



INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Kvartalsorientering
2. kvartal 2007



- Ny kilde til likviditet
 - Forventninger
- Fakta fra de enkelte afdelinger

Forord

Indholdsfortegnelse

Statslige investeringsfonde - kilde til ny likviditet	3
Forventninger	5
Globale Aktier	8
Europa	11
Danske Aktier	14
Østeuropa	17
Emerging Growth	20
Danske Obligationer	23
Investeringsforeningen Carnegie WorldWide	27

Kære Investor

2. kvartal blev en rigtig god periode for aktieafdelingerne, hvor alle aktieafdelinger gav mere end 5% i afkast, og afdeling Globale Aktier gav det højeste afkast på 11%. Den positive udvikling på aktiemarkedene er blandt andet drevet af en meget kraftig opkøbsaktivitet fra kapitalfonde, som vi beskrev i detaljer i kvartalsorienteringen for 4. kvartal 2006. I denne kvartalsorientering beskriver vi en anden likviditetsfaktor, som vi tror, vil påvirke efterspørgslen på aktier positivt, nemlig de hastigt voksende statslige investeringsfonde. Den norske oliefond er måske en af de mere kendte, og denne, som har værdier for over 300 mia. USD, har for nyligt besluttet at øge aktieandelen fra 40% til 60%. Samme tendens ses andre steder, hvilket betyder et likviditetsskifte fra andre aktivklasser mod aktier.

I Carnegie WorldWide har vi stor fokus på udvælgelsen af de bedste investeringer, og vi arbejder hver dag på, at foreningens medlemmer over det lange løb skal få en attraktiv værditilvækst, både absolut og set i forhold til markedet. Særligt afdeling Globale Aktier, Østeuropa og Emerging Growth har levet op til denne målsætning i indeværende år med markante merafkast i forhold til markedet på henholdsvis 4%-point, 6%-point og 6%-point i 1. halvår.

Du kan læse mere om resultaterne, strategien og vores forventninger til de enkelte afdelinger inde i kvartalsorienteringen.

God læselyst!

Tim Kristiansen

Mikael Randel

Resultat 2007 - 1. halvår

Afdeling	Afkast	Bench- mark	Mer- afkast
Globale Aktier	10,9%	6,4%	4,5%
Europa	9,5%	9,6%	-0,1%
Danske Aktier	11,4%	13,2%	-1,8%
Østeuropa	10,4%	4,3%	6,1%
Emerging Growth	13,6%	7,3%	6,3%
Danske Obligationer Privat	-1,9%	-	-
Danske Obligationer E&P	-1,8%	-1,3%	-0,5%



Statslige investeringsfonde – ny kilde til likviditet

Der er opstået en ny kilde til likviditet til investering i de finansielle markeder, nemlig statslige investeringsfonde.

Den enorme globale samhandel på niveau med sidste store globaliseringsbølge omkring år 1900 har skabt en meget interessant situation. Lande i særligt Emerging Markets-kategorien har på rekordtid opbygget kolossale overskud og dermed betydelige valutareserver i forhold til resten af verden. Efter en periode, hvor disse lande primært har investeret i mindre risikofyldte og passive investeringer som eksempelvis amerikanske statsobligationer, er holdningen her ved at skifte til at investere mere aktivt og risikofyldt. Denne udvikling kan sammenlignes med en person, som har opnået en vis økonomisk sikkerhed, og derfor nu har råd og ønsker at tage ekstra risiko med et højere afkast til følge.

Som nedenstående tabel viser, er der nu en række lande, som gennem de seneste år har opbygget enorme valutareserver og derfor har etableret mere aktive statslige investeringsfonde. Således er der nu omkring 2.500 milliarder USD eller 13.675 milliarder kroner i de listede statslige investeringsfonde. Dette beløb er større end den samlede forvaltede kapital i den globale hedgefondindustri, og beløbet svarer til 7,7 gange hele markedsværdien af det totale danske aktiemarked.

Nationale velstandsfonde

Land	Fondens navn	Midler (Mia. USD)
Forenede Arabiske Emirater	Adia	875
Singapore	GIC	330
Saudi Arabien	Fund of various types	300
Norge	Government Pension Fund	300
Kina	State FX Investment Corp	300
Singapore	Temasek Holdings	100
Kuwait	Kuwait Investment Authority	70
Australien	Australian Future Fund	40
USA (Alaska)	Permanent Reserve Fund	35
Rusland	Stabilisation Fund	32
Brunei	Brunei Investment Authority	30
Sydkorea	Korea Investment Corp.	20
Malaysia	Khazanah Nasional BHD	18
Taiwan	National Stabilisation Fund	15
Canada	Alberta Heritage TF	13
Iran	Oil Stabilisation Fund	11

Kilde: Financial Times/Morgan Stanley

Ekspertter venter, at disse fonde vil vokse med 500 milliarder USD per år. Selvom nogle af disse fonde har eksisteret i mange år, er formuen steget til et niveau, som gør, at vi forventer, at disse fonde kommer til at spille en særlig rolle for de finansielle markeder samt verdensøkonomien de kommende år.

Kina er i færd med at etablere State FX Investment Corp med 300 milliarder USD. Disse penge skal kanaliseres ind i mere risikofyldte aktiver. Lande som Norge og Rusland og særligt hele Mellemøsten har, som konsekvens af de høje oliepriser, bugnende og stadigt voksende reserver.

Så hvad vil pengene blive brugt til?

De fleste af disse fonde er meget lukkede i forhold til at informere om deres investeringspolitik. De mellemøstlige fonde har dog en lang tradition for brug af eksterne kapitalforvaltere og investering i globale aktier. Den mere informative statslige Government Pension Fund fra Norge på 300 milliarder USD har dog for nylig meldt ud, at de vil gå fra 40% til 60% i aktier. Ligeledes har det russiske finansministerium meddelt, at deres såkaldte stabiliseringsfond bliver splittet i to dele, hvor den ene del kan bruges som kriseberedskab i forbindelse med overskridelser af statsbudgettet, mens den anden skal bruges til fremtidige generationer med en lang investeringshorisont og en større andel i aktier. Den mest interessante fond er dog den nyetablerede kinesiske fond, som medio maj måned meddelte, at de, som en af de første investeringer, har investeret 3 milliarder USD i den amerikanske private equity virksomhed Blackstone. Det store spørgsmål er, hvad kineserne den kommende tid vil investere i, og hvordan de politisk vil håndtere det. Det er vores forventning, at Kina primært vil købe ejerandele i internationale aktiver, som kan være nyttige for Kinas økonomiske vækst de kommende år. Kinas befolkning udgør godt 20% af verdensbefolkningen, men er et land, hvor mindre end 10% af landmassen er frugtbar jord, som kan bruges til frembringelse af fødevarer. Ligeledes er Kina storimportør af en række råvarer som olie og forbruger mellem 20% og 30% af verdens produktion af eksempelvis jernmalm og kobber. Kina befinder sig i den råvareintensive udviklingsfase og kan derfor forventes at købe ejerandele i virksomheder, som sikrer Kina adgang til fødevarer og råvarer til en stadigt mere velstående befolkning. Derfor er vi fortsat komfortable med en væsentlig del af vores portefølje i råvareorienterede selskaber, som eksempelvis Rio Tinto i den globale portefølje. Vi er ligeledes konstant på udkig efter aktier, der er eksponeret til disse trends.

Samlet er det vores forventning, at disse fondes investeringsaktivitet vil understøtte de globale børsnoterede selskaber på kort og mellemlangt sigt.

Politiske konsekvenser

USA iagttager disse nye magtfulde statslige investeringsfonde med en vis skepsis. USA har et grundlæggende ønske om at have et globalt markedsorienteret finansielt system drevet af profitmaksimering af den private sektor. Hermed er der mindre bekymring om magtkoncentration og motivet bag de investeringsbeslutninger, der tages. Såfremt særligt Kina bliver for politisk og potentielt for magtfuld i sin aktive investeringspolitik, stiger risikoen for politiske indgreb i de frie globale kapitalbevægelser, som vi oplever de mange positive effekter af i dag. Vi er jo i en meget speciel situation, hvor Kina i dag er en betydelig ejer af og køber af amerikanske statsobligationer. Begge parter må derfor forstå de interesser, som den eksisterende og den kommende stormagt har og bibeholde en fornuftig balancering af disse hensyn. Det vil være uheldigt for de globale aktiemarkeder og den globale økonomiske udvikling, hvis denne balance ikke bibeholdes. ■

Forventninger

Renteforventninger

Globalt set er der en tendens til, at den globale vækst bliver mindre afhængig af den amerikanske vækst, fordi væksten i Asien og i de såkaldte udviklende lande i stigende grad er drevet af den hjemlige efterspørgsel. Denne udvikling har på det seneste været positiv for såvel den amerikanske og den europæiske vækst.

Vendes blikket mod USA ses en økonomi, hvor boligmarkedet er svagt samtidig med, at privatforbruget er solidt. Det svage boligmarked udgør en risiko for privatforbruget, fordi de amerikanske forbrugere tidligere har belånt friværdien i huset til at lånefinansiere privatforbruget. Ved blot en stagnation af huspriserne fjernes denne drivkraft af privatforbruget. Med et lager af usolgte boliger i forhold til salget på det højeste siden 1991 er risikoen for prisfald på boliger målt over et år tværtimod til stede for første gang siden 1930'erne. Samtidig vil stigende renteomkostninger samt en stigning i benzinpriserne på næsten 50% siden slutningen af januar virke dæmpende for privatforbruget. Omvendt sikrer den høje beskæftigelse en solid vækst i lønindkomsterne, hvilket vi forventer, vil blive den primære drivkraft for privatforbruget. I andet kvartal var der fremgang i detailsalget, virksomhedernes investeringer og eksporten. Denne udvikling samt en skarp stigning i den ledende indikator for fremtidig vækst gør, at vi fortsat forventer en såkaldt blød landing af den amerikanske vækst med en vækst på omkring 2,5% for andet halvår 2007.

Kerneinflationen (inflationen rensat for fødevarer og energi) har været faldende på det seneste til 2,2%, men ventes at flade ud tæt på de 2%. Det stramme arbejdsmarked, den høje kapacitetsudnyttelse, de stigende råvarepriser og en tendens til stigende importpriser som en følge af den svage dollar betyder, at der er et vist inflationspres. Samtidig ses kraftige stigninger i fødevarerpriserne. Dette skyldes stigende priser på eksempelvis korn, majs og andre afgrøder som en konsekvens af stigende efterspørgsel fra Asien samt anvendelse af disse afgrøder til forarbejdning af miljørigtig energi.

Alt i alt venter vi, at FED fortsætter med at holde sin korte rente uforandret på 5,25%. På den ene side er det svært at argumentere for rentesænkninger med den seneste tids tegn på en reacceleration af væksten. Omvendt hæver FED ikke den korte rente på et tidspunkt med et svagt boligmarked og en trend med aftagende inflation. Stigningen i de lange renter samt den fortsatte svaghed i boligmarkedet, venter vi, vil begrænse, hvor meget den lange rente vil stige herfra. Vi forventer, at den 10-årige amerikanske rente vil svinge mellem de nuværende 5% og 5,25% i andet halvår.

I Europa er det eksporten samt investeringerne, der har drevet den økonomiske vækst op på 3%. Den højere vækst har medført en stadigt stigende beskæftigelse. Højere beskæftigelse samt højere lønninger forventer vi vil øge den moderate private efterspørgsel. Dette vil gøre den europæiske vækst selv bærende. Specielt i Tyskland ses en stadigt stigende grad af optimisme. Selv boligpriserne viser tegn på prisstigninger. Dog er prisstigningerne på boliger i Frankrig og Spanien vigende, hvilket også kan smitte negativt af på byggeriet. Alt i alt venter vi fortsat en robust europæisk vækst på 2,5% til 3% for det næste halve år.

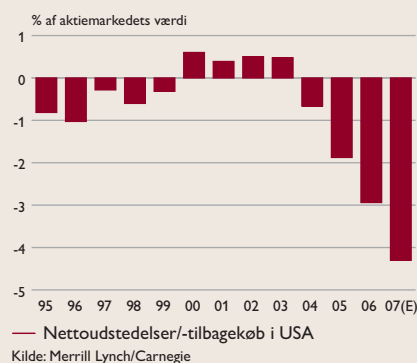
Når ECB ser på en række traditionelle økonomiske nøgletal, som ECB lægger vægt på ved en vurdering af inflationsrisikoen, så ses en høj kapacitetsudnyt-

telse, stigende beskæftigelse, høj vækst i pengemængde, høj vækst i kreditgivning, stigende energi- og fødevarerpriser samt en tendens til stigende lønninger. Endvidere er den europæiske forbruger- og virksomhedsoptimisme på et historisk højt niveau. Omvendt holder en stigende produktivitet og faldende importpriser samt høj konkurrence inflationspresset nede. Samlet er det vores konklusion, at ECB har en række argumenter, der taler for at fortsætte med normaliseringen af den korte rente i samme rolige tempo som hidtil, hvorfor vi venter, at ECB hæver den korte rente til minimum 4,75% inden for 6 til 9 måneder. I dag har obligationsmarkedet indregnet, at ECB hæver renten til 4,5%. De korte renter venter vi derfor vil stige med yderligere 0,25%-point, hvilket vi forventer også kommer til at gælde for de 2- og 5-årige renter. De lange renter forventer vi kun stiger i mindre grad med 0,10 til 0,15%-point til 4,75%.

Aktieforventninger

Vi har fortsat en positiv holdning til aktiemarkederne, idet vi blandt andet ikke venter en økonomisk tilbagegang i USA. Det globale indtjeningsbillede er fortsat positivt understøttet af en stærk vækst i verdensøkonomien på trods af svagheden i den amerikanske økonomi. De fleste økonomer forventer, at verdensøkonomien i 2007 for femte år i træk vokser med mere end 4%.

Nettoudstedelser/-tilbagekøb i USA



Som vi har beskrevet i de seneste kvartalsorienteringer og i temaafsnittet i dette kvartal, ser vi fortsat en god efterspørgsel på aktier på trods af, at centralbankerne verden over strammer likviditeten. Denne efterspørgsel kommer blandt andet fra kapitalfondenes massive opkøb af børsnoterede selskaber, fusioner, virksomheders tilbagekøb af egne aktier samt en stigende allokering til aktier blandt eksempelvis de statslige investeringsfonde og andre institutionelle investorer, såsom pensionskasser, som stadig har plads til at hæve aktieandelen. Til illustration af denne opkøbsaktivitet viser tallene fra USA, hvor opkøbsaktiviteten er størst, at aktiemarkedet sidste år skrumpede 3%, svarende til et opkøb på i alt 600 mia. dollar. I de første fire måneder af 2007 er denne aktivitet steget med yderligere 50%.

Mange års let adgang til billige lån og en stadig jagt på højere afkast har ledt til, at prissætningen på likvide aktiver i dag er mere attraktiv end illikvide aktiver. Vi venter, at dette billede kan ændre sig og påvirke udviklingen på aktiemarkedet. Derfor venter vi, at den seneste tids renteændringer gradvist leder til, at mere likvide aktiver vil genvinde deres tabte likviditetspræmie. Dette venter vi vil gavne store likvide aktier i forhold til de mindre aktier på børserne verden over.

En af risikofaktorerne er det hastigt voksende og den til dels ugenomsigtige brug af derivater i den finansielle sektor. I kvartalet kom to hedgefonde styret af den amerikanske investeringsbank Bear Stearns i problemer. Disse to hedgefonde havde positioner i illikvide boliglån, hvor det underliggende aktiv er huslån givet til låntagere med lavere kreditværdighed (sub prime). De stigende korte renter har presset husmarkedet og dermed også prissætningen af de såkaldte sub prime boliglån. Prisfaldene på sub prime boliglåne tvang de to hedgefunde til at nedbringe gearingen. Det viste sig så efterfølgende, at mange af de to fondes illikvide boliglåns reelle markedspriser lå langt under de forventede niveauer. En planlagt auktion blev derfor stoppet, og Bear Stearns måtte overtage dele af kreditrisikoen i fondene.

Det generelle spørgsmål er, om der er en systematisk risiko i forhold til, at en stor del af aktiverne i de finansielle markeder (særligt i obligations- og derivatmarkedet) ikke er prissat efter udbud og efterspørgsel, men kun efter teoretiske modeller uden egentlig handel til at fastsætte en reel pris i markedet.

Svaret er, at det er der en vis sandsynlighed for, men så længe den globale økonomiske situation er stabil og positiv, og så længe der fortsat er adgang til likviditet, er situationen under kontrol. I tilfælde af en massiv økonomisk nedgang og store kredittab ser billedet imidlertid anderledes ud. Her vil der opstå tab i mange investeringsporteføljer, fonde og banker verden over, som har eksponering til disse investeringsprodukter bestående af uigennemskuelige derivater. Omvendt har eksplosionen i derivatinstrumenter ledt til en god spredning af risici, men i sidste ende kan denne risikofaktor altså lede til større negative konsekvenser. Det er dog som nævnt ikke vores forventning, at en større økonomisk nedgang er forestående, og den amerikanske centralbank har efter 17 renteforhøjelser siden juni 2004 til 5,25% nu en vis fleksibilitet i forhold til at kunne sænke renterne i tilfælde af en økonomisk nedgang. ■

Globale Aktier

Resumé

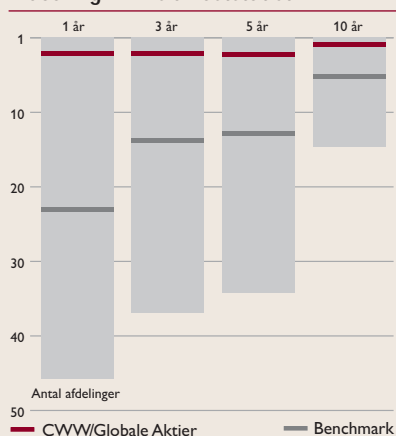
2. kvartal 2007 blev afkastmæssigt et godt kvartal for Globale Aktier. Afdelingen steg med 11,0% mod verdensindeksets 4,8% og er således blandt de bedste afdelinger; nu også på helt kort sigt.

Store kvalitetsaktier ventes at give det bedste risikostjerede afkast de kom-

mende kvartaler. Vi ser fortsat gode langsigtede muligheder i særligt Asien og har derfor fortsat en pæn eksponering til den stærke vækst i denne del af verden. Denne eksponering sker fortsat overvejende gennem selskaber noteret på vestlige børser, men med en stor andel af omsætningen i Emerging Markets. Afdelingen har nedtonet vægten i banksektoren yderligere, hvor vi venter, at

de rekordlave tab og hensættelser samt det meget høje indtjeningsniveau bliver svært at opretholde de kommende år. Vi forventer, at afdelingen kan fortsætte de gode takter over de næste 12 måneder.

Placering i IFR's afkaststatistik



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

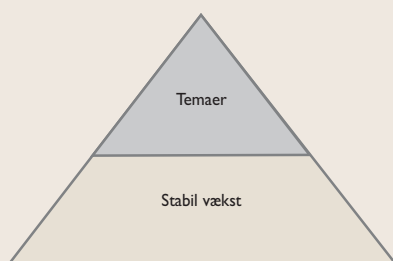
Stærkt 2. kvartal

Det samlede resultat for 2. kvartal var en stigning på 11,0%, mens Morgan Stanleys aktieverdensindeks steg med 4,8%. Det var særligt den indiske bank HDFC (+42%) samt de to elektricitetsværker, Electricite de France (+30%) og E.ON (+25%), som bidrog mest til afkastet. På den negative side var det blandt andet vores investering i den japanske bank MUFG og nogle af investeringerne i de stabile vækstaktier så som Nestlé, som ikke formåede at følge markedsstigningen i kvartalet. Aktierne inden for vores nye Infrastruktur-tema klarede sig særdeles flot med Siemens, som bedste aktie, men også amerikanske Caterpillar havde et solidt kvartal. Råvare- og olieaktierne var desuden tilbage som stærke bidragsydere til porteføljens afkast efter at have trukket ned i 1. kvartal.

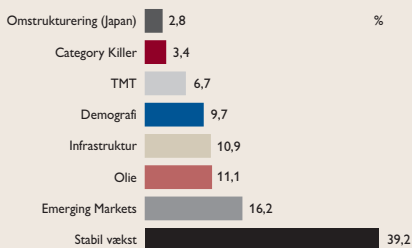
Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vi står nu i den specielle situation, at prisen per indtjeningskrone på de allerstørste selskaber i verden er lavere end prisen per indtjeningskrone for mindre selskaber. Ligeledes har de store selskaber en mere global profil og en mere konservativ kapitalstruktur. Der er derfor mulighed for at opnå et godt langsigtet afkast i dette segment uden at tage en stor fundamental risiko. Det ser vi som en af de bedste muligheder i aktiemarkedet lige nu.

Vi har derfor bygget investeringerne op omkring en kerne af store stabile vækst-selskaber, som har et stabilt voksende frit cash flow, som selskaberne kan bruge til dividender eller attraktive investeringer. Denne kerne udgør i dag knap halvdelen af porteføljen og består primært af tobaksselskaber, elektricitets-selskaber, fødevarer-selskaber og medicinalselskaber. Disse selskaber figurerer under kategorien Stabil vækst i omstående temaoversigt. Disse høj-kvalitets-selskaber skaber et fundament for langsigtet værditilvækst samtidig med, at afdelingens risikoprofil holdes nede.



Temaoversigt pr. 30.06.2007



Forventninger til Globale Aktier

Der er fortsat skiftende signaler fra den amerikanske økonomi. Det svage husmarked skaber usikkerhed om det fremtidige forbrug. Således er niveauet af usolgte huse i forhold til salgsaktiviteten på det højeste niveau i 15 år med udsigt til fortsat faldende huspriser. En god indtjening i virksomhederne understøtter dog beskæftigelsen og skaber grundlag for stigende investeringslyst. Dette kan drive næste fase af vækst i den amerikanske økonomi.

Vi ser fortsat en god efterspørgsel på aktier drevet af kapitalfonde, og en stigende risikovillighed fra de store statslige fonde samt generelt mindre fordelagtige investeringsalternativer for almindelige investorer.

Vi ser store kvalitetsselskaber som et segment af markedet, der er attraktivt prisfastsat. Det er fortsat vores forventning, at Carnegie World-Wide/Globale Aktier i 2007 vil give et godt afkast i forhold til både konkurrenter og det generelle aktiemarked.

I diagrammet til venstre fremgår fordelingen af selskaber på såkaldte investeringstemaer. Som det kan ses, er Olie og Emerging Markets større investeringstemaer med en andel på 11% og 16%. Stabil vækst udgør ca. 39%. Temaet Infrastruktur, som vi introducerede i 1. kvartal, indeholder Siemens, GE, Caterpillar og Holcim og udgør 11%.

Omlægninger i kvartalet

I kvartalet var der kun en enkelt større omlægning. Vi foretog et salg af spanske BBVA og købte i stedet en anden europæisk finansiel aktie, nemlig tyske Allianz.

BBVA er en af de dominerende spanske banker med væsentlige aktiviteter i Mexico. Den spanske økonomi har været igennem en fantastisk vækstperiode de seneste 10 år. Medlemskabet af EU og indlemmelsen i valutasamarbejdet har medført markant lavere korte renter fra omkring 15% i slutningen af 80'erne til 2% i 2004 og nu 4,1%. Rentefaldet ledte til en eksplosion i den indenlandske økonomi, særligt drevet af et stigende husmarked. Resultatet af dette er et betydeligt underskud på handelsbalancen, men stadig en fornuftig budgetmæssig situation. De senere år har en kraftig befolkningstilvækst med indvandring som primær drivkraft understøttet væksten. Det er dog vores forventning, at den seneste tids stigende korte renter i Euro-området på godt 2%-point slår særligt hårdt i Spanien. Vi forudser ikke en decideret krise, men vi tror, at de kraftige stigninger i kreditgivning og den høje aktivitet i byggeindustrien vil aftage fra det nuværende høje niveau. Ligeledes er BBVA's mexicanske aktiviteter særdeles følsomme over for en svagere amerikansk økonomi.

Vi ser et bedre kurspotentiale i tyske Allianz, hvor de højere renter modsat vil virke understøttende for forventningen af investeringsaktiverne i kraft af højere geninvesteringsrenter. Vi venter en fortsat god prisdisciplin til gavn for den underliggende forsikringsdrift. Endelig har Allianz et stort restruktureringspotentiale, som vi ser den nuværende ledelse udnytte de kommende år til gavn for aktionærkredsen. Aktien handles billigere end sektoren og til en pris per indtjeningskrone på under 10 gange. Samtidig drager selskabet nytte af større optimisme omkring den tyske økonomi.



Investeringsfilosofi

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

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

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

Nøgletal	30.06.07	31.03.07
Formue (i 1.000 kr.)	7.176.257	7.099.043
Cirkulerende andele stk.	12.632.430	13.792.427
Udbytte	3,00	0,00
Indre værdi	568,08	514,71
Officiel kurs	570,95	512,28

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

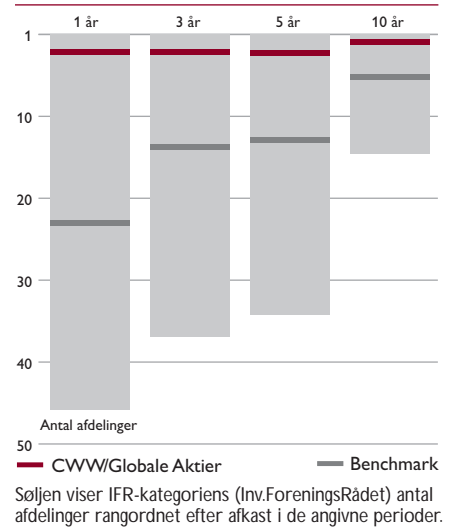
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	24,5	76,0	74,6	201,7	13,5
Benchmark*	16,7	43,4	42,4	64,0	7,6
Globale Aktier merakfast ift. Benchmark*	7,8	32,6	32,2	137,7	5,9

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Standardafvigelse % p.a. porteføljen	10,8	13,1	18,4	16,9
Standardafvigelse % p.a. benchmark*	7,9	12,8	16,8	16,1
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,5	0,6	0,4	0,4

Globale Aktier levetid



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2007

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi	Transocean 2,5		Total 4,5		Sinopec 4,1		11,1	9,7
Råvarer		Rio Tinto 3,4	Holcim 3,7				7,1	6,7
Industri og service	General Electric 2,5 Praxair 2,9 Caterpillar 2,3		Siemens 2,4				10,1	11,3
Forbrugsgoder - cykliske					Esprit 3,4		3,4	11,1
Forbrugsgoder - defensive	Altria Group 2,1	BAT 6,3 Diageo 2,7	Nestlé 4,7	Japan Tobacco 5,7			21,5	8,0
Medicinal			Roche 4,1 Novartis 3,1				7,2	8,5
Finans	Aflac 2,5		Allianz 1,5	MUFG 2,8	HDFC 4,7 United Overseas Bk. 2,4		13,9	25,2
Informationsteknologi	Cisco Systems 3,2			Canon 3,5			6,7	10,6
Telekommunikation							0,0	4,6
Koncessioneret service			E.ON 6,4 Electricite de France 6,9				13,3	4,3
Andet					CWW/Asien 2,1	CWW/Øst. 3,6	5,7	0,0
Total	18,0	12,4	37,3	12,0	16,7	3,6	100,0	-
Benchmark*	51,7	11,2	22,5	10,2	4,4	0,0	-	100,0

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

Europa

Resumé

2. kvartal 2007 blev et godt kvartal for afdelingen med en stigning i indre værdi på 6,8%, lidt over europaindeksets stigning på 6,6%.

Vi er fortsat fundamentalt positive på den europæiske økonomi, hvor væksten tager til i de store lande på kontinentet. Regnskaberne for 1. kvartal var positive og peger på vækstrater i indtjeningen på omkring 10% i 2007.

Vi har i kvartalet købt to interessante vækstselskaber bl.a. tyske Linde, der er en af verdens førende producenter af industrigasser. Herudover har vi købt Norsk Hydro og derved øget overvægten af investeringerne, som drager fordel af høje olie- og gaspriser. Afdelingen solgte to banker, Swedbank og spanske BBVA, idet usikkerhed på indtjeningen i Baltikum og Spanien er steget betydeligt.

Investeringerne består stadig af en stor kerne på godt 50% af store stabile vækstselskaber med høje og stabile pengestrømme (cash flow). Energi og Infrastruktur udgør til sammen omkring 32%.

Der er stadig mange attraktivt prisfaste selskaber i Europa, især de store og solide selskaber, og vi forventer fortsat gode afkast i årene fremover.

Positivt afkast i 2. kvartal

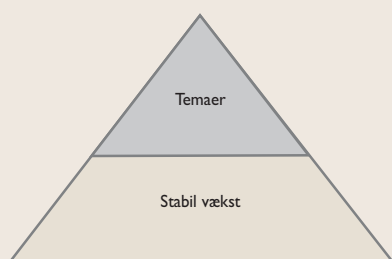
Afkastet for 2. kvartal steg hele 6,8%, selvom juni bød på en mindre korrektion. Korrektionen kom i kølvandet af stigende renter, som har strammet den globale likviditet, og usikkerhed om det amerikanske boligmarkedet, hvor antallet af boligejere, som har svært ved at betale terminerne, er stigende.

Morgan Stanleys Europaindeks steg med 6,6%, hvilket var lidt under afdelingens afkast. Afdelingen drog fordel af eksponeringen til flere selskaber inden for Stabil vækst og Infrastruktur, hvor specielt de relativt nye investeringer i Tyskland (Siemens, E.ON og Allianz) gav et væsentligt bidrag. Afkastet blev trukket lidt ned af afdelingens investeringer inden for rentefølsomme aktier, som Cintra og Immo-east, ligesom de to schweiziske defensive aktier Nestlé og Novartis var svage.

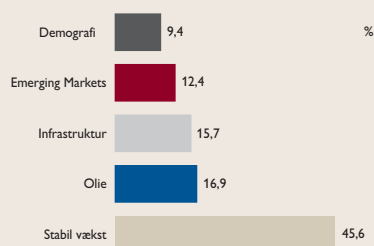
Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Investeringerne er bygget op omkring en kerne af stabile vækstselskaber, som har et højt og stabilt voksende frit cash flow (pengestrøm), der kan anvendes til udbytter eller attraktive investeringer. Denne kerne af selskaber udgør i dag godt 50% af porteføljen og består af selskaber inden for forbrugsgoder som fødevarer/spiritus/tobak samt inden for finans- og sundhedssektoren. Kernen af høj-kvalitetsselskaber skaber et fundament for langsigtet værditilvækst samtidig med, at afdelingens risikoprofil holdes nede.

Afdelingen har successivt øget andelen af tyske aktier, blandt andet som følge af den meget positive udvikling i den tyske økonomi, der har været drevet af stigende eksport og investeringer. Mens de tyske virksomheder har været igennem en positiv periode med stigende omsætning og indtjening, så er det gået noget langsommere for forbrugerne. Ledigheden (9,2%) er nu faldet til det laveste niveau i seks år, hvilket naturligvis har en positiv effekt på dem, som er kommet i arbejde, men også et psykologisk rygstød til de 91%, som er beskæftiget. Forårets lønforhandlinger er ligeledes gået godt for mange tyske lønmodtagere, og effekten er begyndt at vise sig i form af stigende privatforbrug og optimisme. Dette er meget positivt for tysk og europæisk økonomi, for det danner grundlag for en længerevarende periode med høj vækst.



Temaoversigt pr. 30.06.2007



Forventninger til Europa

Vi vedbliver med at være fundamentalt positive på den europæiske økonomi trods afmatningen i USA. Den tiltagende vækst i de store lande på kontinentet vil drive væksten og understøtte salget og indtjeningen i erhvervslivet. Regnskaberne for 1. kvartal understøtter dette og peger på vækstrater på omkring 10% i indtjeningen for 2007.

Vi finder fortsat mange rimeligt prisfastsatte selskaber, og vi forventer, at aktiemarkedet vil gøre det godt på mellemlangt og langt sigt – især den del af aktiemarkedet, som består af store og solide selskaber.

Risikoen ligger primært på en hård landing for den amerikanske økonomi samt en stigende risikoaversion mod aktier og obligationer med lav kreditværdighed.

Foruden kernen af stabile vækstselskaber består porteføljen af en række investeringer i diverse investeringstemaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale. De større temaer, som vi i øjeblikket fokuserer på, er Infrastruktur (ca. 17%), der er drevet af den stærke globale vækst og behovet for udbygning af infrastrukturen til at understøtte den fortsatte vækst. Et andet tema er Energi (ca. 17%), drevet af vores forventning om fortsat høje olie- og gaspriser. Eksponeringen til det tredje tema, Østeuropa, sker igennem vesteuropæiske kvalitetsselskaber med betydelig eksponering til Østeuropa. Eksempler er østrigske Immoeast (Østeuropas største ejendomsinvestor) og Wienerberger (byggematerialer) med 40% af salget i øst. Hertil kommer Unicredito med sit velpositionerede banknetværk. Vi er stadig langsigtet positive på væksten i Østeuropa.

Omlægninger i kvartalet – reduktion af energiaktierne

I begyndelsen af kvartalet besluttede vi at sælge Swedbank, der har været vores foretrukne investering i den nordiske banksektor. Banken har haft stor gavn af sin markedsdominans i Baltikum via deres ejerskab af Hansabank. Baltikum har i de senere år gennemlevet et kæmpe investeringsboom, som har været særdeles positivt for udlånsvæksten og indtjeningen i Hansabank. Meget tyder nu på, at boomet kan ende i en hård nedtur for at bringe balance i økonomierne. Underskuddet på betalingsbalancen i Letland var således i 2006 hele 21%, hvilket ikke er holdbart i længden. Nedturen eller en længerevarende opbremsning i økonomierne vil skade væksten i Hansabank og derved Swedbank.

Vi har købt tyske Linde, der er blandt verdens førende producenter af industrigasser. Markedet for industrigasser er særdeles interessant, da det vokser stabilt 6-8% p.a. Efter en række fusioner er industrien også blevet konsolideret til relativt få aktører. Linde er i fuld gang med at integrere det seneste opkøb af britiske BOC. Linde har derved nu kritisk masse i flere markeder, hvor de nu er nr. 1 eller 2. Først og fremmest er Linde blevet størst på de hurtigt voksende markeder i Østeuropa og Asien, hvilket betyder, at Linde kan vokse hurtigere end industrien. Linde har ligeledes store rationaliseringsmuligheder, og en høj gearing vil drive indtjeningsvæksten, som, vi forventer, bliver over 15% p.a. de næste 3-4 år.

I 2. kvartal solgte vi den spanske storbank BBVA. Spanien befinder sig i de senere faser af en fantastisk økonomisk opgang drevet af indenlandsk forbrug, lave renter og et stærkt husmarked. Dette billede, tror vi, vil ændre sig i takt med de stigende korte renter. Risikoen for et tilbagefald i husmarkedet med negative makroøkonomiske konsekvenser vurderer vi derfor som stigende. Dette vil have negativ effekt på BBVA's spanske aktiviteter.

Energisektoren har underperformet de generelle aktiemarkeder som følge af lavere indtjeningsudsigter. Hertil kommer sektorens problemer med at finde nye reserver samt en kraftig stigning i omkostningerne. Inden for sektoren findes der dog interessante vækstselskaber, så som Norsk Hydro, der ventes at øge produktionen med omkring 5% i de kommende 3-5 år. Vi har valgt at købe Norsk Hydro inden sammenlægningen med Statoil, som løber af staben i begyndelsen af oktober. Fusionen vil skabe en stor og dominerende aktør på den interessante norske kontinentsokkel med stor erfaring inden for kompliceret produktion på dybt vand og mulighed for at deltage i store internationale projekter. Herudover er selskabet verdens tredjestørste aluminiumsselskab.

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.

Europa

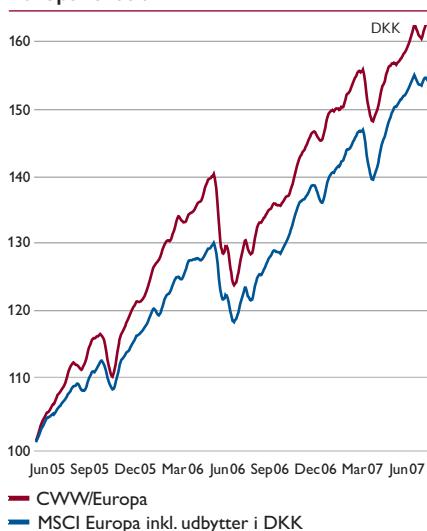
Nøgletal	30.06.07	31.03.07
Formue (i 1.000 kr.)	836.043	739.924
Cirkulerende andele stk.	5.494.959	4.505.180
Udbytte	8,50	0,00
Indre værdi	152,15	150,85
Officiel kurs	150,12	148,61

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

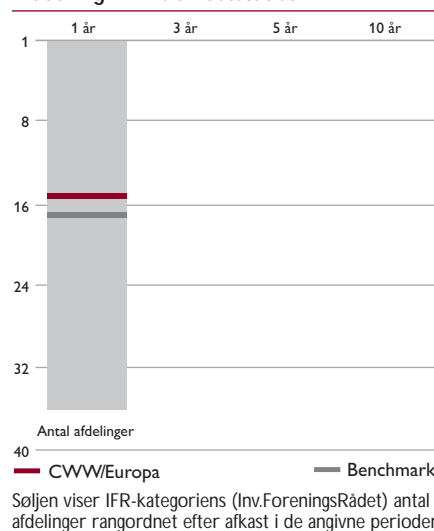
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Europa	25,9	-	-	-	26,5
Benchmark*	25,1	-	-	-	22,9
Europa merakfast ift. Benchmark*	0,8	-	-	-	3,6

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Standardafvigelse % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Standardafvigelse % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

Europa levetid



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2007

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
Energi	Fred. Olsen Energy 3,6 Norsk Hydro 4,3	Centrica 4,7	Total 4,3			16,9	10,0
Råvarer		Rio Tinto 3,8	Holcim 3,3	Buzzi Unicem 3,3		10,4	8,5
Industri og service			Wienerberger 3,9 Siemens 4,8 Linde 3,0			11,7	10,2
Forbrugsgoder - cykliske						0,0	10,0
Forbrugsgoder - defensive		BAT 7,0 Enterprise Inns 3,4 Diageo 4,1	Nestlé 4,0			18,5	9,0
Medicinal			Novartis 3,0 Roche 3,2			6,2	7,3
Finans		Allied Irish Bank 3,2 Royal Bank 3,4	Allianz 4,1 Immoeast 2,5	Piraeus Bank 2,0 UniCredito Italiano 3,9	GarantiBank 2,2	21,3	28,8
Informationsteknologi						0,0	3,7
Telekommunikation						0,0	6,5
Koncessioneret service			Electricite de France 6,5 E.ON 4,2	Cintra 4,3		15,0	6,0
Andet						0,0	0,0
Total	7,9	29,6	46,8	13,5	2,2	100,0	-
Benchmark*	8,8	34,3	44,2	12,7	-	-	100,0

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

Danske Aktier

Resumé

Afkastet i 2. kvartal blev 5,2%, som isoleret set er tilfredsstillende, men lidt under indeksafkastet. Strategien har

fortsat fokus på selskaber med potentiale til at overraske positivt. Vi ser fortsat et moderat positivt afkastpotentiale de næste 12 måneder, om end der er

en kortsigtet usikkerhed præget af stigende renter og en svagere amerikansk vækst.

Afkastet i 2. kvartal

Carnegie WorldWide/Danske Aktier gav i 2. kvartal et afkast på 5,2%, hvilket lå under benchmarkafkastet på 7,7%. Årsagen til det lidt lavere afkast skyldes primært juridiske afgørelser i TDC og GN Store Nord og en nedjustering i Søndagsavisen.

TDC steg med 20% i kvartalet, da ATP vandt retssagen anlagt mod konsortiet, der har overtaget TDC. Aktien indgår fortsat i benchmark med ca. 4% vægt til trods for, at den ikke kan omsættes, og aktien "kostede" dermed 0,8%-point i relativ performance. GN Store Nord faldt med 22% som en direkte følge af, at de tyske konkurrencemyndigheder nedlagde forbud mod salget af GN ReSound til Phonak. Myndighederne mener, at konsolideringen vil skabe dominans på markedet og derved mindske konkurrencen i Tyskland. Det pudsige er imidlertid, at opkøbet allerede var godkendt af alle de øvrige europæiske konkurrencemyndigheder, dette til trods for at markedsandelen for det kombinerede Phonak og GN ReSound på nogle af disse markeder var væsentlig højere end i Tyskland. Dermed blev der skabt en betydelig usikkerhed omkring værdien af GN ReSound, da myndighedernes forbud i sagens natur også udelukker de andre store spillere – William Demant og Siemens – som eventuelle købere. Vores overvægt i GN Store Nord gav et negativt performancebidrag på 1,0%-point. Endelig kom Søndagsavisen med en stor og meget uventet nedjustering af resultatprognosen for 2007. Stigende konkurrence med Postdanmark på distributionen af reklame-tryksager har slået kraftigere igennem, end vi og Søndagsavisen havde forudset. Aktiekursen faldt 22%, hvilket gav et negativt performancebidrag på 1,2%-point. På den positive side var der en god udvikling i porteføljens investeringer i Rockwool, Novozymes, NovoNordisk, F.L. Smidt og Vestas.

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 konkret 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 omkring en række solide og velindtjenende selskaber med en gennemprøvet forretningsmodel, der skal skabe en solid performance i såvel gode som mindre gode tider. Der er 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 af porteføljen er eksponeret til selskaber, hvor forretningsmodel-



GN ReSound/Beltone Marq

Kursudvikling NKT



Kursudvikling Torm



Forventninger til Danske Aktier

Vi forventer, at det danske aktiemarked vil udvikle sig positivt over de næste 12 måneder. På kort sigt vil markedet dog, så længe der hersker usikkerhed omkring størrelsen af den økonomiske afmatning i USA samt den internationale renteutvikling, være svingende omkring det nuværende niveau. På 12 måneders sigt venter vi, at aktiemarkedet vil stige i takt med indtjeningen, som vi venter vokser med 8-10% p.a. Vores fokus vil være på de selskaber, som forventes at levere en bedre indtjening end det, der allerede er afspejlet i den nuværende aktiekurs.

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

Aktiemarkedet er p.t. fair vurderet og balancerer derfor på et knivsæg, idet en amerikansk afmatning truer på den ene side, mens stigende renter, som følge af en tilpasning af realrenterne, truer med at fortsætte på den anden side. Det gør det p.t. meget vanskeligt at positionere porteføljen, da disse scenarier er meget forskellige. Vores indgangsvinkel er en let afventende holdning, der primært tager udgangspunkt i den konkrete selskabsanalyse, hvor de langsigtede perspektiver er i højsædet. Vi vurderer, at ovenstående vil fastholde aktiemarkedet på det nuværende niveau, indtil det er afgjort, hvilken vej de makroøkonomiske tendenser peger. Vores grundlæggende holdning er dog, at amerikansk økonomi er på vej igennem en vækstpause, som ikke udmønter sig i en recession, hvorfor Europa og Asien kan tage over som vækstlokomotiver for verdensøkonomien. På rentefronten er det vores opfattelse, at tilpasningen af realrenterne er ved at være på plads, og da vi ikke venter store stigninger i inflationen, bør den nominelle rente være tæt på toppen.

Vi venter, at aktiemarkedet i stigende grad vil blive drevet af investeringer frem for privatforbrug. Specielt er der behov for massive infrastrukturinvesteringer inden for transport- og energisektoren, hvorfor porteføljens overvægt i disse områder fastholdes.

Omlægninger i kvartalet

Vægten af **Coloplast** er øget med 2%-point i porteføljen. Selskabet er en langsigtet interessant investering med gode vækstmuligheder, og selskabet har et interessant potentiale for marginforbedringer som følge af udflytningen af produktionen til Ungarn og Kina. Efter at have underperformeret aktiemarkedet i en årrække bl.a. som følge af en høj vurdering samt usikkerhed om integrationen af Mentor og den engelske sundhedsreform, vurderer vi, at aktien nu igen er attraktivt prisfastsat, selv når ovenstående problemstillinger tages i betragtning.

NKT er indkøbt med en porteføljevægt på 2%. Selskabet har et interessant potentiale specielt inden for deres kabeldivision, som vil kunne drage fordel af det forventede boom i investeringerne i den europæiske energisektor. Aktien er attraktivt prisfastsat og har ydermere et uudnyttet potentiale, såfremt kapitalstrukturen bliver optimeret.

Vi har desuden placeret 1% i **Torm**. Selskabet er godt positioneret mod et fortsat stærkt fragtmarked inden for raffinerede olieprodukter og dry bulk segmentet. Codan er som følge af overtagelsestilbudet fra Royal & Sun Alliance solgt ud af porteføljen. Danisco er blevet reduceret med 1%-point, da usikkerheden om det europæiske sukkerregime vedbliver med at trække i langdrag. Endelig er GN Store Nord blevet reduceret med 1%-point jf. den usikkerhed, der er opstået i forbindelse med de tyske konkurrencemyndigheders afvisning af salget af GN ReSound.

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 porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger. Afdelingen investerer fortrinsvis i selskaber noteret på Københavns Fondsbørs.

Danske Aktier

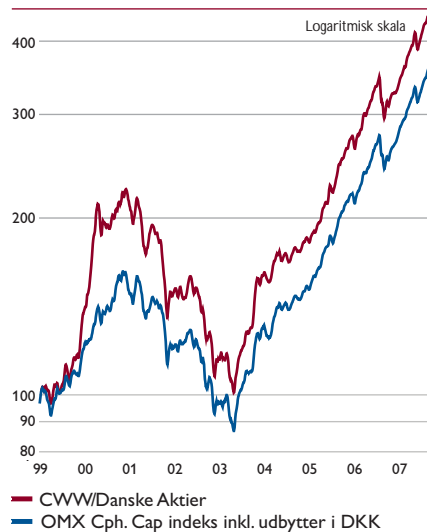
Nøgletal	30.06.07	31.03.07
Formue (i 1.000 kr.)	592.648	628.974
Cirkulerende andele stk.	2.359.535	2.245.259
Udbytte	40,25	0,00
Indre værdi	251,17	277,64
Officiel kurs	251,70	273,90

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

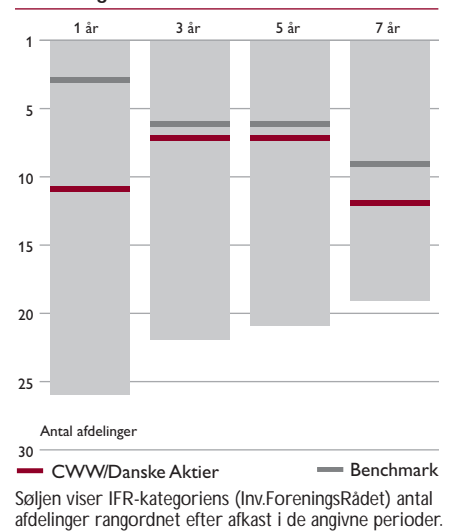
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	35,6	138,5	201,3	121,5	18,4
Benchmark*	38,7	138,8	201,5	154,5	15,8
Danske Aktier merafkast ift. Benchmark*	-3,1	-0,3	-0,2	-33,0	2,6

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Standardafvigelse % p.a. porteføljen	11,3	16,7	-	19,2
Standardafvigelse % p.a. benchmark*	9,6	14,9	-	15,5
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	2,3	1,2	-	0,7

Danske Aktier levetid



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2007

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Strukturel vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	1,3
Råvarer		Rockwool 2,7	Novozymes 4,2	6,9	3,5
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk 10,0 FLSmidth 4,6 NKT 2,1 Torm 1,1 DSV 4,8	Group4Securicor 4,7	Vestas Wind Systems 9,5	36,8	29,9
Forbrugsgoder - cykliske	Bang & Olufsen 4,0 Søndagsavisen 3,0			7,0	3,0
Forbrugsgoder - defensive	IC Company 0,9	Danisco 1,0		1,9	7,2
Medicinal			Bavarian Nordic 1,7 Coloplast 3,7 NeuroSearch 1,4 Novo Nordisk 10,1	16,9	20,3
Finans	TK Development 3,6	Danske Bank 8,5 Nordea 4,6 Topdanmark 3,3 TrygVesta 2,7 Lyske Bank 1,7		24,4	29,5
Informationsteknologi			Thrane & Thrane 1,2 SimCorp 2,3	3,5	1,0
Telekommunikation			GN Store Nord 2,6	2,6	4,1
Koncessioneret service				0,0	0,2
Andet				0,0	0,0
Total	34,1	29,2	36,7	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

Den positive udvikling på aktiemarkederne i Østeuropa fortsatte i 2. kvartal, og afdelingen fastholdt den gode performance fra starten af året og leverede en stigning på 5,7%, mens afdelingens benchmark steg 5,2%. Afdelingen steg gennem 1. halvår 2007 med 10,4%, mens afdelingens benchmark steg 4,0%.

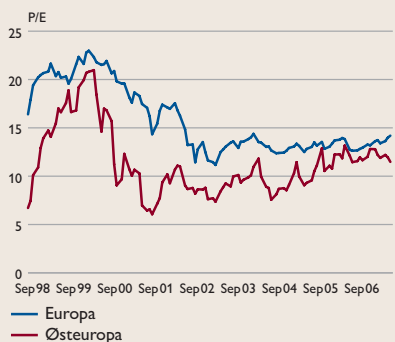
Afdelingen har suppleret yderligere til strategien om at have en betydelig del af værdierne investeret i de mindre udviklede markeder i Østeuropa med en særlig fokus på aktier, der er eksponeret til den kraftige vækst i købekraft og privatforbrug. De vigtigste parametre for udviklingen i regionen er fortsat eksterne forhold som f.eks. fortsat likvidi-

tetsoptømning fra rentestigninger og problemer i de mere spekulative dele af strukturerede obligationsinvesteringer. Det er fortsat vores vurdering, at eventuelle tilbagefald vil være glimrende muligheder for den langsigtede investor, og at de østeuropæiske aktiemarkeder fortsat byder på attraktive afkastmuligheder.

Tilfredsstillende afkast i 2. kvartal

Kvartalet gav et afkast på 5,7%, hvor Morgan Stanleys modificerede Østeuropaindeks steg 5,2%. Afdelingen steg gennem 1. halvår 2007 med 10,4%, mens benchmark steg 4,0%. Kvartalets bedste aktie var det ukrainske ejendomsselskab XXI Century Investments (+55%), mens tyrkiske SekerBank (+50%) og ungarske MOL (+38 %) også bidrog positivt til afkastet. Generelt var afdelingens russiske aktier svage, herunder Imperial Energy (-25%) og Peter Hambro (-20%).

Prissættelse



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. Afdelingen har gennem kvartalet adderet yderligere til dette tema, dels ved at investere i to banker, Halkbank i Tyrkiet og VTB i Rusland, og dels ved at investere i to ejendomsaktier, Immoeast og Sinpas.

Omlægninger i kvartalet – reduktion af energiaktierne

Halkbank, som er Tyrkiets syvende største bank målt på balancen, er købt. Banken har overvejende sine aktiviteter inden for finansiel virksomhed med små og mellemstore tyrkiske virksomheder. Banken har med ca. 550 filialer over hele Tyrkiet et af de bedste netværk i landet. Dog er netværket dårligt udnyttet, da bankens gennemsnitlige udlån per filial er ca. 1/3 af f.eks. GarantiBanks. Banken har også en meget stor indlånbase i forhold til de samlede udlån, hvilket gør, at banken vil kunne vokse markant hurtigere end resten af banksektoren i Tyrkiet. Endelig føler vi, at banken grundet sin meget høje kapitaldækning i årene fremover vil være i stand til at betale sektorens højeste udbytter.

Sinpas er også blevet købt. Selskabet er Tyrkiets største byggeentreprenør med fokus på boligbyggeri. Det tyrkiske boligmarked er meget attraktivt grundet markant højere efterspørgsel end udbud af nybyggeri. Der bygges årligt omkring 250.000 boliger, mens efterspørgslen er nærmere ca. 700.000 enheder. Sinpas har i dag fem projekter med i alt samlet 5.500 enheder. Disse enheder sælges typisk inden for tre måneder efter projektstart, og projekterne er selvfinansierende, hvilket sikrer en meget høj forrentning af egenkapitalen. Vi venter, at Sinpas vil investere kraftigt i opkøb af jord med henblik på udvikling af nye projekter.

VTB er det tredje køb. VTB er i lighed med Sberbank statsejet og Ruslands næststørste bank med en meget stærk position inden for erhvervsudlån med en markedsandel på omkring 9% i dette segment. Desuden udvikler banken i disse år sin position inden for privatkundeselementet. Banken har i dag en markedsandel på udlån til privatkunder på ca. 2,5% og omkring 7,5% inden for huslån. Endelig har banken investeret i en lang række banker i de tidligere sovjetrepublikker. Andelen af indtjening fra udlandet er ca. 25%.

Det sidste nye køb i kvartalet er **Immoeast**, som er et af de største europæiske ejendomsselskaber med aktiviteter udelukkende i Østeuropa. Selskabet investerer i kontorejendomme, logistik, industri, detail og parkering. Selskabet er i dag repræsenteret i 11 østeuropæiske lande, og vi forventer over de kommende år, at selskabet genererer et stabilt afkast på 15-20% om året, dels ved fortsatte stigninger i ejendomsmarkederne i Østeuropa, og dels gennem fortsat stigende lejeindtægter. Endelig er Immoeast mere og mere fokuseret på selv at udvikle ejendomsprojekter, hvilket, vi venter, vil være værdiskabende i mange år fremover.

For at finansiere ovennævnte køb har vi solgt **Lukoil** og **Gedeon Richter**. Gennem det seneste år er russiske energiaktier typisk ikke steget, og samtidig er det bredere russiske marked steget 30-35%. Denne underperformance skyldes flere faktorer. Olieselskaberne har haft svært ved at øge produktionen, omkostningerne er steget kraftigt, og beskatningen af selskaberne er meget høj. Endelig har det frie cash flow været meget begrænset, da selskaberne i dag og fremover har meget store investeringer i nye produktionsfelter. Yderligere har situationen for gasselskaberne været uigennemskuelig p.g.a. en uafklarethed om den fremtidige beskatning af gasproduktionen. Afdelingen har haft en meget lille vægtning i russiske energiaktier gennem denne periode, og i kvartalet reducerede vi yderligere via salg af Lukoil, da den nuværende prisfastsættelse ikke forekommer attraktiv. Lukoil drager nytte af de meget høje oliepriser og høje marginer på raffinerede produkter i Rusland, og målt på f.eks. p/e er selskabet ikke dyrt. Omvendt er Lukoil nødt til at investere meget kraftigt, og selskabet vil kun generere et beskedent frit cash flow. I forhold til 2004 vil Lukoil i 2007 fordoble cash flow fra driften til omkring 8 mia. USD, mens det frie cash flow falder med omkring 30% til ca. 700 mio. USD eller under 1% af værdien af selskabet. Dette vurderer vi ikke som attraktivt sammenholdt med den vækst, vi ser for Lukoil de kommende år.

Omvendt har vi genkøbt en del aktier i **Gazprom**, efter at selskabet gennem en længere periode har underperformeret markedet. Det er nu vores forventning, at selskabets prisfastsættelse reflekterer den usikkerhed, der er om den fremtidige beskatning, og at det samlet set vil være værdiskabende for selskabet, at de russiske gaspriser frem til 2011 mere end fordobles samtidig med, at der sker en forøgelse af beskatningen af indtægterne fra gasproduktion i Rusland.

Lukoil / russisk markedsindeks



Forventninger til Østeuropa

Vi er fortsat positive på den globale økonomi trods afmatningen i USA. Men dårlige nøgletal herfra såvel som usikkerhed om tab i de mere spekulative dele af kreditmarkedet vil kunne give anledning til tilbagefald på de østeuropæiske markeder.

Prisfastsættelsen på selskaberne i afdelingen er attraktiv, og økonomierne, de opererer i, boomer, så vores vurdering er, at et eventuelt 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.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger afkastet af 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

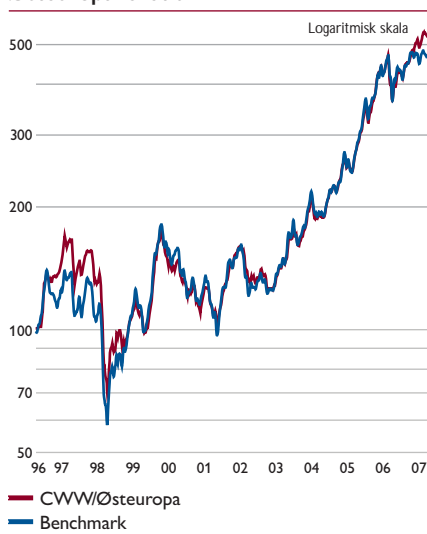
Nøgletal	30.06.07	31.03.07
Formue (i 1.000 kr.)	2.193.751	2.036.010
Cirkulerende andele stk.	4.943.126	4.407.470
Udbytte	32,00	0,00
Indre værdi	443,80	450,71
Officiel kurs	442,05	445,39

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

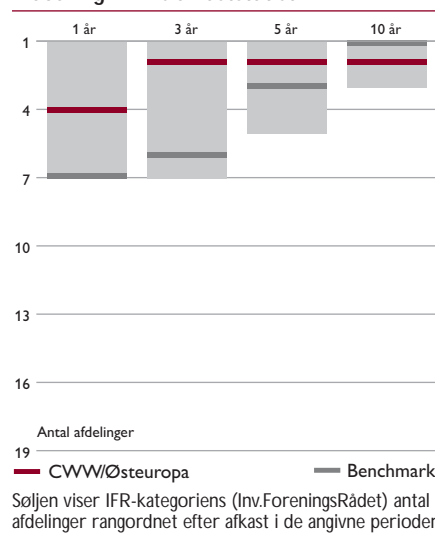
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	36,3	181,2	281,8	280,9	17,0
Benchmark*	23,5	156,0	280,0	324,5	16,2
Østeuropa merafkast ift. Benchmark*	12,8	25,2	1,8	-43,6	0,8

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Standardafvigelse % p.a. porteføljen	18,1	18,1	28,3	27,9
Standardafvigelse % p.a. benchmark*	20,4	20,6	31,9	31,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,7	1,3	0,4	0,4

Østeuropa levetid



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2007

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
Energi	MOL 3,3			Gazprom ADR 7,2 Imperial Energy 1,6		12,1	40,5
Råvarer				Norilsk Nickel 3,7 Raspadskaya 2,4 Polyus Gold 1,1 Peter Hambro 2,3	Uranium One 4,1 Akcansa Cimento 2,4	16,0	8,3
Industri og service			Budimex 2,7	Open Investments 7,3	Baltic Property 2,0 XXI Century Invest. 2,9	14,9	0,7
Forbrugsgoder - cykliske	Danubius Hotel 2,6			CTC Media 2,8	CME 3,6	9,0	2,3
Forbrugsgoder - defensive					Efes Breweries Int. 1,2	1,2	0,5
Medicinal					Acibadem 2,4 A&D Pharma 2,2	4,6	2,2
Finans				Sberbank 8,1 VTB Bank 2,2	Akbank 1,0 Kazkommertsbank 2,5 Sekerbank 3,0 Immoeast 2,0 Sinpas Gayrimenkul 1,6 Tyrkiye Halk Bankasi 2,6 Financ. Inst. Expl. Fund 3,8 GarantiBank 2,8	29,6	26,7
Informationsteknologi						0,0	0,7
Telekommunikation				North-West Telecom 4,2 Sibirtelecom 2,8		7,0	11,1
Koncessioneret service		CEZ 5,0			Tallinna Vesi 0,6	5,6	7,0
Andet						0,0	0,0
Total	5,9	5,0	2,7	45,7	40,7	100,0	-
Benchmark*	13,4	8,9	22,1	55,6	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

2. kvartal var præget af en positiv udvikling på aktiemarkedene. Svagheden på det amerikanske boligudlånsmarked, og usikkerhed om holdbarheden af de kraftige stigninger på det kinesiske aktiemarked medførte høj volatilitet for vækstaktierne. Virksomhedsfusioner og kapitalfondenes massive opkøb af børsnoterede selskaber og en fortsat stærk udvikling i selskabernes indtje-

ning sikrede en positiv udvikling for vækstaktierne. Afkastet på vækstaktier har i 1. halvår været højere end både det generelle aktiemarked og afkastet for valueaktier. Afdelingens afkast blev på 5,8% i kvartalet, hvilket er lidt bedre end sammenligningsgrundlaget. I første halvår har afdelingen givet et afkast på 13,6%, hvilket er 6,3%-point mere end sammenligningsgrundlaget. Investeringerne i temaerne Energi, Alternativ

energi samt Det digitale hjem bidrog positivt til kvartalets afkast. Fremover forventer vi fortsat en høj volatilitet for vækstaktierne, men vi tror, at eventuelt større kursfald vil være en købsmulighed for den langsigtede investor. Udsigterne for vækstaktier er fortsat gode, da vækstselskaber ofte belønnes med højere kurser i perioder med forventninger om en lavere økonomisk vækst.

Gode tider for vækstaktier

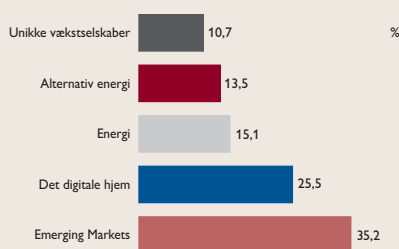
Afdelingen har i kvartalet givet et afkast på 5,8%, mens Morgan Stanleys vækstindeks steg med 5,3%. I 1. halvår 2007 har afdelingen givet et afkast på 13,6%, hvilket er 6,3% bedre end sammenligningsgrundlaget Morgan Stanleys vækstindeks, der har givet et afkast på 7,3%. Forventninger om en lavere global vækst, specielt drevet af udviklingen i USA, har medført, at aktieinvestorerne i højere grad end tidligere har søgt mod vækstaktier. I 1. halvår 2007 har markedsafkastet for vækstaktier været højere end markedsafkastet for investeringer i globale aktier og valueaktier. Målt ved Morgan Stanleys verdensindeks samt Morgan Stanleys globale valueindeks har investorer hér opnået afkast på henholdsvis 6,4% og 5,3%, mens vækstaktieindekset som nævnt har givet et afkast på 7,3%.

Afdelingens investeringer i temaerne Energi og Alternativ energi bidrog særligt positivt til kvartalets afkast, men også investeringerne inden for Det digitale hjem har bidraget positivt. Afdelingens bedste investering i kvartalet var det kinesiske olieselskab Sinopec (+30%). Kursstigningen skal blandt andet ses i lyset af, at Sinopecs raffinaderi nyder godt af det kraftigt voksende energibehov i Kina. Samtidig har nye store olie- og gasfund ligeledes haft en positiv indvirkning på kursudviklingen. Afdelingens dårligste investering i kvartalet var det canadiske guldmineselskab Gammon Gold (-29%). Selskabet er i gang med en transformation fra et eftersøgnings- og udviklingsselskab til et producerende guldmineselskab. Bestyrelsen i selskabet har derfor besluttet at skifte ledelsen ud med folk med erfaring fra andre producerende mineselskaber, hvilket vi anser for positivt. Trods kursfald har vi derfor valgt at fastholde investeringen.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

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

Temaoversigt pr. 30. 06. 2007





Forventninger til Emerging Growth

Den usikkerhed, der har været på de globale aktiemarkeder i 1. halvår, blandt andet på baggrund af et opvedt kinesisk aktiemarked og et fortsat svagt amerikansk boligmarked, vil formentlig fortsat præge aktiemarkederne i den kommende periode, hvorfor vi fortsat ser mulighed for større kursudsving. Virksomhedsfusioner og kapitalfondenes massive opkøb af børsnoterede selskaber, en fortsat rimelig indtjeningsudvikling samt en rimelig prisfastsættelse af aktiemarkedet tror vi vil være støttende faktorer til aktiemarkedet. Afdelingen vil udnytte eventuelle større kursfald til at foretage yderligere investeringer i gode vækstselskaber inden for de strukturelt voksende investerings-temaer, vi har identificeret. I perioder med lavere økonomisk vækst bliver vækst i indtjening og omsætning en mangelvare, og investorerne er i sådanne perioder ofte villige til at betale en højere pris for kvalitetsvækstaktier. Denne udvikling har vist sig i 1. halvår, og der er gode forudsætninger for, at det vil fortsætte. Afdelingens fokus på vækstaktier med stærk finansiell position fortsætter.

Afdelingen er, som det fremgår af figuren på foregående side, investeret i følgende temaer: Emerging Markets (35%), Det digitale hjem (25%), Energi (15%), Alternativ energi (14%) og Unikke vækstselskaber (11%).

Investeringstemaet Det digitale hjem har i de seneste kvartaler ikke været den store succes, men nu ser det ud til, at tålmodigheden er ved at blive belønnet. I det seneste kvartal har temaet bidraget positivt til afdelingens afkast. De fundamentale udsigter for dette tema er særdeles gode. En væsentlig drivkraft er udbredelsen af video og tv via internettet. Dette kræver væsentligt mere båndbredde, end vi hidtil har set. For at illustrere dette fylder eksempelvis en 45 minutter lang tv-udsendelse i almindelig videokvalitet en datamængde på ca. 210 megabyte. Hvis 10 mio. husholdninger vælger at downloade denne udsendelse samtidigt, vil det med den nuværende infrastruktur tage ca. 5 dage at transmittere den samlede mængde data ud til brugerne. Hvis den samme udsendelse var i HD format ville den fylde mere end 2 gigabyte og formentlig få internettet til at bryde sammen.

Den nødvendige infrastruktur er p.t. altså ikke tilstrækkelig til at dække fremtidens behov for hastighed og kapacitet, hvorfor der nødvendigvis må foretages store investeringer fremover. Afdelingen har 25% investeret i dette tema.

Omlægninger i kvartalet

Vi har investeret i tre nye selskaber i andet kvartal.

KLCC Property Holdings (Malaysia) er et ejendomsselskab med interesser inden for hotel, kontor og detailhandel. Selskabet ejer blandt andet 51% af Petronas Towers i Kuala Lumpur samt 60% af Malaysias mest populære butikscenter Suria KLCC, der i 2006 blev besøgt af over 40 mio. kunder. KLCC har flere store projekter under opførelse i Kuala Lumpur, som, vi forventer, bidrager positivt til selskabets værdiansættelse og indtjening i de kommende år.

Psychiatric Solutions (USA) ejer og driver psykiatriske hospitaler og har en kapacitet på mere end 10.000 senge. Generelt er sektoren præget af mangel på kapacitet, og Psychiatric Solutions må afvise flere tusinde patienter pr. kvartal. Det er vanskeligt at opnå de nødvendige tilladelser til at opføre psykiatriske hospitaler, så kapacitetsudbygningen foregår langsomt og ligger under det aktuelle behov. Omvendt betyder dette en god prisudvikling på selskabets ydelser, og nye konkurrenter har vanskeligt ved at komme ind på markedet. Som den største private udbyder med en markedsandel på ca. 18%, er Psychiatric Solutions godt positioneret til at drage nytte af væksten i sektoren.

Akamai Technologies (USA) er med en markedsandel på mere end 60% verdens førende webhosting virksomhed. Selskabet lagrer digitalt indhold som musik, video og software på et netværk af mere end 20.000 servere opstillet i mere end 70 lande. Kunder, som f.eks. medieselskaber, kan opnå store omkostningsbesparelser og effektiviseringsgevinster ved at lagre digitalt indhold decentralt på selskabets servere frem for centralt, idet belastningen på virksomhedens it-infrastruktur mindskes. I de kommende år ventes trafikken på internettet at stige markant blandt andet i takt med, at levering af tv og film via internettet vinder større udbredelse.

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 høj prisfastsættelse eller en strukturel ændring af de langsigtede vækstudsigter.

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

Nøgletal	30.06.07	31.03.07
Formue (i 1.000 kr.)	144.697	140.080
Cirkulerende andele stk.	2.372.635	2.430.635
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	60,99	57,63
Officiel kurs	60,36	56,75

Emerging Growth

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

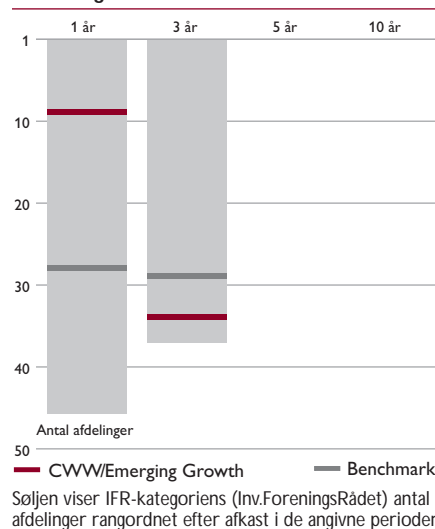
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Growth	20,9	32,4	43,5	-58,8	-6,1
Benchmark*	14,9	35,2	31,0	-	-
Emerging Growth merakfast ift. Benchmark*	6,0	-2,8	12,5	-	-

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Standardafvigelse % p.a. porteføljen	14,6	17,7	-	17,9
Standardafvigelse % p.a. benchmark*	8,5	12,3	-	12,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,4	0,3	-	0,2

Emerging Growth levetid (vækstaktier)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2007

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinentaleuropa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total
Energi	Suncor Energy 2,8			Chiyoda 3,3	Sinopec 6,0 Keppel 3,0		15,1
Alternativ energi			Novozymes 6,0 Vestas Wind Systems 3,4 SolarWorld 4,1				13,5
Unikke vækstselskaber	Psychiatric Solutions 2,8 Gammon Gold 3,5			Aeon Mall 4,4			10,7
Det digitale hjem	Corning 4,2 Cisco Systems 3,7 Akamai Technologies 3,2 Yahoo! 3,7 Microsoft 4,1	Amdocs 3,9			Taiwan Semiconductor 2,7		25,5
Emerging Markets			Holcim 3,5		Bharti Airtel 5,9 Raffles Education 5,1 KLCC Property Holdings 3,2 UOL Group 2,2 United Overseas Bank 4,8	All America Latina 6,9 Open Investments 3,6	35,2
Andet							0,0
Total	28,0	3,9	17,0	7,7	32,9	10,5	100,0
Benchmark*	51,6	11,2	22,6	10,2	4,4	0,0	-

*Benchmark er MSCI vækstindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter.

Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Emerging Growth's aktiebeholdning.

Danske Obligationer

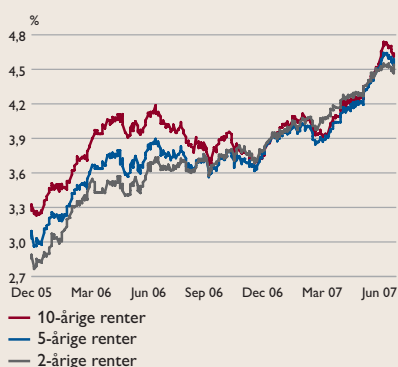
Resumé

Andet kvartal blev præget af stigende obligationsrenter med kursfald til følge. Vi reducerede rentefølsomheden i begge afdelinger, men vi fik på trods heraf et negativt afkast på lidt over 2%. Fremadrettet venter vi, at ECB hæver sin korte styrerente til 4,75% inden for 6

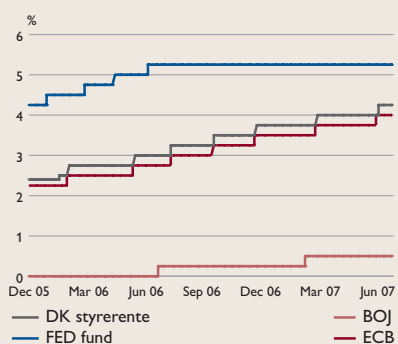
til 9 måneder. Begge afdelinger har derfor en lav andel af renterisikoen i 2- og 5-års segmentet, som ventes at udvikle sig dårligst. Indførelsen af nye såkaldte "særligt dækkede obligationer" på det danske marked pr. 1. juli venter vi via øget opkøb vil medføre en god udvikling for afdelingernes realkreditobliga-

tioner. Ligeledes venter vi, at 2% og 3% obligationer vil udvikle sig godt. Drivkraften vil være, at udbuddet af disse obligationer er stoppet kombineret med en solid efterspørgsel fra private investorer.

Danske renter



Centralbankstyrede korte renter



Obligationsmarkedet i 2. kvartal

Obligationsrenterne steg markant med kursfald til følge. Specielt i maj og juni måned oplevede obligationsmarkederne nogle uger med store rentestigninger og udsving i renterne. Således steg såvel de europæiske som de danske 2- og 10-årige renter med henholdsvis ca. 0,35%-point og ca. 0,55%-point i andet kvartal. De tilsvarende amerikanske renter steg med 0,30%-point og 0,40%-point. Ledende indikatorer for fremtidig vækst samt aktuelle økonomiske nøgletal overraskede positivt. Dette førte til, at en række økonomer fjernede nogle negative forventninger til den amerikanske vækst. Samtidig er forventningen til, at væksten i den europæiske økonomi bliver selv bærende, øget. Disse udviklinger har fjernet markedets forventninger om rentesænkninger fra FED samt øget forventningen om rentestigninger fra ECB fra 4,25% til 4,50%. Da inflationen samtidig ikke er steget, har resultatet været stigende realrenter til mere normale niveauer set i et historisk perspektiv. Realrenter er obligationsrenter minus inflation, som på langt sigt bør være på niveau med den reale vækst i en økonomi.

ECB hævdede for ottende gang siden december 2005 sin styrerente med 0,25%-point fra 3,75% til 4,00%. ECB fortsatte således strategien om at normalisere de korte renter drevet af faktorer som pæn europæisk vækst, en høj kapacitetsudnyttelse, høj pengemængdevækst og høj vækst i kreditgivningen. Nationalbanken i Danmark hævdede samtidig sin korte styrerente fra 4,00% til 4,25%. Den amerikanske centralbank (FED) fastholdt sin styrerente på 5,25%.

Aktuel investeringsstrategi

Rentefølsomheden blev i begge afdelinger reduceret over to gange med i alt 1,35%-point i afdeling Erhverv & Pension og 1,55%-point i afdeling Privat. Således var rentefølsomheden ved udgangen af kvartalet 4,15% i afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension og 4,45% i afdeling Danske Obligationer Privat. Det svarer til, at porteføljernes værdi falder med ca. 4,15% henholdsvis 4,45% ved en generel rentestigning på 1%-point, og modsat stiger tilsvarende ved et generelt rentefald på 1%-point.

Begge porteføljer er også karakteriseret ved en høj andel af realkreditobligationer, som ventes at nyde godt af den forventede indførelse af den nye lånetype særligt dækkede obligationer (SDO) pr. 1. juli.

Med indførelsen af SDO'er åbnes der op for, at såvel banker og realkreditinstitutter kan yde boligejerne lån mod pant i ejendommen finansieret ved at udstede SDO'ere.

Vi forventer, at en del låntagere vil vælge at skifte fra det nuværende kendte realkreditsystem til de nye lånemuligheder, blandt andet som følge af muligheden for mere fleksible og individuelt designede låntyper som eksempelvis længere afdragsfri perioder og løbetid. Vi venter, at konsekvensen bliver et stigende omfang af førtidsindfrielse og dermed opkøb af realkreditobligationer. Sidste øjeblikke tilføjelser til lovkomplekset, som eksempelvis at låntagerne skal have mulighed for at indfri sit SDO lån til kurs pari (kurs 100), ventes dog at reducere SDO'ernes attraktivitet og i sidste ende opkøbspotentialet af afdelingens realkreditobligationer. Alt i alt forventer vi på trods heraf, at opkøb vil betyde en god performance for afdelingens realkreditobligationer.

Som beskrevet på side 5 forventer vi stigende renter drevet af, at ECB i et roligt tempo fortsætter sine renteforhøjelser udover de i rentemarkedet forventede 4,5%. Det normale ved et sådant rentemiljø er, at forskellen mellem lange og korte renter reduceres eller i det mindste ikke udvides samt, at udsvingene i renterne reduceres. Porteføljen er sammensat på en måde, der performer godt, hvis disse normale sammenhænge kommer til at gælde. Som nævnt venter vi, at ECB's forventede rentestigninger rammer de 2- og 5-årige renter hårdest og kun i mindre grad de lange renter. Begge afdelinger har derfor en lav andel af rentefølsomhed over for ændringer af de 2- og 5-årige renter. Som en følge af forventningen om rolige og gradvise rentestigninger er porteføljen i afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension sammensat af obligationer, som bidrager med en høj direkte rente, men også performer bedst i et roligt rentemiljø. I afdeling Danske Obligationer Privat er der udelukkende obligationer med 2% og 3% i pålydende rente, fordi de er mest optimale efter skat for private investorer.

Forventninger til obligationsmarkedet

Vi forventer fortsat en såkaldt blød landing af den amerikanske økonomi på trods af det svage boligmarked med en vækst omkring de 2,5% for andet halvår 2007 drevet af privatforbruget og investeringer.

I Europa forventer vi, at væksten begynder at blive selv bærende som en følge af, at den stigende beskæftigelse vil øge den private efterspørgsel. ECB forventes at fortsætte med normaliseringen af den korte styrerente i samme rolige tempo som hidtil og hæver den til minimum 4,75% inden for seks til ni måneder. De korte renter ventes derfor at stige med yderligere 0,25%-point, hvilket vi forventer også kommer til at gælde for de 2- og 5-årige renter. De lange renter forventes kun i mindre omfang at stige med 0,10 til 0,15%-point til 4,75%.

Afkastet i 2. kvartal

Afkastet for Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Erhverv & Pension blev i andet kvartal minus 2,18% og minus 1,63% for sammenligningsgrundlaget J.P. Morgan Danske Obligationer.

Det negative afkast skyldes de omtalte kraftige rentestigninger, samt at de lange renter steg mere end de korte renter. Endvidere betød den stigende rentevolatilitet isoleret set en faldende pris på afdelingens konverterbare obligationer samt den variabelt forrentede Nykredit 2038 med maksimal rente på 6%.

Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privat fik et afkast på minus 2,28% for andet kvartal. Også her skyldes det negative afkast de omtalte kraftige rentestigninger, samt at de lange renter steg mere end de korte renter.

Nøgletal	30.06.07	31.03.07
Formue (i 1.000 kr.)	75.372	76.119
Cirkulerende andele stk.	780.666	761.766
Udbytte	1,00	0,00
Indre værdi	96,55	99,81
Officiel kurs	96,65	99,50

Læs mere om

Danske Obligationer Privat på:

www.cww.dk/dop

Danske Obligationer Privat levetid



Danske Obligationer Privat

Porteføljen

Afdelingen reducerede rentefølsomheden i maj måned samt ultimo juni måned ved at sælge 2- og 5-årige obligationer og købe 2%-obligationer med udløb 2008. Derved er afdelingen i lagt mindre grad eksponeret til 2- og 5-års segmentet, som, vi forventer, bliver hårdest ramt ved yderligere renteforhøjelser fra ECB. Samlet set er rentefølsomheden i 2. kvartal reduceret fra 6% til 4,45%. Rentefølsomheden viser forventet ændring i afdelingens værdi ved en renteændring på 1%-point. Porteføljen er fortsat sammensat af obligationer med 2% og 3% i pålydende rente, da disse giver højst mulige afkast efter skat for private investorer. Der findes ingen statsobligationer med 2% eller 3% i pålydende rente. Derfor er porteføljen sammensat af realkredit- og erhvervsobligationer, hvor ca. 27% af investeringerne har 2% og ca. 70% har 3% i pålydende rente.

De stigende obligationsrenter betød, at mindsterenten steg til 4% ultimo 2. kvartal. Mindsterenten afgør satsen for den pålydende rente ved nyudstedelsen af obligationer. Nyudstedte obligationer efter den 1. juli har således 4% i pålydende rente. Ved udgangen af 2007 udløber der 2%-obligationer for 18 mia. kr. Disse er ejet af private investorer. I starten af 2009 udløber der igen 30 mia. kr. Disse beløb svarer til ca. halvdelen af alle obligationer med 2% i pålydende rente. Vi forventer, at en høj andel heraf skal geninvesteres i andre skatteoptimale obligationer for de private investorer. Dette er godt nyt for afdelingens obligationer. Dertil kan lægges, at 2%-obligationer, specielt med kort til mellemlang løbetid, fortsat er optimale for den private investor. Den private investor med 59% beskættning opnår et ekstra afkast efter skat på ca. 1,5% ved at investere i en 2% obligation med 18 måneder til udløb i forhold til at placere pengene på en konto i banken til 4% i rente. Formuleret på en anden måde skal denne investor have en rente på næsten 8% i banken for at opnå samme afkast efter skat på 3,25%. 2%-obligationernes overlegenhed for de private investorer betyder, at der ikke er noget reelt alternativ for den private investor, der ønsker en kort til mellemlang forrentning. Det nævnte udløb af 2%-obligationer kombineret med et forventet ikke eksisterende udbud skaber et mismatch mellem udbud og efterspørgsel af skatteoptimale obligationer, som vil være til fordel for afdelingens portefølje. Vi forventer derfor, at afdelingens 2%- og 3%- obligationer vil udvikle sig positivt i forhold til andre obligationer over det næste halve til halvandet år.

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 formue til vækst ved aktiv investering på det danske obligationsmarked med fokus på de langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder.

Obligationporteføljen pr. 30.06.2007

	Obligation	Procent	Total
Statsobligationer	Ingen	0,0	0,0
Realkreditobligationer - konverterbare	3,00% BRF Kredit 2028	5,4	27,1
	3,00% Realkredit Danmark 2023	2,7	
	3,00% Realkredit Danmark 2028	0,4	
	3,00% Nykredit 2028	9,9	
	3,00% Nordea Kredit 2028	8,7	
Realkreditobligationer - inkonverterbare	2,00% Danmarks Skibskreditfond 2015	6,3	52,4
	2,00% Kommunekredit 2008	0,3	
	2,00% BRF Kredit 2008	13,3	
	2,00% Realkredit Danmark 2008	17,3	
	2,00% Nykredit 2008	15,2	
Erhverv	2,00% Kalvebod 2016	8,2	17,2
	2,00% Storebæltsforbindelsen 2023	9,0	
Indeksobligationer	Ingen	0,0	0,0
Likviditet		3,3	3,3
Total		100,0	100,0

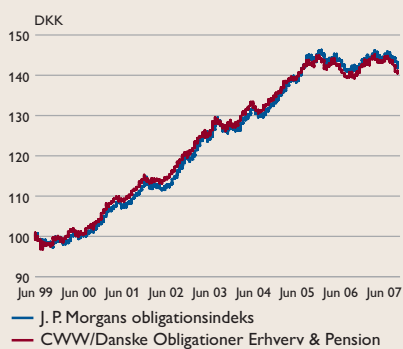
Nøgletal	30.06.07	31.03.07
Formue (i 1.000 kr.)	107,362	123.808
Cirkulerende andele stk.	1.134.526	1.234.981
Udbytte	3,50	0,00
Indre værdi	94,63	100,25
Officiel kurs	94,30	101,40

Læs mere om

Danske Obligationer E&P på:

www.cww.dk/doep

Danske Obligationer E&P levetid



Danske Obligationer Erhverv & Pension

Porteføljen

Afdelingen reducerede rentefølsomheden i maj måned og igen ultimo juni måned. I maj måned reducerede vi specielt rentefølsomheden for 2- og 5-års renter i forventningen om, at dette segment ville blive ramt hårdest af kurstab ved yderligere rentestigninger fra ECB. På samme tid lagde vi om til obligationer med en høj daglig rentetilførsel. Således har afdelingen eksempelvis investeret i en variabelt forrentet obligation fra Nykredit. Den pålydende rente følger en såkaldt interbankrente med 6 måneders løbetid, som i dag er 4,50%, plus et tillæg på 0,55%. Den pålydende rente kan dog maksimalt nå op til 6%. Dertil skal lægges, at med indførelsen af særligt dækkede obligationer og individuelt designede lån forventer vi, at udbuddet af afdelingens realkreditobligationer lukkes ultimo 2007. Dette kombineret med opkøb fra låntagere ventes at medføre en fordelagtig kursudvikling. I lyset heraf ser vi et attraktivt merafkast i forhold til statsobligationer. Statsobligationer udgør derfor kun 5% af porteføljen.

Porteføljen kan deles op i fire grupper. Den første gruppe udgør 18% og er erhvervsobligationer, som bidrager med en relativt høj rente. Således tilfører obligationerne fra Carlsberg Kalvebod Serie 2 porteføljen en merrente på ca. 0,60%-point og 1,5%-point i forhold til tilsvarende statsobligationer. Kalvebod Serie 2 består af ni regionale banker og sparekasser, som har en høj indtjening og samtidig er velkonsolideret. Da obligationen samtidig er en 2%-obligation, og markedet for udstedelse af nye 2%-obligationer er lukket, forventer vi, at renteforskellen indsnævres i løbet af året med en ekstra kursgevinst til følge. Gruppe to består af 26% konverterbare realkreditobligationer. Afdelingen investerede i 5% obligationer med udløb i 2038 uden afdrag, som skal bidrage med en relativt høj rente samt en høj grad af likviditet, det vil sige let omsættelighed. Med det formål at reducere rentefølsomheden har vi reduceret beholdningen af 4% afdragsfrie Nordea 2038 til 7% fra 20%. Gruppe tre indeholder de nævnte 17% variabelt forrentede 6% Nykredit 2038, mens der endelig i gruppe fire er 5% statsobligationer, som primært bidrager med en høj grad af omsættelighed. Endvidere er der 32% helt korte inkonverterbare realkreditobligationer, som bidrager med et sikkert afkast målt over det næste halve år på 2,2%.

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

Obligationeporteføljen pr. 30.06.2007

	Obligation	Procent	Total
Statsobligationer	4,00% Danske Stat 2010	0,1	5,3
	4,00% Danske Stat 2015	1,0	
	5,00% Danske Stat 2013	0,1	
	6,00% Danske Stat 2011	4,1	
Realkreditobligationer - konverterbare	3,00% Realkredit Danmark 2018	4,1	43,0
	4,00% Nordea Kredit 2038	6,5	
	5,00% BRF Kredit 2038	15,4	
	5,105% Nykredit 2038	17,0	
Realkreditobligationer - inkonverterbare	4,00% Realkredit Danmark 2008	17,0	32,1
	4,00% Nordea Kredit 2008	8,5	
	4,00% Nykredit 2008	6,6	
Erhverv	4,875% Carlsberg 2009	9,3	18,1
	2,00% Kalvebod 2016	8,8	
Indeksobligationer	Ingen	0,0	0,0
Likviditet		1,5	1,5
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 mere end 24.000 medlemmer, der har valgt Carnegie WorldWide.

Alle foreningens afdelinger har fravalgt den tryghed, det er, 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 13. juli 2007. Kvartalsorienteringen for 2. kvartal er offentliggjort på www.cww.dk den 20. juli 2007 og udsendt til alle medlemmer den 31. juli 2007.

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 og nyheder – Prospekter og vedtægter.

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

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