievalg. Nogle sektorer vil opleve inflationen som en kraftig modvind, mens andre sektorer vil leve meget godt med den høje prisudvikling, da man vil være i stand til at gennemføre prisstigninger. Det er klart, at de eksportorienterede industrivirksomheder og råvareproducerende industrier alt andet lige vil have det svært i et inflationært miljø, i særdeleshed da myndighedernes primære våben over for inflationen vil være at lade valutaen styrkes. Man må også stille sig lidt skeptisk over for bankernes mulighed for at øge indtjeningen kraftigt, mens omvendt ejendomssektoren må formodes at være positivt stillet i et inflationært miljø, hvor opsparere i Rusland vil forsøge at beskytte deres formue mod inflationsudhulingen ved at købe fast ejendom. Det er vores vurdering, at russiske aktier er meget attraktive i det nuværende globale miljø. Den høje oliepris sikrer fortsat store overskud på både statens budget og på betalingsbalancen, og væksten vil forblive på et højt niveau omkring 8%. En fortsat moderat stigende valutakurs og en noget strammere finanspolitik vil bringe pengemængdevæksten ned, hvilket vil reducere inflationspresset og øge opsparings- og investeringstakten i Rusland. Det russiske aktiemarked er blandt de billigste tilvækstmarkeder globalt med en solid økonomi og stabil politisk ledelse.

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.

Østeuropa

Nøgletal	30.06.08	31.03.08
Formue (i 1.000 kr.)	2.112.592	1.973.934
Cirkulerende andele stk.	5.542.439	5.046.277
Udbytte	31,75	0,00
Indre værdi	381,17	378,73
Officiel kurs	375,68	374,99

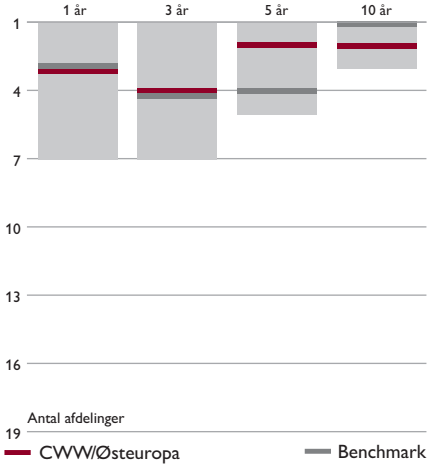
Fondskode	DK0015945166
Afdelingens start:	07.11.1996
Læs mere på:	www.cww.dk/cee

Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	-6,6	82,0	240,3	290,2	14,8
Benchmark*	-2,2	76,5	231,3	358,9	14,5
Østeuropa merafkast ift. benchmark*	-4,4	5,5	9,0	-68,7	0,3

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	22,1	20,2	27,4	27,8
Std.afv. % p.a. benchmark*	22,8	21,8	30,5	31,1
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,8	1,1	0,4	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)

Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

Aktieporteføljen pr. 30.06.2008

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
Energi				Eurasia Drilling 2,2 Gazprom 10,0 Vostok Gas 4,0 Lukoil 7,0		23,2	44,9
Råvarer			KGHM 3,3	Norilsk Nickel 3,8 Raspadskaya 8,8 Uralkali 3,1 Peter Hambro 3,9	Akcansa Cimento 1,1	24,0	11,8
Industri og service			Budimex 1,7	Open Investments 4,9	Baltic Property 2,6 Sinpas Gayrimenkul 1,1 XXI Century Invest. 2,2	12,5	1,0
Forbrugsgoder - cykliske	Danubius Hotel 2,0	CME 3,0		CTC Media 3,9		8,9	2,2
Forbrugsgoder - defensive					Efes Breweries Int. 1,1	1,1	0,3
Medicinal					A&D Pharma 0,7	0,7	2,1
Finans				Sberbank 6,1 Bank St. Petersburg 0,3 Financ. Inst. Expl. Fund 3,5	GarantiBank 1,3	11,2	20,4
Informationsteknologi						0,0	0,4
Telekommunikation				North-West Telecom 2,8 MTS 3,0 Sibirtelecom 2,1		7,9	10,7
Koncessioneret service		CEZ 5,6		EOS 2,5		8,1	6,2
Andet				Black Earth Farming 2,4		2,4	0,0
Total	2,0	8,6	5,0	74,3	10,1	100,0	-
Benchmark*	8,5	10,6	18,5	62,4	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 klarede sig relativt godt i et kvartal præget af en tiltagende finanskrise, stigende energipriser og global afmatning. Afdeling Emerging Growth havde et særdeles godt kvartal med en stigning på 11,9%. En ændring af den negative tendens på aktiemarkederne synes ikke umiddelbart forestående, hvorfor vi vil fortsætte den forsigtige strategi og fokusere på kvalitetsvækstselskaber, som ikke har behov for at låne til at finansiere deres egen vækst. Afdelingen har foretaget yderligere investeringer i selskaber eksponeret til fødevarer, som nu er et selvstændigt investeringstema. Derudover har vi investeret i to nye selskaber eksponeret til effektivisering af infrastrukturen i energisektoren.

Godt kvartal for afdelingen

Afdelingen har i kvartalet givet et positivt afkast på 11,9%, hvilket er 9,4%-point bedre end sammenligningsgrundlaget, Morgan Stanleys vækstindeks, der er steget 2,5%. År-til-dato er afkastet dog fortsat negativt med 8,6%. Dette er dog 5,1%-point bedre end sammenligningsgrundlaget, der er faldet med 13,7%.

Afdelingens bedste investering i kvartalet var den brasilianske privatskole Estácio Participacoes med et afkast på 182%. Stigningen kom på baggrund af, at Latinamerikas største private equity fond har købt 20% af selskabet. Det russiske ejendomsselskab Open Investments var med en stigning på 72% ligeledes en markant bidragsyder til kvartalets afkast, efter at selskabets to største aktionærer har købt yderligere op i selskabets aktier.

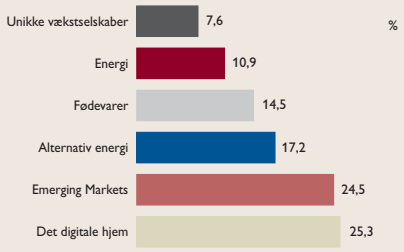
Kvartalets dårligste investering var Yahoo!, som faldt 28%. Microsoft afgav tidligere på året et købstilbud på Yahoo!, men parterne kunne ikke blive enige, og der blev derfor ikke indgået nogen aftale. Dette lægger et ekstra pres på ledelsen i Yahoo! for at synliggøre de værdier, der er i selskabet, så spillet om Yahoo! er fortsat i gang.

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 vækstfase, hvor risikoen er højest. Hovedparten af investeringerne er i selskaber, som har vundet fodfæste på markedet og kan finansiere deres vækst via driften.

Afmatningen i den globale økonomi har medført, at vi har reduceret yderligere i investeringerne i emerging markets. Stigende energi- og fødevarepriser er et voksende problem for flere udviklingslande, og der er risiko for, at både det offentlige og private forbrug kan blive negativt påvirket. Provenuet fra reduktionen i emerging markets er blandt andet investeret i ABB og Quanta Services inden for energi-temaet. Begge selskaber arbejder med effektivisering og udbygning af energiinfrastrukturen. Et område, der er præget af nedslidt udstyr og mangel på kapacitet. Dette kan blandt andet ses af et stigende antal strømafbrydelser også i vores del af verden. I de kommende år er der behov for betydelige investeringer til gavn for selskaber som ABB og Quanta Services. Derudover har vi investeret yderligere i afdelingens selskaber, der er eksponeret til fødevarer.

Temaoversigt pr. 30.06.2008



Forventninger til Emerging Growth

Den negative stemning, der har præget aktiemarkederne i det seneste år har bidt sig fast, og vi må formentlig forvente en periode med lavere økonomisk vækst samt højere inflation.

Afdelingen vil derfor fortsat føre en forsigtig strategi med fokus på kvalitetsselskaber, der kan finansiere deres egen vækst. Afdelingen vil endvidere fortsat udnytte eventuelle større kursfald til at foretage yderligere investeringer i gode vækstselskaber inden for de strukturelt voksende investeringstemaer, som vi har identificeret.

Det er vores overbevisning, at kvalitetsvækstselskaber, 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.

Der er mange årsager til de stigende fødevarepriser, hvoraf nogle er kortsigtede, mens andre er af mere strukturel karakter: Øget velstand i emerging markets, højere energipriser, øget forbrug af kød, biobrændstof og fejlslagen høst i Canada og Australien – to af de største korneksportører – i 2005 og 2006, har resulteret i, at verdens kornlagre er rekordlave, og priserne på fødevarer er stigende. Der er således behov for en forøgelse og effektivisering af den globale fødevareproduktion. Ifølge FN skal fødevareproduktionen stige med næsten 70% i emerging markets frem til 2030 for blot at kunne holde trit med befolkningsudviklingen og ændringer i diæten. Dette vil utvivlsomt føre til øget efterspørgsel efter gødning, plantebeskyttelsesmidler og landbrugsmaskiner. Afdelingen har p.t. tre selskaber eksponeret til dette tema: Den canadiske producent af potaske, Potash, en vigtig ingrediens i gødning, schweiziske Syngenta, en af verdens største producenter af plantebeskyttelsesmidler og såsæd, samt brasilianske All America Latina, Sydamerikas største jernbane- og logistikselskab, hvor mere end 60% af salget stammer fra transport af landbrugsprodukter.

Afdelingen er investeret i følgende temaer: Emerging Markets (24%), Det digitale hjem (25%), Alternativ energi (17%), Unikke vækstselskaber (8%), Energi (11%) og Fødevarer (15%).

Omlægninger i kvartalet

Der er foretaget to nye investeringer i kvartalet, og der er købt yderligere op i selskaber eksponeret til det globale fødevaremarked, så andelen nu udgør et selvstændigt investeringstema.

ABB (Schweiz) er ledende inden for kraft- og automationsteknologier, der forbedrer industri- og forsyningsvirksomheders effektivitet og produktivitet og reducerer energiforbruget. ABB er eksponeret til attraktive markeder, hvor der i de kommende år er udsigt til massive investeringer. Eksempelvis er behovet for investeringer i elektricitetsinfrastruktur enormt både i udviklingsøkonomierne og i de udviklede økonomier. Transmissionsnettet i Europa og USA er de fleste steder gammelt og nedslidt, og strømsvigt optræder med stadig større hyppighed. I Kina og Indien opføres nye kraftværker i hastigt tempo. Alene i Kina åbnes der ét nyt kuldrevet kraftværk hver anden dag. Det Internationale Energi Agentur anslår, at der vil blive investeret mere end 240 mia. USD pr. år i perioden 2005-2030 i transmission og distribution af energi på globalt plan. ABB er særdeles godt positioneret til at få gavn af denne langvarige trend.

Quanta Services (USA) designer, opfører og vedligeholder elektricitetsnet, telekommunikationsnetværk og gasrørledninger. Det amerikanske elektricitetsnet er nedslidt efter mange års underinvesteringer og kan ikke supportere den udbygning af kraftværker, der ventes i de kommende år. Ifølge det Internationale Energi Agentur vil der i perioden fra 2005-2030 blive investeret mere end 30 mia. USD pr. år i transmission og distribution af elektricitet i USA. Quanta Services opererer i alle 50 stater samt Canada og er det ledende selskab med en 10% markedsandel i et meget fragmenteret marked.

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 vækstselskaber, 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 for høj prisfastsættelse eller en strukturel ændring af de langsigtede vækstudsigter.

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.

Emerging Growth

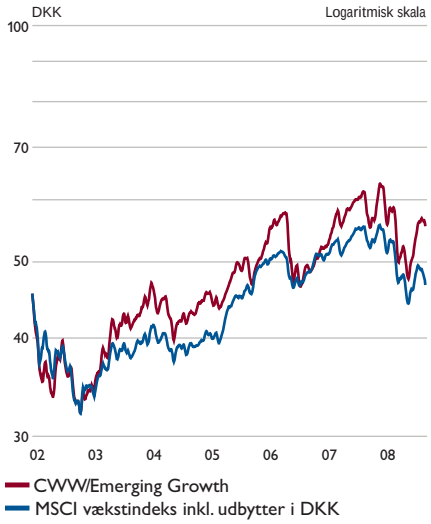
Nøgletal	30.06.08	31.03.08
Formue (i 1.000 kr.)	123.189	109.096
Cirkulerende andele stk.	2.251.035	2.231.035
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	54,73	48,90
Officiel kurs	54,26	49,98

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

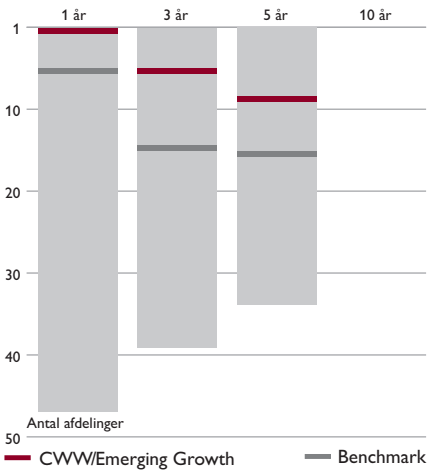
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Growth	-10,3	14,5	48,4	-28,8	-6,6
Benchmark*	-16,7	4,7	27,8	-	-
Emerging Growth merafkast ift. benchmark*	6,4	9,8	20,6	-	-

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	19,5	17,5	-	19,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	12,4	11,5	-	13,5
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,1	0,3	-	0,0

Afkastudvikling (start vækstaktier indeks 45)



Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

Aktieporteføljen pr. 30.06.2008

	USA og Canada	Stor-britannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total
Energi	FMC Technologies 4,2 Quanta Services 3,8		ABB 2,9				10,9
Alternativ energi	First Solar 4,0		Novozymes 2,6 Vestas Wind Systems 7,0 SolarWorld 3,6				17,2
Fødevarer	Potash 6,7		Syngenta 3,8			All America Latina 4,0	14,5
Unikke vækstselskaber	Gammon Gold 3,1			Aeon Mall 4,5			7,6
Det digitale hjem	Corning 3,9 Apple Computer 3,4 Cisco Systems 3,9 Yahoo! 2,9 Microsoft 4,0			Nintendo 3,4	Taiwan Semiconductor 3,8		25,3
Emerging Markets			Holcim 2,7		Bharti Airtel 2,8 Raffles Education 4,7 United Overseas Bank 4,7	Open Investments 5,7 Estácio Participacoes 3,9	24,5
Andet							0,0
Total	39,9	0,0	22,6	7,9	16,0	13,6	100,0
Benchmark*	52,3	10,3	22,5	10,0	4,9	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 Growths aktiebeholdning.

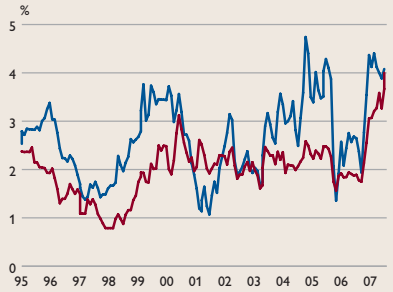
Danske Obligationer

Resumé

FED sænkede sin korte styrerente til 2% i april måned, hvilket formentlig er den sidste rentesænkning i denne omgang. Derefter satte stigende inflation dagsordenen på obligationsmarkedet med stigende obligationsrenter til følge. Inflationen på ca. 4% i såvel USA som i Europa, venter vi dog, vil aftage sidst på året. ECB hævede sin korte styrerente til 4,25% i starten af juli måned og hæver den måske endda til 4,5% senere på efteråret. Nationalbanken fulgte efter ECB og hævede den danske korte rente til 4,6%.

Afkastet for afdeling Erhverv & Pension samt Privat blev i 2. kvartal negativt på ca. -1,5%, hvilket er væsentlig bedre end afkastet på ca. -3% for sammenlignings-grundlaget J.P. Morgans obligationsindeks. Begge afdelinger har sidst i juni måned øget renterisikoen ved at sælge helt korte obligationer og købe obligationer med længere løbetid. Omlægningen er sket som en konsekvens af, at renterne er steget. Der er nu inddiskonteret rentestigninger på yderligere 0,5%-point fra ECB og Nationalbanken, hvilket også har betydet højere 3- og 5-årige renter. Da vi ikke venter en serie af rentestigninger fra ECB, anser vi de 3- til 5-årige renter til at være for høje og dermed attraktive at investere i.

Amerikansk og europæisk inflation



Kilde: Reuters EcoWin

Danske statsobligationsrenter

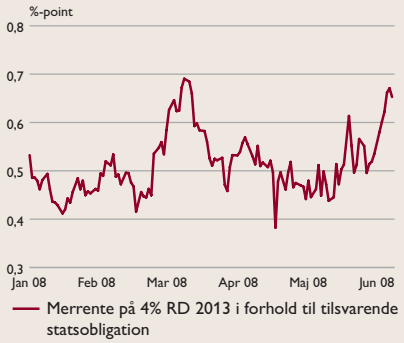
Kilde: Bloomberg

Obligationsmarkedet i 2. kvartal

FED sænkede sin korte styrerente til 2% i april måned, hvilket formentlig er sidste rentesænkning i denne omgang. Således har FED sænket sin korte styrerente med 3,25%-point siden september 2007. Derefter satte stigende inflation dagsordenen på obligationsmarkedet. Stigende fødevarer- og energipriser drev inflationen yderligere op globalt set. Eksempelvis er prisen på olie steget med ca. 50% i år. I USA er inflationen steget til 4,2% og i Europa til 4,0%, hvilket er det højeste siden 1992. Den kraftigt stigende inflation har betydet en stadig hårdere retorik fra flere centralbankchefer hos såvel FED som ECB. Centralbankerne frygter, at forventningerne til den fremtidige inflation vil stige. Derved risikeres, at den aktuelt høje inflation skaber yderligere inflation via højere lønkrav og dermed øget omkostningspres. På den måde kan høje inflationsforventninger blive selvopfyldende og dermed destabilisere fremtidig vækst og inflation. I Europa advarede en række ECB-medlemmer imod, at det fortsat høje inflationspres udgør den altoverskyggende problemstilling for Euroland, og slog fast, at ECB derfor vil gøre alt for at sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt. Obligationsmarkedet vendte i kvartalet rundt og gik fra at have inddiskonteret yderligere rentesænkninger fra FED og ECB til at inddiskontere rentestigninger. På den måde gik de korte obligationsrenter fra at være lavere end FED's styrerente på 2% og ECB's styrerente på 4% til at være højere. Således blev 1. kvartals rentefald afløst af stigende obligationsrenter i 2. kvartal. De amerikanske 2- til 10-årige statsobligationsrenter steg 0,6%-1,0%-point. De tilsvarende danske renter steg med 0,7-1,1%-point. I starten af juli hævede ECB sin styrerente til 4,25%. Nationalbanken fulgte efter ECB og hævede sin korte styrerente til 4,6%.

Merrenten på de danske realkreditobligationer i forhold til tilsvarende statsobligationer fulgte den internationale tendens, som først var faldende frem til ultimo maj måned og derefter stigende. I juni måned måtte de globale storbanker melde om større kredittab end ventet, hvilket skabte fornyet usikkerhed på de globale markeder for kreditobligationer. Merrenten for de danske realkreditobligationer i forhold til statsobligationer sluttede derfor på et højere niveau end ved starten af kvartalet.

4% RD 2013 – renteforskel til statsobligation



Olieprisen

Kilde: Reuters Ecowin

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 styrerente 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.

Aktuel investeringsstrategi

Rentefølsomheden er ca. 4,5% i begge afdelinger. Det svarer til, hvad porteføljernes værdi forventes at stige eller falde med ved en generel renteændring på 1%-point. Begge afdelinger har sidst i juni måned øget renterisikoen ved at sælge helt korte obligationer og købe obligationer med længere løbetid. Afdeling Erhverv & Pension har investeret i 3- og 5-årige obligationer, mens afdeling Privat har investeret i 3-årige obligationer. Omlægningen er sket som en konsekvens af, at renterne er steget, og at der nu er inddiskonteret yderligere rentestigninger på op til 0,5%-point fra ECB og Nationalbanken, hvilket også har betydet højere 3- og 5-årige renter. Med de dystre udsigter for den økonomiske vækst og udsigten til, at inflationen vil aftage senere på året, virker det usandsynligt, at ECB vil hæve renten med yderligere 0,50%-point til 4,75%. Nøjes ECB med sin renteforhøjelse til 4,25% eller hæver styrerenten til 4,50%, tror vi, at de danske 3- til 5-årige obligationsrenter vil falde med kursstigninger til følge. Afkast/risikoforholdet for 3- til 5-årige obligationer er således væsentligt forbedret i forhold til starten af 2. kvartal, hvor renterne var ca. 1%-point lavere.

Afdeling Erhverv & Pension har en andel på 77% i realkreditobligationer. Kreditkrisen har medført en højere merrente for realkreditobligationerne i forhold til statsobligationer, som afdelingen fremadrettet forventes at få gavn af i form af en højere direkte rente og en kursfordel i tilfælde af en indsnævring af merrenten. Lav omsætning og faldende priser på boligmarkedet betyder, at vi forventer et relativt lavt udbud af danske realkreditobligationer. Samtidig markedsfører realkreditinstitutterne en mulighed for at konvertere sit realkreditlån med lange obligationer med 4% eller 5% i pålydende rente til et realkreditlån med lange obligationer med 7% i pålydende rente. Idéen for låntager er at reducere restgælden. Alternativt kan låntager skifte til korte flexlån. Disse muligheder kan betyde øget efterspørgsel på afdelingens lange 4%- og 5%- obligationer.

Afdeling Privat har kun investeringer i erhvervs- og realkreditobligationer. Det er kun her, der findes obligationer med 2% og 3% i pålydende rente, som er de mest attraktive for private investorer. Statsobligationer har en pålydende rente mellem 4% og 7% og er derfor ikke interessante for afdelingen.

Afkastet i 2. kvartal

Afkastet for afdeling Erhverv & Pension blev i 2. kvartal minus 1,6%, mod minus 3,0% for sammenligningsgrundlaget J.P. Morgan obligationsindeks, som er sammensat af statsobligationer. Det negative resultat skyldes de stigende renter (specielt på obligationer med kort løbetid) samt en udvidelse af rentespændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer. Kombinationen af en samlet lavere risiko end J.P. Morgans obligationsindeks og en høj andel af 20- til 30-årige renter betød, at afdelingen klarede sig bedre end sammenligningsgrundlaget. Endvidere har afdelingen nydt godt af sin investering i en indeksobligation, hvis afkast stiger i takt med stigende inflation.

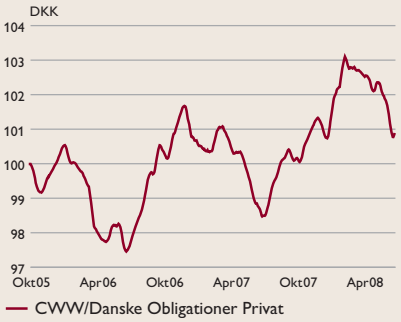
Afdeling Privat fik i samme periode et negativt afkast på 1,5%. Resultatet skyldes også her de stigende renter samt udvidelse af rentespændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer. Medvirkende til merafkastet er, at merrenten i forhold til statsrenterne på flere af afdelingens 2%-obligationer er blevet mindre på trods af en generel udvidelse af merrenten for realkreditobligationer.

Nøgletal	30.06.08	31.03.08
Formue (i 1.000 kr.)	70.923	73.464
Cirkulerende andele stk.	732.866	738.066
Udbytte	1,25	0,00
Indre værdi	96,77	99,54
Officiel kurs	96,50	99,35

Læs mere om
Danske Obligationer Privat på:

www.cww.dk/dop

Afkastudvikling (start indeks 100)



Danske Obligationer Privat

Porteføljen

Afdelingen ændrede medio juni risikoprofilen. Rentefølsomheden blev hævet fra 4,2% til 4,6% ved at sælge én kort realkreditobligation med udløb om 6 måneder og købe én realkreditobligation med udløb i 2011. Netop 3-årssegmentet ser vi som attraktivt, som beskrevet under aktuel investeringsstrategi. Rentefølsomheden viser forventet stigning i afdelingens værdi ved et rentefald på 1%-point og modsat ved en tilsvarende rentestigning.

Afdelingen har investeret 4% af formuen i en 2,5% indeksobligation fra RD. Investorerne modtager en opskrivning af den nominelle værdi, der modsvarer inflationen i Danmark. Opskrivninger er skattefrie for den private investor med frie midler, hvilket gør obligationen attraktiv for private investorer på trods af en kurs lidt over 100, som obligationen udløber til. Nettoprisindekset er steget fra ca. 2% i efteråret 2007 til næsten 4%, hvilket har været positivt for indeksobligationens afkast.

Porteføljen er sammensat af obligationer med 2%, 2,5% og 3% i pålydende rente, da disse giver højest mulige afkast efter skat for private investorer. De danske statsobligationer har en pålydende rente mellem 4% og 7% og er derfor ikke interessante for afdelingen. Afdeling Privat har derfor udelukkende investeret i realkredit- og erhvervsobligationer. Fordelingen på pålydende rente er ca. 66% med 2%, ca. 4% med 2,5% samt 27% med 3% i pålydende rente.

2%-obligationer, specielt dem med kort til mellemlang løbetid handles nu til en væsentlig lavere markedsrente end tilsvarende obligationer med 4% i pålydende rente. Eksempelvis er markedsrenten på en 4% RD 2011 0,75%-point højere end en 2% RD 2011. Som en konsekvens heraf forventer vi fremover et lavere bruttoafkast for afdeling Privat målt i forhold til afdeling Erhverv & Pension. På trods heraf er 2%-obligationerne fortsat optimale for den private investor. En privat investor med 32% beskatning opnår ca. det samme afkast efter skat, mens der ved en beskatning på 50% og 59% opnås et ekstraafkast efter skat på henholdsvis 0,25% og 0,4 % ved at investere i 2%-obligationen.

Læs mere om afdelingens investering i Kalvebod Serie 2 i afsnittet for afdeling Erhverv & Pension på side 26.

Privat

Navn	CWW/Danske Obligationer Privat
Fondskode	DK0060012110
Målgrupper	Privatpersoner, der investerer frie midler uden for pensionsopsparing
Investeringsunivers	Danske obligationer – P.t. 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 formuetilvækst ved aktiv investering på det danske obligationsmarked med fokus på de langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder.

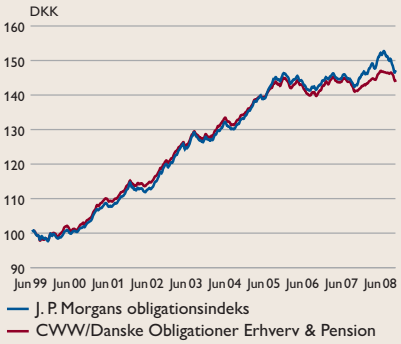
Obligationsporteføljen pr. 30.06.2008

	Obligation		Procent	Total
Statsobligationer	Ingen		0,0	0,0
Realkreditobligationer - konverterbare	3,00%	BRF Kredit 2027	5,4	27,3
	3,00%	Realkredit Danmark 2023	2,6	
	3,00%	Realkredit Danmark 2028	0,5	
	3,00%	Nykredit 2028	8,8	
	3,00%	Nordea Kredit 2026	10,0	
Realkreditobligationer - inkonverterbare	2,00%	Danmarks Skibskreditfond 2015	5,0	47,6
	2,00%	Kommunekredit 2008	0,1	
	2,00%	Realkredit Danmark 2009	11,2	
	2,00%	Realkredit Danmark 2011	2,7	
	2,00%	BRF Kredit 2011	14,7	
	2,00%	Nykredit 2009	12,6	
	2,00%	Nykredit 2011	1,3	
Erhverv	2,00%	Kalvebod 2016	8,4	17,9
	2,00%	Storebæltsforbindelsen 2023	9,5	
Indeksobligationer	2,50%	Realkredit Danmark 2026	4,3	4,3
Likviditet			2,9	2,9
Total			100,0	100,0

Nøgletal	30.06.08	31.03.08
Formue (i 1.000 kr.)	97.915	99.562
Cirkulerende andele stk.	1.055.126	1.015.626
Udbytte	3,75	0,00
Indre værdi	92,80	98,03
Officiel kurs	92,60	98,38

Læs mere om
Danske Obligationer E&P på:
www.cww.dk/doep

Afkastudvikling (start indeks 100)



Danske Obligationer Erhverv & Pension

Porteføljen

Afdelingen har ændret sin risikoprofil. Rentefølsomheden er øget fra 3,9% til 4,5% ved at sælge en kort realkreditobligation og købe to realkreditobligationer med udløb i henholdsvis 2011 og 2013. Netop 3- og 5-årssegmentet ser vi som attraktivt, som beskrevet under aktuel investeringsstrategi. Afdeling Erhverv & Pension forsøger også at drage fordel af den høje inflation ved at have investeret 4% af formuen i en 2,5% indeksobligation udstedt af RD.

Der er investeret ca. 18% i erhvervsobligationer, heraf 9% i en obligation udstedt af Carlsberg, som udløber om 12 måneder. Vi er positive på investeringen i Carlsberg set i lyset af den korte investeringshorisont samt selskabets indtjeningsmæssige medgang. Vi forventer at holde obligationen frem til udløb og dermed se frem til et afkast omkring 5,7%.

De sidste 9% er en langsigtet investering i 2% Kalvebod Serie 2, som forventes at udløbe i 2016. Kalvebod Serie 2 er sammensat af 9 regionale pengeinstitutter som er geografisk veldiversificeret. Finanskrisen og nedturen på det københavnske boligmarked er negativt for pengeinstitutterne. Blandt pengeinstitutterne er Roskilde Bank, som i starten af juli måned er sat til salg. Bankens ledelse meddeler, at Roskilde Bank overholder solvens- og likviditetskravene, men har måttet konstatere, at der skal foretages nedskrivninger i et væsentligt større omfang end hidtil antaget. For at udgå at der opstod en tillidskrise til banken, har Roskilde Bank fået en ubegrænset likviditetsdækning hos Nationalbanken. Roskilde Bank søges solgt i løbet af 2008. Kapitalen i Kalvebod Serie 2 består af hybrid kernekapital (Tier-1), hvoraf 14,7% er udstedt af Roskilde Bank. Eksponeringen mod Roskilde Bank i afdeling Erhverv og Pension udgør således ca. 1,4%. Hvis Tier-1 kapitalen skal udsættes for tab, kræver det, at hele bankens egenkapital er tabt. Situationen i Roskilde Bank er naturligvis bekymrende, også for de andre pengeinstitutter i Kalvebod Serie 2. Fremover forventes en tendens til stigende tab og nedskrivninger, som en konsekvens af de lavere vækstudsigter, det svage boligmarked samt øgede kreditrisici efter de seneste års ekspansive udlånsvækst. Samlet set har de øvrige 8 regionale pengeinstitutter fortsat solide kapitalforhold, og de ventes at klare sig igennem denne svære periode.

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 formuetilvækst ved aktiv investering på det danske obligationsmarked med fokus på de langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder.

Obligationsporteføljen pr. 30.06.2008

	Obligation		Procent	Total
Statsobligationer	4,00%	Danske Stat 2010	0,1	1,3
	4,00%	Danske Stat 2015	1,1	
	5,00%	Danske Stat 2013	0,1	
Realkreditobligationer - konverterbare	3,00%	Realkredit Danmark 2018	4,1	38,7
	4,00%	Nordea Kredit 2038	5,1	
	5,00%	Totalkredit 2016	4,9	
	5,00%	BRF Kredit 2038	17,4	
	5,678%	Totalkredit 2015	7,1	
	6,00%	Nykredit 2008	0,1	
Realkreditobligationer - inkonverterbare	5,50%	Danmarks Skibskredit 2018	0,4	34,7
	4,00%	Realkredit Danmark 2011	9,0	
	4,00%	Realkredit Danmark 2013	6,8	
	4,00%	BRF Kredit 2013	6,8	
	4,00%	Nykredit 2013	11,7	
Erhverv	4,875%	Carlsberg 2009	9,1	18,4
	2,00%	Kalvebod 2016	9,3	
Indeksobligationer	2,50%	Realkredit Danmark 2026	4,4	4,4
Likviditet			2,5	2,5
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 23.000 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 14. juli 2008. Kvartalsorienteringen for 2. kvartal er offentliggjort på www.cww.dk den 16. juli 2008 og udsendt til alle medlemmer den 30. juli 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.

Fravalg skaber resultater.

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLD WIDE
Dampfærgevej 26· DK-2100 København Ø
Tlf: +45 35 46 35 46· Fax: +45 35 46 36 00
www.cww.dk

Carnegie Asset Administration A/S