



CARNEGIE WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

PENGEPOLITISK VANVID

KILDEN TIL GOD
PERFORMANCE

KVARTALS-
ORIENTERING
NR 2 | 2016





Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	Pengepolitisk vanvid
10	Kilden til god performance
14	Indiske miljøvisioner skaber arbejdspladser
16	Nye vinde i Sydamerika
19	Forventninger til aktiemarkedet
20	Globale Aktier
22	Globale Aktier Etik-ak
24	Globale Aktier Stabil
26	Danske Aktier
28	Asien
30	Emerging Markets
32	Udvalgte artikler fra CWW.dk/nyhedscenter
34	Én grundfilosofi. Syv afdelinger
35	Investeringsforeningen Carnegie WorldWide



Leder

Kære investor

Brexit – hvad nu?

Den største risikofaktor i andet kvartal var EU-afstemningen i Storbritannien, hvor det historiske Brexit-resultat sendte chokbølger gennem valuta- og aktiemarkederne. Effekten på aktiemarkederne blev dog kortvarig, og mange aktiemarkeder sluttede kvartalet stort set uforandrede. Emerging markets viste endog stigninger. I øjeblikket er usikkerheden høj, men som kompensation vil centralbankerne føre en endnu mere lempelig pengepolitik.

De langsigtede effekter af Storbritanniens beslutning er uafklarede og præget af den politiske forvirring i både EU og Storbritannien. Meget vil afhænge af politikernes vilje til forhandling. Hvis Bruxelles ikke viser forhandlingsvilje over for Storbritannien og fortsætter den upopulære centralistiske linje, kan det fremtvinge nye afstemninger i andre medlemslande. Hvis Bruxelles derimod vælger en imødekommende linje over for Storbritannien i udtrædelsesforhandlingerne, kan dette også anspore andre lande til at gå samme vej. Dette vil bringe den allerede sårbare monetære union i fare, da opretholdelsen kræver mere centralisering af det politiske samarbejde frem for mindre.

Selv om der er risiko for, at EU går i opløsning, er det ikke vores umiddelbare forventning. Tværtimod vil udviklingen formentlig ruske op i EU, sætte skub i nødvendige reformer og muligvis føre til større enighed om de langsigtede udfordringer som f.eks. flygtningekrisen samt fremskynde en række økonomiske tiltag for at skabe flere arbejdspladser.

Mange iagttagere blev overraskede over resultatet af den britiske afstemning, som i bund og grund er folkets protest mod et mere fjernt og teknokratisk styret EU. En lære af den britiske afstemning er, at vi ikke kan regne med valgprognoserne. I dette lys må vi nu forberede os på muligheden for, at Donald Trump kan vinde præsidentvalget i USA til november.

Brexit ændrer ikke vores grundlæggende investeringsstrategi

Vores investeringshorisont er tre til fem år, og grundlæggende ser vi ikke det store behov for at ændre investeringsstrategien som følge af Brexit. I det lange perspektiv ser vi, at mange af vores investeringer vil være uberørte af Brexit. Dette gælder f.eks. selskaber som Facebook, Alphabet, Visa og Dollar General. Det er hovedsageligt de indenlandske sektorer i Europa og især de europæiske banker, der vil blive berørt. Vi har en relativt lille eksponering til dette marked. Den finansielle sektor vil blive påvirket mest og med udsigt til lave renter i længere tid i USA vil vi formentlig nedbringe vores eksponering til finanssektoren.

Stabile vækstaktier er modstandsdygtige over for uro

En interessant observation er, at de stabile vækstaktier faktisk har gjort det godt – både før og efter Brexit-afstemningen. Dette har



også været gældende for vores afdeling Globale Aktier Stabil, som har skabt positivt afkast såvel i juni måned som i indeværende år. Dette viser afdelingens styrke, da investeringerne er mere modstandsdygtige over for uro. I afdeling Globale Aktier Stabil investerer vi i aktier, som, vi forventer, samlet set har en mere stabil kursudvikling end det generelle aktiemarked.

Afkast under benchmark

Afkastudviklingen i vores globale afdelinger har i år været omvendt i forhold til udviklingen fra sidste år, hvor vi skabte mer-afkast på 8-9 procentpoint i forhold til markedet. I første halvår af 2016 har afdeling Globale Aktier således haft et negativt afkast på 6 procentpoint i relative termer. Forklaringen på den omvendte udvikling er, at nogle af vores investeringer, som gjorde det rigtigt godt sidste år, har gjort det mindre godt i år. Ligeledes har vores fravalg af aktier i energi- og forsyningssektoren, som bidrog meget positivt sidste år, bidraget negativt i år. Endelig har vores overvægt i finanssektoren bidraget negativt, da forventningen om stigende renter i USA p.t. ikke ser ud til at blive opfyldt. Nok så vigtigt er der dog ikke overordnet set sket ændringer i vores selskabers positive indtjeningsudsigter. I takt med at den underliggende vækst i selskabernes indtjening reflekteres i kurserne, forventer vi derfor en normalisering af det relative afkastbillede.

Som langsigtet investor er det uundgåeligt, at der kommer kortere perioder, hvor den relative afkastudvikling falder lidt skævt ud, når de kortsigtede markedsudsving bevæger sig imod de langsigtede tendenser som i år. Dette får os dog ikke til at ændre investeringsstrategi. Tematikken ”Kilden til god performance” belyser, hvilke karaktertræk, vi ser, gør virksomheder til langsigtede vindere. For sandheden er, at alle virksomheder ikke er ens, og nogle har derfor bedre udviklingsmuligheder end andre.

Positive takter for emerging markets

Efter en længerevarende periode, hvor Asien og Emerging Markets-aktierne har haft det svært, begynder vi nu at se en positiv udvikling inden for disse aktier, hvor afdeling Asien og Emerging

Markets faktisk har været i stand til at skabe positive afkast i år. En udvikling, hvor dollaren ikke stiger, og renterne forbliver lave, er som regel gode vilkår for disse aktier. I to temaartikler sætter vi denne gang fokus på Indien og Sydamerika, hvor vi ser positive politiske reformvinde blæse over kontinentet.

Du kan desuden læse om centralbankernes pengepolitik i tema-artiklen ”Pengepolitisk vanvid”.

Du kan også læse mere om de enkelte afdelingers resultat og aktuelle strategi på afdelingssiderne.

Med ønsket om en god sommer

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 2. kvartal 2016

Afdeling	Afkast 2. kvrt.	Benchmark 2. kvrt.	Afkast 06/2016	Benchmark 06/2016
Globale Aktier	2,1%	3,4%	-7,6%	-1,3%
Globale Aktier Akk.	1,7%	3,4%	-7,2%	-1,3%
Globale Aktier Etik-ak	0,9%	3,4%	-9,1%	-1,3%
Globale Aktier Stabil	8,9%	7,3%	3,7%	8,2%
Danske Aktier	-1,1%	1,7%	-4,8%	-1,6%
Emerging Markets	5,0%	3,1%	1,6%	3,7%
Asien	5,3%	2,8%	0,4%	-0,4%

Pengepolitisk vanvid

Af temaspecialist Morten Springborg

På det seneste er verdens centralbanker begyndt at få kritik for deres ageren. Siden finanskrisen i 2007-08 er renteniveauet faldet til historisk lave niveauer, og nogle centralbanker har endda introduceret negative renter, hvilket strider imod al økonomisk logik.

Vi skrev senest om dette for et år siden i perspektivet ”Valutakrig”, hvor vi forudså, at fokus på et tidspunkt ville blive rettet mod utilsigtede sideeffekter ved en sådan pengepolitik. Disse er nu meget tydelige, hvorfor kritikken af centralbankerne tager til i styrke. Den nuværende konventionelle økonomiske politik tilsiger, at man ved at trykke penge kan skabe økonomisk vækst. Men i en verden med en aldrende befolkning er det oplagt, at en større del af befolkningen skal leve af deres opsparing. Når renterne falder og falder, bliver afkastet af opsparingen mindre og mindre, og man skal derfor spare mere op og forbruge mindre. Dette synes at være præcis det modsatte af, hvad centralbankernes intentioner med de lave renter har været.

” I en verden med en aldrende befolkning er det oplagt, at en større del af befolkningen skal leve af deres opsparing.

Pengeudpumpning og nulrenter

At dette ikke blot er af betydning for økonomer og investorer men også for den almene befolkning er tydeligt, når man hører den tyske finansminister Wolfgang Schäuble kritisere Den Europæiske Centralbank (ECB) for at være medansvarlig for fremkomsten af det euro- og indvandrerkritiske højreparti, Alternative für Deutschland (AfD), og dermed truslen om radikal forandring af den tyske politiske scene. Schäuble har endvidere udtalt, at ECB’s nulrente-politik vil være katastrofal på lang sigt.

Yderligere ses der en voksende forståelse for, at pengeudpumpning og nulrenter har faldende effekt efter en årrække med denne politik. Tankerne ledes let hen til Albert Einsteins definition på vanvid, nemlig at blive ved med at gøre det samme igen og igen, men forvente et andet udfald. Dette synes at være logikken bag den nuværende vestlige pengepolitik.

Den teknologiske udvikling skaber faldende priser

Den vigtigste trend, vi ser i verdensøkonomien i dag, er den accelererende teknologiske udvikling, der fører til mere og mere ”disruption” af eksisterende forretningsmodeller og fremkomsten af nye – og typisk mere omkostningseffektive – måder at gøre tingene på. Dette er en deflationær trend, men på den gode måde, da de faldende priser i sidste ende kommer forbrugeren til gode. Ligeledes ser vi en deflationær trend i Kina, hvor landet p.t. bevæger sig over mod en serviceøkonomi og væk fra industrisamfundet. Dette er deflationært for råvaresektoren og industriselskaberne.

Jo mere man tænker over det, jo tydeligere bliver det, at der i disse år er et fundamentalt økonomisk skifte undervejs – et skifte, som i øvrigt er sammenfaldende med aldringen af den globale befolkning. Den samlede effekt af dette er, at vi er vidne til en økonomi, hvor de fleste priser vil tendere at falde eller som minimum ikke stige, som vi tidligere har været vant til. Virksomhedernes mulighed for at gennemføre prisstigninger over for forbrugerne, såkaldt ”Pricing Power”, er blevet en sjælden kvalitet. Den globale forbruger drager stor nytte af den faldende ”Pricing Power” gennem en stigende købekraft, hvorfor vi i dette tilfælde mener, at faldende eller stagnerende priser er en god, strukturel form for deflation.

Ikke desto mindre mener de nuværende centralbank-ledere, at man bør stræbe efter en inflationsrate på 2 pct. I en verden, der er karakteriseret ved strukturel deflation, bør det være en umulighed at skabe inflation, medmindre man ødelægger økonomien ved et pengepolitisk uheld eller som følge af inkompetence, som set i Weimarrepublikken, Venezuela, Argentina og Zimbabwe.

” Jo mere man tænker over det, jo tydeligere bliver det, at der i disse år er et fundamentalt økonomisk skifte undervejs.

Vi har i perspektivet ”Samfundet overser gevinster ved digitalisering” beskrevet udfordringerne med at måle væksten korrekt i



et miljø, hvor digitalisering og ”disruption” er accelererende. Vi mener på den baggrund, at væksten er bedre, end det umiddelbart fremgår af statistikkerne.

Ikke desto mindre har centralbankernes pengeudpumpning understøttet aktivpriserne, men ikke været i stand til at løfte den registrerede vækst, primært fordi virksomhederne ikke investerer så meget, som de ”burde”, og produktiviteten derfor er skuffende lav.

Virksomhedernes investeringer er lave

Spørgsmålet er derfor, hvorfor virksomhederne ikke udnytter de ultra lave renter og investerer mere, så vi kan få en mere produktivtetsdrevet vækst. Verdens børsnoterede selskaber har genfundet en meget høj profitabilitet efter finanskrisen samtidig med, at de kan finansiere investeringer til meget lave renter. Problemet er, at den aggressive pengepolitik har haft utilsigtede konsekvenser. Lave renter burde føre til højere investeringer, men det modsatte er tilfældet. Ifølge Citigroup investerede verdens børsnoterede selskaber 2 pct. mindre i 2015 end i 2014, og investeringsbanken CLSA forventer, at virksomhedernes investeringer vil falde 10 pct. i 2016.

Vi tror, at svaret på den manglende investeringslyst skal findes i aktiemarkedet. Aktiemarkedet ønsker nemlig ikke, at selskaberne investerer. Signalet er faktisk tydeligt – investorerne ønsker i høje-

re grad, at selskaberne udbetaler udbytte, tilbagekøber egne aktier og opkøber konkurrenter. I dagens marked bliver selskaber med et højt investeringsniveau ”straffet” med en lav aktiekurs, mens selskaber, der betaler meget tilbage til aktionærerne, belønnes med en højere aktiekurs (Citigroup).

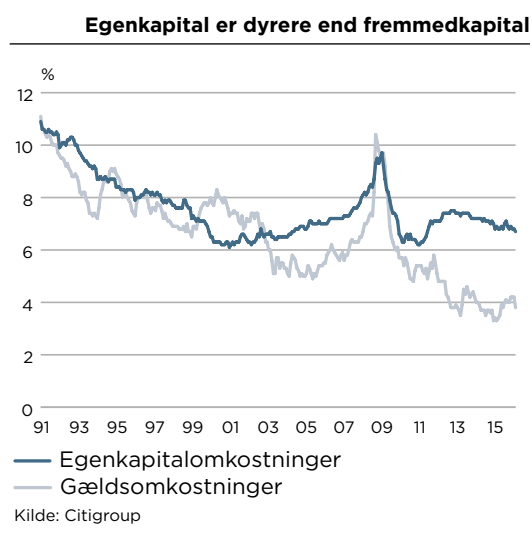
” Lave renter burde føre til højere investeringer, men det modsatte er sket. Ifølge Citigroup investerede verdens børsnoterede selskaber 2 pct. mindre i 2015 end i 2014.

Dette reflekterer en utilsigtet konsekvens af centralbankernes manipulation af renteniveauet. I takt med at renterne er faldet, er investorer med behov for løbende afkast gradvist blevet presset ud af renteinvesteringer og over i mere risikable aktieinvesteringer med udbyttebetalinger. Disse investorer – vi kan kalde dem renteturister – ønsker først og fremmest stabile afkast og ikke større og dermed mere risikable afkast på sigt. Selskaber, der ønsker at tiltrække denne type investorer, må tilpasse sig de nye investorers præferencer og derfor udbetale mere og investere mindre.

Cost of Equity – Egenkapitalomkostningen er stadig høj

I modsætning til prisen på gæld er prisen på aktiekapital, også kaldet ”Cost of Equity”, ikke faldet, hvilket ses af nedenstående graf:

Figur 1



Den store forskel mellem prisen på fremmed- og egenkapital på aktier forklarer i vid udstrækning, hvorfor virksomhederne ikke investerer tilstrækkeligt i dag. Niveaue for gældsfinansierede opkøb af selskaber i aktiemarkedet har aldrig været højere, end det er i dag, og er en arbitrage mellem omkostningen ved at låne og prisen på aktier. Når prisen på børsnoterede selskaber er lav (dvs. ”Cost of Equity” er høj), samtidig med at man kan låne penge til meget lave renter, vælger de fleste virksomhedsledere at opkøbe eksisterende aktiver frem for at investere i mere risikabel ny kapacitet, der måske først giver afkast om nogle år, når investeringen er fuldført. Hvorfor løbe risikoen ved at bygge en ny fabrik, når man kan købe en, der allerede eksisterer?

” Den manglende investeringslyst skal findes i aktiemarkedet. Aktiemarkedet ønsker nemlig ikke, at selskaberne investerer.

Tilbagekøb af egne aktier er, som nævnt ovenfor, også en arbitrage. Hvorfor investere i fremtidig vækst, hvis man kan låne billigt og købe egne aktier tilbage, og dermed øge indtjeningen per aktie? Dette er som bekendt et fænomen, der har været stærkt medvirkende til indtjeningsvæksten i USA de senere år. Selskaber, som har benyttet sig af denne mulighed, er blevet belønnet med bedre kursudvikling end selskaber, der ikke har tilbagekøbt egne aktier. Fra en kortsigtet aktionærs synsvinkel giver det god mening, men på lidt længere sigt betyder det potentielt, at selskaberne investerer for lidt og derved reducerer deres langsigtede indtjeningsvækst og dermed også økonomiens vækstrate.

Vi burde omfavne den kreative destruktion

Nationaløkonomen Joseph Schumpeter beskrev med begrebet ”kreativ destruktion”, hvordan økonomien konstant udvikler sig ved en industriel mutation, der ustoppeligt forandrer den økonomiske struktur indefra ved kontinuerligt at destruere det bestående til fordel for udviklingen af det nye. Det er den rå kapitalisme – en form for kapitalisme, som centralbankerne tilsyneladende ønsker at bekæmpe med pengeregighed og deraf lave renter, og en politik, der holder liv i virksomheder og alt for gældsatte stater, der burde være gået konkurs. Den accelererende teknologiske udvikling vil påvirke flere og flere industrier og økonomier i de kommende år, og centralbankerne vil blive nødt til at øge pengetrykkeriet mere og mere, hvis de holder fast i deres forældede tankegang om inflationsmålsætninger.

” Den accelererende teknologiske udvikling vil påvirke flere og flere industrier og økonomier i de kommende år.

Adskillige toneangivne økonomer mener, at den nuværende lavvækst bunder i for lav efterspørgsel. Centralbankerne er nået til vejs ende og har muligvis kun et sidste skud i bøssen, nemlig de såkaldte ”helikopterpenge”, hvor centralbankerne trykker penge, som fordeles til alle borgere. Herefter er det op til statslige investeringer – finansieret til 0 pct. i obligationsmarkedet – at skabe vækst.

Vi mener, at løsningen er en anden. Verden har brug for at omfavne den kreative destruktion, dels fordi det giver forbrugerne købekraft, og dels fordi det er den bedste ressourceallokering at lade levedygtige virksomheder få rimelige markedsvilkår ved at lade konkurrenter dø, der ellers kun overlever pga. den pengeregighed, som centralbankerne har skabt.

Hvis man er villig til at acceptere, at økonomien er cyklisk, og at "zombie-virksomheder" skal have lov til at gå konkurs, selvom det kan være smertefuldt på kort sigt, ville vi opnå en langt bedre allokering af ressourcer, ligesom deflationen ville aftage. Højere renter vil også sikre, at private opsparere kan opnå et afkast på deres opsparing og derfor kan begynde at bruge flere penge, i stedet for at skulle spare op som følge af stadigt lavere afkast.

Det nuværende scenarie med pengeregighed har ført til tilstrækkelig misallokering af kapital måske bedst eksemplificeret ved, at enormt gældssatte stater kan finansiere sig til negative renter. Vanskeligheden må nødvendigvis stoppe.

Sammenfatning

Denne dag vil dog formentlig lade vente på sig, eftersom konsekvenserne af højere renter for en gældssat verden er særdeles uoverskuelige. Det må formodes, at den nuværende monetære politik vil fortsætte i en årrække endnu, og at den økonomiske vækst derfor fortsat vil være lav. I dette miljø vil renterne forblive lave, og man får intet afkast på rentemarkederne.

Omvendt er det vores vurdering, at aktiemarkedet i de kommende år vil tilbyde et rimeligt afkastpotentiale, men at det samtidigt er nødvendigt at være ekstrem selektiv i aktieudvælgelsen. For det første er der en betydelig andel af selskaberne på børsen, der ikke genererer frit cash flow. Det frie cash flow er dét, som aktionærene råder over, og hvis et selskab ikke – nu eller i fremtiden – genererer frit cash flow, er dets værdi principielt 0 kr. Andre virksomheder har historisk genereret godt frit cash flow, men vil i de kommende år blive udsat for massiv forandring. Den teknologiske acceleration drevet af Moore's Lov (læs mere i perspektivet "[Den anden halvdel af skakbrættet. Moores lov og teknologiinvesteringer](#)") betyder accelererende "disruption" for tidligere beskyttede industrier. At investere er lige så meget et fravalg, som det er et tilvalg – og fravalg bliver vigtigere de kommende år.

” At investere er lige så meget et fravalg, som det er et tilvalg – og fravalg bliver vigtigere de kommende år.

Så er der de forretningsmodeller, der i dag og i morgen vil være upåvirkede af den teknologiske acceleration, og som genererer godt cash flow. Selskaber som Nestlé, Unilever, Novo Nordisk, Visa samt tobaksselskaber som BAT og Reynolds American, der har en meget stærk "Pricing Power", vil i de kommende år i vid udstrækning kunne fortsætte deres vækst, da deres produkter oplever voksende markeder og ikke er udsatte for den teknologiske forandring, der ellers er så dominerende i disse år.

Endelig er der de virksomheder, der kan betegnes som de langsigtede vindere af den teknologiske acceleration og "disruption". Vores valg inden for denne kategori består bl.a. af selskaber som Alphabet (tidl. Google) og Facebook, som vi tror, vil dominere markedet for online-markedsføring de kommende mange år. Disse selskaber kan gøre en betydelig forskel afkastmæssigt, og er nødvendige i porteføljen, såfremt man har ambitioner om et afkast, som er højere end 5-6 pct. de kommende år.

De sidste syv år – siden 2009 – har man årligt i gennemsnit kunne opnå ca. 5 pct. afkast på obligationsmarkedet og 17 pct. på aktiemarkedet (J. Wilmot, Credit Suisse). Vi tror, de næste syv år bliver meget anderledes, og at afkastet fra obligationsinvesteringer sandsynligvis bliver negativt, samtidigt med at afkastet på aktiemarkedet bliver reduceret til ca. 5 pct. Dette er en ganske ubehagelig cocktail set i lyset af, at verdens befolkning ældes og har brug for afkast til alderdommen. I dette miljø vil det være risikabelt at investere opsparingen i passive produkter, der blot køber indekset, ligesom værdien af aktiv forvaltning vil stige. Evnen til at skabe 3-5 pct. merafkast i forhold til markedet vil være dét, der gør forskellen mellem smalkost og en rimelig alderdom.



Kilden til god performance

“Tag få simple ideer - og tag dem meget alvorligt”

Af adm. direktør og porteføljeforvalter Bo Knudsen

Visse virksomheder klarer sig kommercielt bedre over tid. Det afspejler sig i den langsigtede kursudvikling. Det samme gør sig gældende for individet. Nogle mennesker klarer sig kommercielt bedre over tid. Det kan man som investor drage nytte af.

En virksomhed er i høj grad en organisk enhed – en gruppe mennesker, som træffer valg. Når der træffes dynamiske beslutninger i en foranderlig verden, sættes den langsigtede kurs for virksomhedens fremtid.

Den akkumulerede effekt af de valg, virksomheden tager, er kilden til langsigtet god eller dårlig performance. Det er virkeligheden. Er virksomheden angstdrevet, skabes der typisk ikke langsigtet kommerciel succes. Det er en realitet.

Hvilke valg er så de rigtige?

Bogen ”The Three Rules” af Michael Raynor og Mumtaz Ahmed tager udgangspunkt i en grundig statistisk identifikation af langsigtede vindervirksomheder, og de valg de træffer. Forfatterne konkluderer tre (to!) gennemgående regler for de valg, som vindervirksomhederne tager:

1. Fokus på omsætning frem for omkostninger

- Man kan ikke spare sig til storhed og vækst. Vindervirksomheder fokuserer på omsætningsfremmende aktiviteter frem for omkostningsreduktion.

2. Fokus på kvalitet frem for pris

- Skab bedre produkter og kundeoplevelser i stedet for at konkurrere på pris.

3. Der er ingen tredje regel

- Forfatterne undersøgte en række andre 'regler' men fandt ikke andet, der systematisk gjorde en forskel.

Parallelt med reglerne på virksomhedsniveau kan disse oversættes til individniveau. Her er de tre vigtigste egenskaber:

1. **Troen på sig selv – evnen til at tænke fremdrift også i udfordrende situationer**
2. **Ønsket om hele tiden at ville forbedre og udvikle sig**
3. **Igen – der er ingen tredje regel**

Kendte succescoaches, som Tony Robbins og Deepak Chopra, beskriver med forskellige udgangspunkter de næsten uendelige muligheder for personer med den rette indstilling. Det tror vi meget på.

” Der er næsten uendelige muligheder for dem, som har den rette indstilling.

Virkeligheden er jo også, at nogle individer og virksomheder strukturelt har et bedre og bredere sæt af valgmuligheder. Som individ eller virksomhed er det unægteligt vanskeligere at opnå større kommerciel succes i krigshærgede dele af verden i forhold til Palo Alto i Californien i 2016 og frem. I visse geografiske og kulturelle områder er det lettere at skabe langsigtet kommerciel succes – ligesom det i visse industrier er lettere at differentiere sig samt at skabe og vedligeholde vedvarende konkurrencefordele. Det kan man som investor drage nytte af – hvis man giver sig selv lov.

I investeringsindustrien i 2016 er der skabt mange bindinger på det frie valg. Kortsigtethed, benchmarking og en higen efter konsistens for konsistensens skyld er tre væsentlige årsager til denne ulykkelige situation.

Systemet tvinger investorer til en begrænset tankegang, og der investeres i utallige gennemsnitlige selskaber, som over tid af forskellige årsager ikke kan eller vil forbedre sin performance. Der skabes derfor ikke ekstraordinær værdi over tid. Ekstraordinær værdi skabes ved at investere i de ekstraordinære individer og virksomheder, som tror, det er muligt at skabe ekstraordinær værdi over tid, og som er velpositionerede til det. Naturligvis med passende hensyn til prisen, der betales for aktierne i disse få udvalgte langsigtede vindere.

” I investeringsindustrien i 2016 er der skabt mange bindinger på det frie valg. Kortsigtethed, benchmarking og en higen efter konsistens for konsistensens skyld er tre væsentlige årsager til denne ulykkelige situation.

I forbindelse med innovation introducerede den østrigske nationaløkonom Joseph Schumpeter begrebet ”kreativ destruktion” som et organisk og dynamisk begreb for mere end 70 år siden. I dag er begrebet mere relevant end nogensinde. Inden for visse industrier sker denne banebrydende forandring – hvor det eksisterende udkonkurreres af det nye – langsomt. I områder med lange produktcykler inden for f.eks. fødevarer- og sundhedsområdet er der etableret stærke globale virksomheder med stærke brands, god lokal forståelse samt omfattende distributionsnet, som står velpositionerede til de næste generationer af forbrugere.

” Inden for visse industrier sker denne banebrydende forandring – hvor det eksisterende udkonkurreres af det nye – langsomt.

Det langsigtede perspektiv lønner sig

Specielt de kommende 10 til 20 år, vil det langsigtede perspektiv lønne sig, og særligt tre trends spiller en afgørende rolle og driver kreativ destruktion:

1. **”Catch up” potentialet i selektive økonomier i emerging markets**
2. **Internettet**
3. **Den kommende energi- og transportrevolution**

” Et lotteri giver dig sjældent gevinst, men aktiemarkedet er på langt sigt ikke et lotteri.

Mennesker, der arbejder i den organiske enhed kaldet en virksomhed, må have stor forståelse for disse trends for kontinuerligt at kunne træffe de valg, der skaber de få udvalgte langsigtede vindere. Den grundlæggende tanke, at aktiemarkedet er en form for lotteri, stemmer for de fleste kortsigtede investorer. Et lotteri giver dig sjældent gevinst, men aktiemarkedet er på langt sigt ikke et lotteri. Den langsigtede investor har derimod høj sandsynlighed for en positiv forrentning af kapitalen.

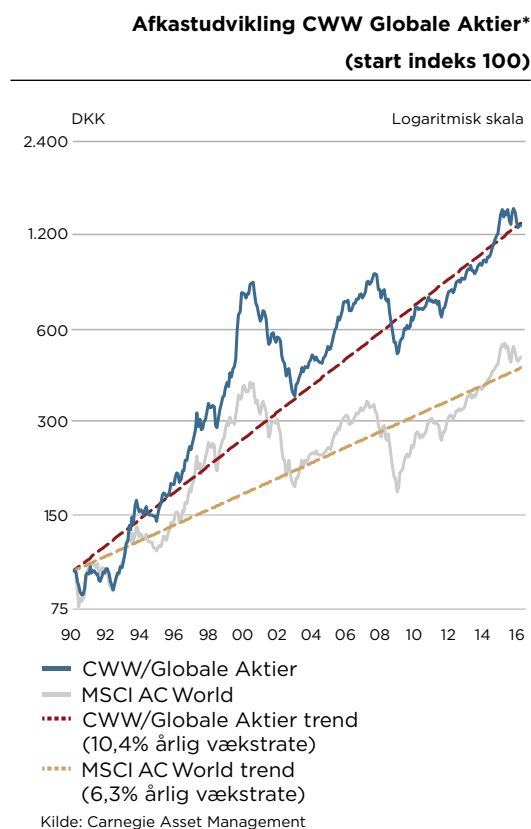
Den langsigtede investor tager bestik af de langsigtede trends, der skaber vindere og tabere. Den langsigtede investor evaluerer løbende de beslutninger, der tages i virksomhederne i forhold til, om de er overvejende strategisk rigtige set i forhold til en global tematisk indsigt.

” Den langsigtede investor tager bestik af de langsigtede trends, der skaber vindere og tabere.

Kilden til god performance er simpel: Visse virksomheder – ligesom visse individer – klarer sig bedre end andre over tid. Den dygtige investor er i stand til at forstå og udvælge disse virksomheder til porteføljen, når aktiekursen finder et attraktivt niveau. Det er i accept af den virkelighed, vi finder fremtidens vindere.

I figur 1 ses udviklingen i CWW Globale Aktier sammenlignet med benchmarket MSCI AC World over mere end 25 år. Den relative forskel kan blandt andet forklares i de valg, vindervirksomhederne har truffet over tid – en rejse vi som langsigtet forvalter har været med på. Vi har nøje udvalgt specifikke selskaber til vores afdeling Globale Aktier, som vi tror får medvind – også i de kommende år.

Figur 1



*Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. For en nærmere beskrivelse af investeringsstrategiens risici henvises til afdelingens centrale investorinformation og prospekt på cww.dk. Benchmark er MSCI AC World.



DET ER IKKE KUN EN
AMBITION AT SKABE
GODE AFKAST -
DET ER VORES
PASSION

Indiske miljøvisioner skaber arbejdspladser

Af porteføljeformaler Mogens Akselsen

Forureningen i New Delhi har nået et stadie, hvor byen er så ramt af smog og anden forurening, at den har overhalet Beijing i Kina som verdens mest forurenede storby. Set ude fra verdensrummet er byen indhyllet i en tyk tåge, der kommer af partikler fra forbrænding af bl.a. diesel og kulfyrede kraftværker. Ud over New Delhi er hele 12 indiske byer listet på WHO's seneste top 20-liste over verdens mest forurenede byer.

” Ud over New Delhi er hele 12 indiske byer listet på WHO's seneste top 20-liste over verdens mest forurenede byer.

Mens der i Kina fra myndighedernes side informeres om forureningen, har problemerne i Indien først nu fundet vej til den politiske dagsorden. Med den indiske statsminister Narendra Modi i spidsen iværksættes i dag innovative projekter, der samlet set skal være med til at rense miljøet og som en sidegevinst skabe velstand og nye arbejdspladser til Indiens voksende befolkning.

Målbare miljøforbedringer

Myndighederne har nu indført forskellige initiativer for at forbedre miljøet. Dels bliver al biltrafik opdelt på specifikke køredage efter princippet ”lige og ulige nummerplader”, hvorved man halverer forureningen fra biler. Al lastvognskørsel i New Delhi må også kun ske efter kl. 23. Desuden bliver kulkraftværket i Badarpur i den sydøstlige del af New Delhi lukket, når man som mål i 2020 kan forsyne borgerne med elektricitet via solenergi. Hertil kommer fjernelse af støv i gaderne, ligesom ”tilbud om skrot af biler” er på tegnebrættet.

Hvor der er vilje, er der en... flod

Det projekt, der pt. fylder mest på den indiske dagsorden, er Modis initiativ om flodtransport. Med dette skal der graves 30 kanaler svarende til 15.000 kilometer, så de 37 indiske floder kan forbindes med hinanden. På den måde kan man – udover at forbedre

infrastrukturen og lede dele af trafikken uden om de belastede byer – både forbedre vandforsyningen til storbyerne, men også kunstvandingen i landområderne og dermed øge effektiviteten i landbruget. Når projektet iværksættes, skabes der nye arbejdspladser, hvad der tillige er stort behov for. Dog frygter mange kritikere korrupsion og ukontrollable budgetter samtidigt med et skadet dyreliv, vandbårne sygdomme og forsølt grundvand – og ikke mindst at projektet kan skabe forstyrrelser af monsunen.

” Når projektet iværksættes, skabes der nye arbejdspladser, hvad der tillige er stort behov for.

Uanset hvad, er der i regeringstoppen bred enighed om det akutte behov for en miljømæssig omstrukturering, der kan aflaste og ”rense” miljøet i byerne.

I slipstrømmen på initiativet om flodtransport følger et politisk ønske om mindre afhængighed af olieimport, omprioritering til alternativ grøn energi samt et ønske om at nedbringe importen af teknologiske komponenter. Med slogans som ”Come to India” forsøger Modi at vippe den indiske betalingsbalance over på den rigtige side med tyngden lagt på selvforsyning frem for import.

” Vi ser, at der i Indien i dag er skabt politisk flertal og grobund for at gennemføre langsigtede miljøforbedrende projekter.

Dette gøres bl.a. ved at lokke udenlandske investorer til landet og udnytte den billige indiske arbejdskraft og produktion, men også ved at skabe tag over hovedet til den voksende middelklasse med et byggeinitiativ på omkring 30 mio. huse, der igen skaber arbejde i den indiske byggeindustri.



Vi ser, at der i Indien i dag er skabt politisk flertal og grobund for at gennemføre langsigtede miljøforbedrende projekter. Historisk har Modi også vist, at han er manden for at kunne gennemføre større projekter. F.eks. har han via et tidligere politisk initiativ leveret vand og strøm til landbruget i større målestok. Derfor er der god grund til at tro, at Modi også denne gang vil kunne gennemføre projektet om vandinfrastruktur. Lykkes projektet, trækker det nye arbejdspladser med sig, og kan – i fald der ikke indtræffer større ødelæggende korrupsionsskandaler – skabe en såkaldt positiv spiral, der dels får den indiske befolkning til at bakke talstærkt op om den siddende regering og dels får skabt et renere miljø til gavn for befolkningen.

Denne udvikling er direkte positiv for Larsen & Toubro. Selskabet er Indiens førende partner og entreprenør på udvikling af infrastruktur, nybyggeri, havne, skibsbygning, transmissionselementer, specialdesignet entreprenørudstyr og -maskiner, tilpasning af forsyningsanlæg samt hele fabrikker. Afdeling Asien har været investeret i Larsen & Toubro siden 2012.

**” I Indien er denne type infrastrukturprojekter vigtige for hele forløsningen af det indiske vækstpote-
ntiale.**

I Indien er denne type infrastrukturprojekter vigtige for hele forløsningen af det indiske vækstpote-
ntiale, hvor gennemførelsen af disse projekter vil have en positiv afsmittende effekt på hele det indiske aktiemarked.

Nye vinde i Sydamerika

Af porteføljeformaler Aman Kalsi

Nye vinde blæser i Sydamerika. Vinde, der både i dag og på sigt kan skabe vækst og forbedrede kår for mange i den fjerdestørste verdensdel med godt 385 mio. indbyggere.

Latinamerika har gennem de sidste 80 år gennemgået en utrolig kompleks politisk og økonomisk transformation. Fra en række nationalistiske/populistiske bevægelser til militære diktaturer og neoliberale politikker tilbage til socialistiske bevægelser, som igennem 00'erne blev understøttet af det velkendte råvareboom. Siden er det blevet en realitet, at den uansvarlige økonomiske politik og uddelingen af "gaver" til den brede befolkning med hjælp fra de stigende råvarepriser, ikke var en holdbar model.

” Latinamerika har gennem de sidste 80 år gennemgået en utrolig kompleks politisk og økonomisk transformation.

Som en reaktion på de økonomiske usikkerheder, der er opstået i kølvandet af enden på råvareboomet, ser vi i øjeblikket en række ledere, der har et større fokus på reformer. Det store spørgsmål er, om dette er en midlertidig periode, inden de populistiske tendenser vender tilbage, eller om det er mere permanent, og om disse lande med tiden kan klassificeres som "Advancing Reformers" – et begreb, som vi, i Carnegie WorldWide, anvender om lande, som dels bevæger sig op ad i værdikæden og dels implementerer strukturelle reformer, der kan sikre bæredygtig vækst. Der er dog ingen tvivl om, at dette kan blive en udfordring, særligt i en region, hvor populisme og folkelige bevægelser har præget historien.

Træk i en mere markedsvenlig retning

Igennem de senere år er de sydamerikanske lande blevet udfordret af to væsentlige forhold: dels af den økonomiske afmatning på globalt plan og dels af de faldende råvarepriser. Overordnet set har Sydamerika udviklet sig økonomisk i en mere markedsvenlig retning i de senere år, men ikke desto mindre er afhængigheden af olie- og råvareeksport generelt stor. Som konsekvens heraf er

landene tvunget til at justere deres økonomiske modeller, implementere strukturelle reformer og med tiden bevæge sig op ad i værdikæden.

” Overordnet set har Sydamerika udviklet sig økonomisk i en mere markedsvenlig retning i de senere år.

Mexico er et godt eksempel på et land, som har opnået store økonomiske gevinster ved implementering af strukturelle reformer og yderligere fokus på samhandel og er i dag en af verdens førende eksportører af biler.

Mexicos seneste og meget omfattende reformplan, der blev lanceret i 2012, var fokuseret på at:

- forbedre uddannelseskvaliteten (og dermed styrke den langsigtede konkurrenceevne)
- sikre større lånemuligheder for små/mellemstore virksomheder
- øge produktiviteten inden for telekommunikation og energisektoren
- udvide skattegrundlaget for at forbedre den finanspolitiske situation

Med energireformen, hvor sektoren blev åbnet for private aktører, skabtes muligheden for en reduktion af prisniveauet i det industrielle elforbrug. I 2015 blev det anslået, at mexicanske virksomheder i gennemsnit betalte 75 pct. mere for deres elforsyning i forhold til tilsvarende amerikanske virksomheder, bl.a. grundet forhøjede omkostninger til komprimering af naturgas i transportøjemed. Den nye rørledningskapacitet betyder, at Mexico nu kan transportere dobbelt så meget gas, og derfor også nedbringe store dele af omkostningerne til komprimering.

Ienova – en af investeringerne i afdeling Emerging Markets – er fokuseret på udbygning af el- og gasinfrastrukturen i Mexico og er derfor direkte eksponeret mod energireformen.



I sidste ende vil dette reducere omkostningerne til el for virksomheder beliggende i Mexico, og på marginalen gøre dem mere konkurrencedygtige på globalt plan. Vi har valgt at investere i ejendomsselskabet Corporación Vesta netop ud fra den tese, at vi i stigende grad ser Mexico som et globalt produktionscentrum. Vesta udvikler ejendomme rettet mod logistik og fremstillingsvirksomheder i de mest oplagte industrielle regioner i Mexico.

Fremtidens morgenluft vejres

Bevægelsen i en mere markedsvenlig retning i Sydamerika gennem de senere år er blevet overskygget af den kaotiske og dystre politiske og økonomiske situation i regionens største økonomi, Brasilien, hvilket da også har været forsidestof igennem de senere år.

Dog ser vi lys for enden af tunnelen i Brasilien som følge af kampen mod korruption, som i øjeblikket kulminerede i en rigsretssag mod den suspenderede præsident Dilma Rousseff. Hun var mistænkt for indirekte at være involveret i korruptionsskandalen i landets største virksomhed, Petrobras (Brazilian Petroleum Corporation). Det faktum, at rigsretssagen er en realitet, og at man muligvis kan se frem mod mindre politisk usikkerhed og en mere markedsvenlig præsident, har været medvirkende til en kraftig stigning på det brasilianske aktiemarked igennem de seneste måneder. Ikke mindst giver dette forløb også en pejling på, om det

brasilianske demokrati og i særdeleshed det juridiske system fungerer hensigtsmæssigt.

” Vi ønsker mere klarhed omkring det politiske billede, inden vi muligvis investerer i de bedste brasilianske aktier.

I afdeling Emerging Markets har vi igennem de senere måneder dog ikke øget vores eksponering mod Brasilien, idet vi vurderer, at det politiske billede fortsat vil være broget og komplekst trods Rousseffs eventuelle afgang. Vi ønsker mere klarhed omkring netop det politiske billede, inden vi muligvis investerer i de bedste brasilianske aktier.

I Argentina har vi ligeledes oplevet en ændring på den politiske front. Den nyvalgte præsident Mauricio Macri fokuserer på reformer. Macri ser behov for indenrigspolitisk at forny og effektivisere den offentlige sektor og skabe bedre vilkår for erhvervslivet. Han har samtidig været aktiv i forhold til at løse konflikten med de amerikanske kapitalfonde, der tvang Argentina ud i en teknisk bankerot i juli 2014, og det har vist sig at have båret frugt. Efter

15 år er Argentina nu igen at finde på de internationale obligationsmarkeder, og det er vigtigt i forhold til landets finanser og vækstmuligheder.

” Vi forventer, at Colombia i de kommende år vil blive et af Sydamerikas mest attraktive investeringslande og yderligere vil kunne løfte væksten i landets BNP.

I Columbia har præsident Juan Manuel Santos – til trods for modvind i form af den negative råvareprisudvikling – skabt sociale reformer for at afhjælpe dele af den stadigt store økonomiske ulighed i landet. Samtidigt har Santos’ fokus på udbygning af infrastrukturen, herunder metroprojekter og vejnettet, der skal være med til at øge landets produktivitet. Vi forventer, at Colombia i de kommende år vil blive et af Sydamerikas mest attraktive investeringslande og yderligere vil kunne løfte væksten i landets BNP, men vi erkender, at den lave oliepris på kortere sigt sætter landets finanser under pres.

I Peru er der på nuværende tidspunkt præsidentvalg, hvor de to tilbageværende kandidater har reformfokuserede og markedsvenlige politiske grundlag, med fokus på bl.a. en opprioritering af uddannelsesområdet og udbygning af infrastrukturen.

” Olie og øvrige råvarer kan ikke længere sikre ønsket om inkluderende vækst og dermed større økonomisk lighed.

Perus mest profitable finansielle virksomhed, Credicorp, som vi har investeret i, står ekstremt stærkt i forhold til at drage nytte af et solidt politisk miljø og den forventede økonomiske vækst.

Med ovennævnte udvikling på tværs af Sydamerika opstår det naturlige spørgsmål, om dette er starten på en ny æra for Sydamerika,

eller om det blot er et kortsigtet skifte i retning af mere markedsorienterede ledende regeringer.

Med den underliggende erkendelse af, at olie og øvrige råvarer ikke længere kan sikre ønsket om inkluderende vækst og dermed større økonomisk lighed, tror vi, at der i hvert fald på kortere sigt blæser reformvenlige vinde på kontinentet.

” Tiden vil vise, hvorvidt vi som investorer kommer til at opleve en mere kraftig og strukturel medvind fra den politiske front i Sydamerika.

Dog er det vores opfattelse, at nøglen til stabil vækst skabes via solide politiske institutioner, der formår at gennemføre politikker og strukturelle reformer, der gradvist skaber flere arbejdspladser, løfter det generelle disponible indkomstniveau og overordnet set skaber inkluderende vækst på tværs af samfundet. Dette vil sænke incitamentet til populistisk oprør og åbne for et friere og mere markedsvenligt Sydamerika. Tiden vil vise, hvorvidt vi som investorer kommer til at opleve en mere kraftig og strukturel medvind fra den politiske front i Sydamerika og derfor kan blive mere komfortable i forhold til at øge eksponeringen mod regionen. Vi kan i hvert fald konstatere, at vi i øjeblikket mærker en behagelig brise, der blæser på tværs af kontinentet.



Forventninger til aktiemarkedet

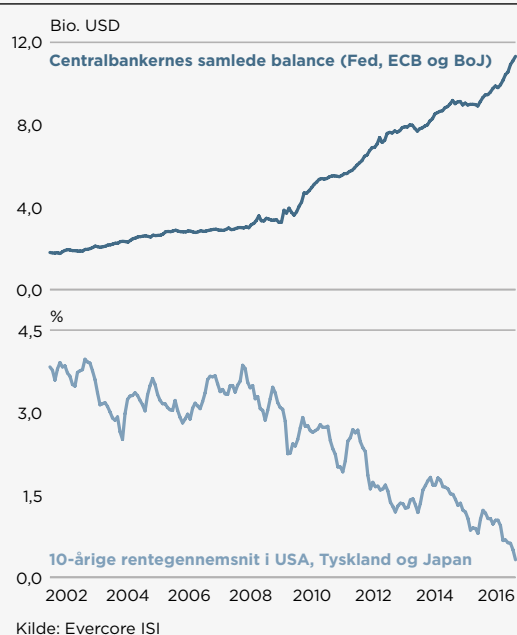
Brexit skabte stor kortvarig uro på de finansielle markeder, men inden juni var omme, havde de globale aktiemarkeder genvundet det tabte, trods den store usikkerhed som Storbritanniens udtræden af EU skaber.

Vi ser, at der er to faktorer på spil. Det er vores opfattelse, at den amerikanske økonomi er en af de vigtigste faktorer at følge, og her ser vi fortsat en moderat positiv vækst på 2-2,5 pct. drevet af en positiv fremgang i forbrugernes indkomst. Den anden vigtige faktor er fjernelsen af renteafkast fra de vestlige statsobligationer. Dette er resultatet af centralbankernes massive opkøb af statsobligationer.

I grafen til højre ses sammenhængen tydeligt. Renterne på de tiårige statsobligationer (målt som et gennemsnit af USA, Tyskland og Japan) er faldet mod nul, siden centralbankerne efter finanskrisen iværksatte kvantitative lempelser (i grafen målt på størrelsen af deres balancer) via opkøb af statsobligationer. Siden 2009 har centralbankerne i USA, EU og Japan samlet set udvidet deres balancer med ca. USD 8 billioner. USA og Japan har alene stået for USD 7 billioner, men i lyset af den politiske og økonomiske krise i Europa, forventer vi fremadrettet, at den europæiske centralbank vil udvide sine opkøb. Vi står i dag i en situation, hvor centralbankernes opkøb af obligationer langt overstiger udbuddet. Resultatet er tydeligt. Afkastet på statsobligationer er nul, og virksomhederne kan i dag udstede obligationer til den laveste rente i 50 år. Investorerne er derfor tvunget til at søge mod alternativer for at opnå afkast.

Vi befinder vi os i den sene fase af stigningen på aktiemarkedene. Denne fase byder ofte på større udsving. Når vi kigger på de historiske paralleller, vil markedsafkastene fremadrettet formentlig blive lavere end stigningerne de seneste syv år. Vi forventer derfor et langsigtet gennemsnitsafkast på aktier på ca. 4-5 pct. årligt. Aktiemarkedene har det seneste års tid bevæget sig sidelæns drevet af bekymring for den økonomiske vækst i Kina og USA, renteforhøjelser i USA samt et Europa i politisk krise og med et underkapitaliseret banksystem. Vi ser således et billede, hvor de mange

Centralbankernes opkøb presser renterne ned



bekymringer efterhånden er indregnet i aktiekurserne. Så længe vi har kombinationen af et USA, der vokser moderat, og centralbankerne, der fjerner renteafkastet på obligationer, er der et godt fundament for en moderat positiv udvikling på aktiemarkedene.

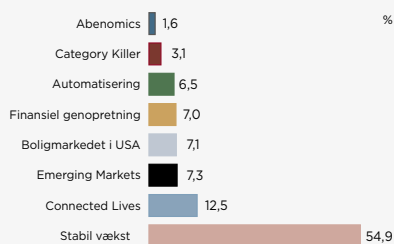
Geografisk ser vi stadig muligheder for at finde gode investeringer i USA med fokus på ledende selskaber inden for vækstområder som "Forbundne liv", sundhed og indenlandsk forbrug. Vi har i år set, at emerging markets-aktierne begynder at gøre det bedre end de vestlige markeder efter en længere periode med lavere afkast. Inden for dette område har vi særligt fokus på de lande, hvor der er gode politiske og strukturelle rammer for vækst.

Med udsigt til en udskydelse af renteforhøjelserne i USA og en stagnerende amerikansk dollar er der basis for, at emerging markets-aktierne kan fortsætte denne udvikling.



Globale Aktier

Temaoversigt pr. 30.06.2016



Status på kvartalet

Den største makroøkonomiske begivenhed i andet kvartal var EU-afstemningen i Storbritannien, hvor resultatet sendte chokbølger gennem valuta- og aktiemarkedene, som dog blev kortvarige. Afdelingens indre værdi steg 2,1 pct. Dette var lidt under det generelle aktiemarked, hvor afdelingens benchmark MSCI AC World steg 3,4 pct. Det lidt lavere resultat kan bl.a. henføres til vores investeringer i L Brands og Bayer, som faldt hhv. 21 og 11 pct., samt en høj eksponering til finanssektoren. L Brands rapporterede skuffende salg og en omstrukturering af Victoria's Secret-forretningen, hvor katalogsalg og badetøj udgår af sortimentet. Bayer annoncerede et opkøbstilbud på Monsanto, en amerikansk multinational agrokemisk koncern, som skal gøre Bayer til verdens største inden for agrokemi. Vi ser det som gode tiltag, som vil komme den langsigtede investor til gode. Samtidigt var det positivt, at både japanske Keyence og amerikanske McKesson steg med over 20 pct. i kvartalet, samt at afdelingens store investering i den indiske realkreditbank HDFC steg 14 pct. I første halvår ligger afdelingen stadig efter sit benchmark med 6,2 pct., hvilket ikke er tilfredsstillende. Med til historien hører dog, at afdelingen havde et stort merafkast på godt 8 pct. i 2015, hvor undervægten i energi- og forsyningssektoren bidrog positivt, hvilket indtil videre er lige omvendt i 2016. Ligeledes har afdelingens overvægt i finanssektoren i 2016 bidraget til det dårligere resultat i modsætning til i 2015, hvor disse aktier bidrog positivt til afkastet.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Det er vores opfattelse, at det fortsat er den amerikanske økonomi, som er den vigtigste parameter for de globale aktiemarkeder fremadrettet. Den moderate vækst på 2-2,5 pct. i USA er et centralt element i vores positive syn på aktier. Det står klart, at briterne nej til EU har skabt endnu en risikofaktor foruden flygtningekrisen, terrortruslen og de potentielle negative konsekvenser af nulrenter. Udfordringerne for EU-samarbejdet sænker alt andet lige afkastforventningerne til aktiemarkedene. Vi forventer 5-6 pct. p.a. fremover samt større udsving på markederne. Vores hovedfokus er på store og stabile vækstskaber med stærke balancer. De udgør 55 pct. af porteføljen. Hertil kommer investeringer i en række væksttemaer bl.a. "Forbundne liv". Afdelingen har lav eksponering til Sydeuropa og britisk økonomi, som p.t. ser mest sårbare ud. Afdelingen har stadig ingen investeringer inden for energi, telekommunikation og offentlige værker.

Omlægninger

Der var ingen omlægninger i kvartalet.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode Udbytte afd. DK0010157965

Afdelingens start: 30.06.1990

Fondskode Akk. afd. DK0060655702

Afdelingens start: 15.12.2015

Nøgletal 30.06.16 Udbytte afd. Akk. afd.

Formue (i 1.000 kr.)	4.577.723	149.768
Cirkulerende andele stk.	6.539.430	1.590.053
Udbytte	77,00	0,00
Indre værdi	700,02	94,19
Officiel kurs	701,00	94,75

Investeringsfilosofi

Det er muligt at investere i Globale Aktier via en udbyttebetalende afdeling eller en akkumulerende afdeling.

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen. Investeringsfilosofien adskiller sig ved at være meget fokuseret. Afdelingen investerer i 25-30 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt.

Det er vores erfaring, at få selskaber giver mulighed for et indgående kendskab til hvert enkelt selskab, hvorved risikoen bedre kan kontrolleres. Vi arbejder målrettet på at forstå fremtidens trends. Men endnu vigtigere 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 forvaltere indgår i et tæt samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Læs mere på: www.cww.dk/ga

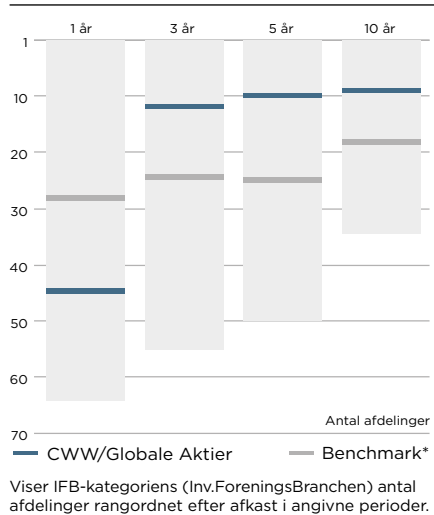
Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	-6,3	42,7	82,9	91,0	10,5
Benchmark*	-3,7	39,1	69,1	67,4	6,4
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	-2,6	3,6	13,8	23,6	4,1

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	13,1	12,4	13,5	16,0
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,6	11,1	13,4	15,4
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,9	1,0	0,4	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2016

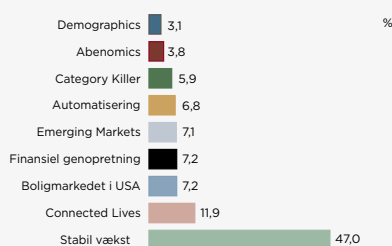
	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	7,0
Råvarer	Ecolab					4,4	4,9
Industri og service				Fanuc		2,1	10,4
Forbrugsgoder - cykliske	Dollar General Home Depot L. Brands		Vivendi	Bridgestone		15,3	12,3
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health Reynolds	BAT	Nestlé Unilever			18,3	11,0
Medicinal	Gilead Sciences McKesson		Bayer Novo Nordisk			13,0	12,2
Finans	Citigroup First Republic Bank TD Ameritrade Wells Fargo	Prudential	UBS	AIA Group	HDFC	24,5	19,7
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa		Amadeus IT	Keyence		22,4	14,9
Telekommunikation						0,0	4,0
Koncessioneret service						0,0	3,6
Andet						0,0	0,0
Total	54,3	7,3	19,8	11,3	7,3	100,0	-
Benchmark*	56,7	6,4	14,8	11,6	10,5	-	100,0

* Benchmark er pr. 11.2010 ændret fra MSCI World til MSCI AC World inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bag navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers aktiebeholdning.



Globale Aktier Etik-ak

Temaoversigt pr. 30.06.2016



Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder, målt ved MSCI AC World's globale indeks, gav et positivt afkast på 3,4 pct. i årets andet kvartal. Afdelingen gav et positivt afkast på 0,9 pct., hvilket er lavere end det generelle aktiemarked.

EU-afstemningen i Storbritannien rystede valuta- som aktiemarkederne. Rystelserne var dog kortvarige, hvorfor mange aktiemarkeder sluttede kvartalet uforandret. Afdelingens mindre gode afkast var bl.a. forårsaget af vores høje eksponering til finansaktier samt negative bidrag fra vores investeringer i henholdsvis L Brands og Bayer. L Brands har omstruktureret Victoria's Secret-forretningen, og lukker således ned for salg via katalog og salg af badetøj. Dette påvirker resultatet negativt på kort sigt, men på længere sigt ser vi positivt på tiltagene. Bayer annoncerede et opkøbstilbud på det multinationale amerikanske selskab Monsanto, som skal gøre Bayer til verdens største inden for agrokemi. Vi ser begge dele som gode tiltag, som vil komme den langsigtede investor til gode.

For første halvår ligger afdelingen stadig efter sit benchmark med 7,8 pct., hvilket ikke er tilfredsstillende. Med til historien hører dog, at afdelingen havde et stort merafkast på godt 9 pct. i 2015, hvor undervægten i energi- og forsyningssektoren bidrog positivt, hvilket indtil videre er lige omvendt i 2016. Ligeledes har afdelingens overvægt i finanssektoren i 2016 bidraget til det dårligere afkast i modsætning til i 2015, hvor disse aktier bidrog positivt til afkastet.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstelskaber, som er karakteriseret ved en stærk markedspostionering og en stærk ledelse. Foruden de stabile vækstelskaber, investerer afdelingen i unikke selskaber, der drager fordel af medvinden fra en række strukturelle vækstområder bl.a. inden for teknologiområdet.

Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke har investeret i tobaksselskaberne BAT og Reynolds American, som afdeling Globale Aktier har investeret i. I stedet har vi valgt at investere i Nike, Roche og Shimano.

Omlægninger

Der var ingen omlægninger i årets andet kvartal.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0060287217

Afdelingens start: 07.03.2011

Læs mere på: www.cww.dk/etik

Nøgletal

30.06.16

Formue (i 1.000 kr.) 420.683

Cirkulerende andele stk. 4.010.470

Udbytte 18,50

Indre værdi 104,9

Officiel kurs 104,00

Investeringsfilosofi

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

Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen investerer i selskaber, som vi vurderer, har en samfundsansvarlig adfærd.

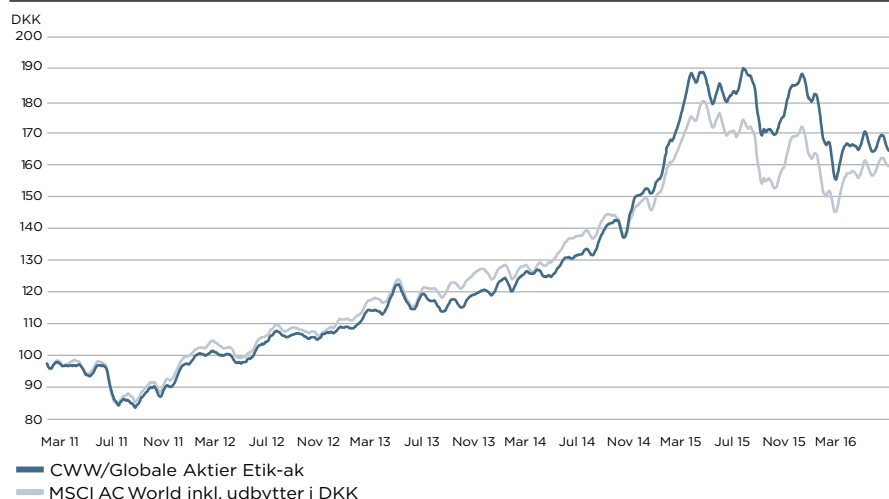
Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

Afdeling Globale Aktier Etik-ak har samme investeringsproces som afdeling Globale Aktier, men inden der investeres i et nyt selskab, screenes selskabet af en ekstern konsulent, som sikrer, at selskaberne i porteføljen overholder internationale konventioner og normer samt udviser sociale- og miljømæssige hensyn.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik-ak	-7,9	44,3	75,7	-	10,2
Benchmark*	-3,7	39,1	69,1	-	9,6
Globale Aktier Etik-ak merafkast ift. benchmark*	-4,2	5,2	6,6	-	0,6

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	12,9	12,1	-	11,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,6	11,1	-	10,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,9	0,9	-	0,8

Afkastudvikling (start indeks 100)



Aktieporteføljen pr. 30.06.2016

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	7,0
Råvarer	Ecolab					4,8	4,9
Industri og service				Fanuc		2,2	10,4
Forbrugsgoder - cykliske	Dollar General Home Depot L Brands Nike		Vivendi	Bridgestone Shimano		20,1	12,3
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health		Nestlé Unilever			10,4	11,0
Medicinal	Gilead Sciences McKesson		Bayer Novo Nordisk Roche Holding			16,1	12,2
Finans	Citigroup First Republic Bank TD Ameritrade Wells Fargo	Prudential	UBS	AIA Group	HDFC Bank	24,8	19,7
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa		Amadeus IT	Keyence		21,6	14,9
Telekommunikation						0,0	4,0
Koncessioneret service						0,0	3,6
Andet						0,0	0,0
Total	52,7	2,6	23,7	13,8	7,2	100,0	-
Benchmark*	56,7	6,4	14,8	11,6	10,5	-	100,0

* Benchmark er MSCI AC World inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bag navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik-ak's aktiebeholdning.



Globale Aktier Stabil

Status på kvartalet

Brexit har præget de finansielle markeder og har medført usikkerhed. Afdelingens koncept har vist sit værd, og afdelingen har haft en relativ stabil kursudvikling. I kvartalet blev det til en fremgang på 8,9 pct., hvilket er en smule højere end afdelingens benchmark, MSCI AC World Min. Volatility, der gav et afkast på 7,3 pct. Aktiemarkedene bliver understøttet af ekstremt lave renter med negative 10-årige renter i bl.a. Tyskland, Japan og Schweiz. Langt hovedparten af vores investeringer aflagde gode kvartalsregnskaber. Kvartalets højdespringer blev Ingredion, der producerer ingredienser til fødevarerindustrien – aktien steg knap 25 pct.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen investerer i selskaber med en stærk konkurrencemæssig position og en stabil forretningsmodel. Det gør konjunkturudviklingen mindre afgørende for selskabernes indtjening. Vi stræber kontinuerligt efter at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving. Dette er baggrunden for, at porteføljen må forventes at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked. Vi har eksempelvis investeret i den amerikanske apoteker kæde Walgreens Boots Alliance og den engelske producent af husholdningsprodukter og håndkøbsmedicin, Reckitt Benckiser.

Omlægninger

I udvælgelsen af afdelingens investeringer lægger vi vægt på, at selskaberne formår at øge indtjeningen år efter år, da det skaber fundamentet for værditilvækst. Vi har bl.a. købt det tyske ejendomsselskab **Deutsche Wohnen**, der ejer udlejningsejendomme med hovedfokus på Berlin. Berlin oplever øget tilflytning, hvilket skaber grobund for stigende huslejepriser. Derudover har vi købt det japanske teleselskab **Nippon Telegraph and Telephone (NTT)**, der rationaliserer deres indenlandske teleydelser. NTT-aktien er billigt prisfastsat set i et globalt perspektiv, og selskabet udbetaler et udbytte på 2,5 pct., hvilket er særdeles attraktivt sammenlignet med negative 10-årige renter i Japan.

Vi har solgt den amerikanske supermarkedskæde **Target**, fordi selskabet presses mere end vi oprindeligt havde forventet – af online konkurrenter. Onlinekonkurrencen har været et gennemgående tema for detailhandlen i USA i år, og der er intet, der tyder på, at Amazons konkurrencekraft er aftagende.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010312529

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/stabil

Nøgletal

30.06.16

Formue (i 1.000 kr.) 206.890

Cirkulerende andele stk. 1.479.067

Udbytte 13,00

Indre værdi 139,88

Officiel kurs 139,00

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe et højere afkast end MSCIs globale indeks for stabile aktier og samtidig holde en risiko, der er lavere end på det globale aktiemarked.

Vi håndplukker 40-60 selskaber, der hovedsageligt tilhører den fjerdedel af det globale aktiemarked med lavest kursudsving. I udvælgelsesprocessen har vi fokus på selskaber, som opfylder tre kriterier: 1) har en stabil og holdbar forretningsmodel 2) kan købes til en attraktiv pris 3) er inde i en positiv udvikling.

Den samlede portefølje er diversificeret på lande og sektorer for at skabe robusthed over for pludselige markedsudsving.

Afdelingens ansvarlige porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af forningens øvrige afdelinger.

Afdeling Globale Aktier Stabil er velegnet for den langsigtede investor, som ønsker et godt aktieafkast men samtidig en lavere risiko end på det generelle aktiemarked.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil	4,0	-	-	-	15,8
Benchmark*	11,6	-	-	-	18,8
Globale Aktier Stabil merafkast ift. benchmark*	-7,6	-	-	-	-3,0

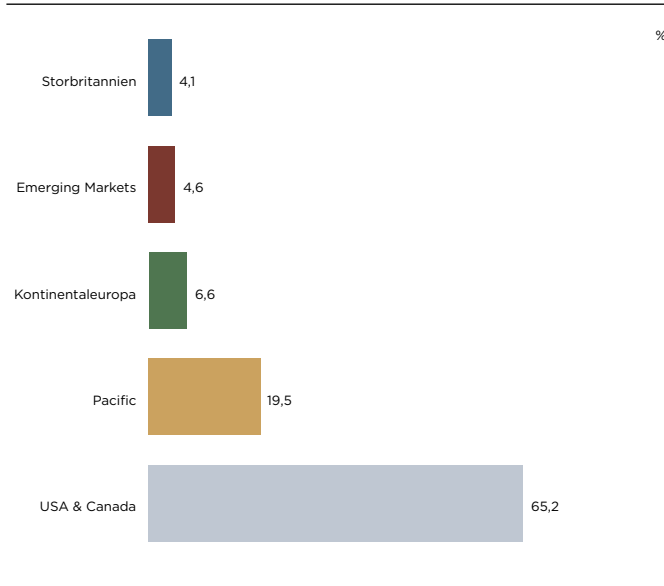
Risiko (forventet)	Globale Aktier Stabil	Benchmark*	MSCI AC World
Std.afv. % (beregnet)	11,3	10,8	12,5
Beta i fht. benchmark*	1,0	-	-
Beta i fht. MSCI All Country World	0,9	-	-

* Benchmark er MSCI ACWI Minimum Volatility inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.

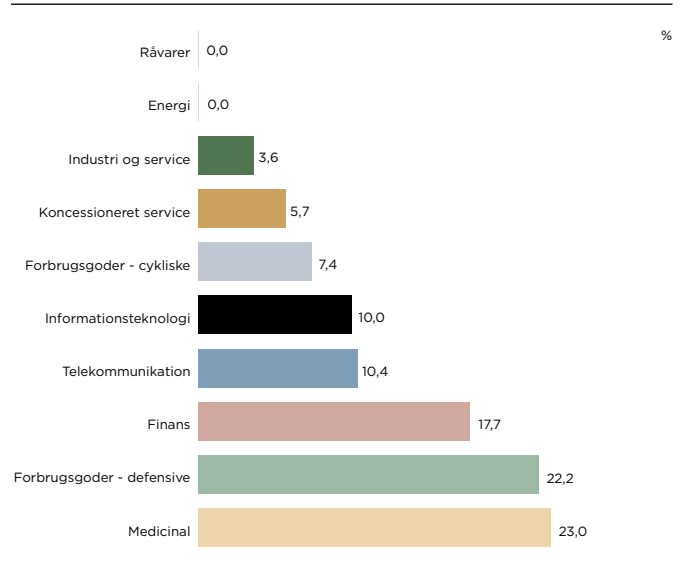
Afkastudvikling (start indeks 100)



Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.16



Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.06.16





Danske Aktier

Status på kvartalet

Det danske aktiemarked steg med 1,7 pct. i andet kvartal på trods af de umiddelbare kraftige fald oven på det britiske nej til EU. Det danske aktiemarked genvandt dog hurtigt det meste af kursfaldet. Afdelingen gav et afkast på -1,1 pct., hvilket er 2,8 procentpoint lavere end det danske aktiemarked. Det lavere afkast var resultatet af en række mindre udsving på enkeltaktier. Tre store positive bidragsydere var SimCorp, Pandora og Carlsberg, mens GN Store Nord, Lundbeck og Jyske Bank bidrog negativt. Bankaktierne blev hårdt ramt, og den politiske usikkerhed i EU vil formentlig betyde en længere periode med lave renter til skade for bankernes rentemarginal. Kvartalets store historie var afskedigelsen af adm. direktør i A.P. Møller - Mærsk, Nils Smedegaard Andersen samt bestyrelsesformandens antydning af, at en opsplittning er mulig. Aktien steg 12 pct. på nyheden om disse overvejelser. Såfremt selskabets fem forretningsområder bliver individuelt noteret på børsen, vil selskabets konglomerat-”rabat” forsvinde. Vi skønner, at denne rabat er ca. 15-25 pct. Det er positivt, at bestyrelsen overvejer den fremtidige struktur set i lyset af selskabets store udfordringer. Tabet af olie-kontrakten i Qatar har sandsynligvis spillet en væsentlig rolle i disse overvejelser. Vi ser frem til at høre nærmere.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er overvægtet med ca. 10 procentpoint i cykliske aktier og undervægtet med ca. 14 pct. i defensive aktier, mens afdelingens kontantbeholdning udgør 4 pct. Den cykliske overvægt er fordelt 75/25 mellem bankaktier og industriaktier. Bankerne, herunder særligt Danske Bank, er fortsat interessante målt på den forventede indtjening for 2016. 75 pct. af undervægten af defensive aktier stammer primært fra en undervægt af Dong Energy, Novozymes og Lundbeck og er således ikke drevet af en overordnet holdning til de to aktivklasser.

Omlægninger

I kvartalet har vi reduceret i Topdanmark og Tryk med 1 pct. i hvert selskab. Begge selskaber er veldrevne, men risikoen for en længere periode med negativ vækst gør, at vi finder aktierne mindre interessante. Provenuet er investeret i **Carlsberg**, som p.t. tilbyder en bedre afkast/risiko-balance. Vi har øget i G4S, da prisfastsættelsen giver et favorabelt afkast/risiko-forhold, og ledelsen prøver at skabe et mere fokuseret selskab. Endelig har vi investeret et mindre beløb i **Dong Energy** i forbindelse med børsnoteringen. Selskabet er verdens førende inden for offshore vindmølleparker og står godt positioneret til at vinde nye projekter, som skal opføres i årene fremover.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode DK0010249655

Afdelingens start: 23.12.1998

Læs mere på: www.cww.dk/da

Nøgletal 30.06.16

Formue (i 1.000 kr.)	1.104.935
Cirkulerende andele stk.	4.019.527
Udbytte	30,70
Indre værdi	274,89
Officiel kurs	277,20

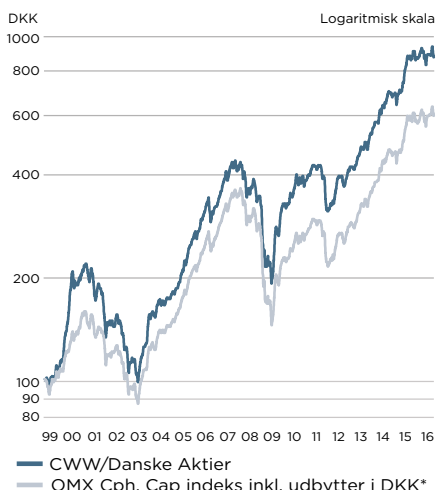
Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med 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, som påvirker de udenlandske investorers adfærd.

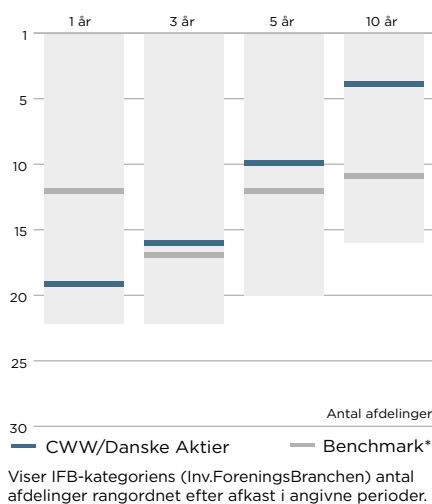
Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	3,1	87,4	124,0	186,0	13,2
Benchmark*	6,5	86,8	121,8	140,9	10,8
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	-3,4	0,6	2,2	45,1	2,4

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	12,2	14,4	18,8	19,4
Std.afv. % p.a. benchmark*	12,0	13,8	18,4	17,5
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,7	1,1	0,5	0,5

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



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 vi sikrer, 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.

Aktieporteføljen pr. 30.06.2016

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	0,1
Råvarer				0,0	8,2
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk DSV FLSmidth G4S ISS NKT Rockwool Intl. Vestas Wind Systems			29,2	25,5
Forbrugsgoder - cykliske	IC Group North Media Pandora			10,2	7,4
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg Chr. Hansen Holdning Matas		6,8	6,9
Medicinal		Coloplast Genmab GN Store Nord Novo Nordisk William Demant		27,4	26,2
Finans			Danske Bank Jyske Bank Nordea Sydbank Topdanmark Tryk	22,5	17,0
Informationsteknologi	SimCorp			3,2	1,0
Telekommunikation				0,0	1,6
Koncessioneret service		Dong Energy		0,6	6,1
Andet				0,0	0,0
Total		42,6	32,7	24,7	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 bag navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Danske Aktiers aktiebeholdning.



Asien

Status på kvartalet

Kvartalet var præget af usikkerhed pga. fokus på holdbarheden af Kinas nuværende vækstmodel samt Brexit. De asiatiske markeder endte dog med positive afkast. Afdelingen gav et positivt afkast på 5,3 pct., mens markedet steg med 2,8 pct. Merafkastet i forhold til markedet er fortrinsvis skabt via aktieudvælgelse i Indien og Kina, hvorimod overvægten i Filippinerne har været den største bidragsyder på landeniveau. Det var særligt teknologiaktier inden for smartphone-temaet, såsom Sunny Optical, Largan Precision, AAC samt Samsung Electronics, som bidrog positivt. På den negative side trak LG Chem og Hansae ned. LG Chems aktiekurs har været faldende grundet manglende licens til produktion af batterier i Kina, mens Hansaes kunder har været pressede af svage salgstal.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Hvad angår Brexit, har udfaldet kun marginal betydning for Asien, medmindre Europa ender i en recession. Afdelingen har derfor ikke ændret strategi i kølevandet på den britiske afstemning. I lighed med tidligere er vi stadig mere optimistiske over for Kina end markedet generelt. Den kinesiske model indeholder et stort forbedringspotential, og der arbejdes til stadighed på at reformere udbudssiden af økonomien. Vi fastholder derfor vores eksponering, om end vores investeringsfokus er flyttet mere over mod service og internethandel.

I andet kvartal fik Filippinerne ny præsident, som tilsyneladende er en person med stor handlekraft. Såfremt dette holder stik, vil det især gavne infrastruktur-investeringerne, hvilket er hårdt tiltrængt. Derved kan Filippinerne fastholde den høje vækst længere end antaget. Vi fastholder derfor overvægten i landet. Vi ser et stort potentiale i elektronik til biler og elbiler, hvilket også er afspejlet i vores seneste tilkøb.

Omlægninger

I kvartalet har vi øget i Tung Thih og købt **Kingpak** og **Chin Poon**, der begge har eksponering mod elektronik i biler. Ligeledes har vi købt **Sun Hung Kai (SHKP)** og **Hysan Development** i Hongkong på baggrund af en billig prisfastsættelse samt vores kontrære og positive syn på ejendomsmarkedet. Internet-eksponeringen er øget i Kina ved at købe mere i Baidu og Alibaba. Vi solgte **China Singye**, der oplever øget konkurrence, solgte begge **Suprema-selskaber** efter opsplitning, fordi strategien i vores øjne er uklar, solgte **Novatek** i Taiwan pga. stigende konkurrence samt vigende efterspørgsel og solgte **Haier Electronics** som følge af ændrede konkurrencevilkår.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode DK0060057644

Afdelingens start: 07.12.2006

Læs mere på: www.cww.dk/asien

Nøgletal

30.06.16

Formue (i 1.000 kr.) 765.986

Cirkulerende andele stk. 5.085.874

Udbytte 10,40

Indre værdi 150,61

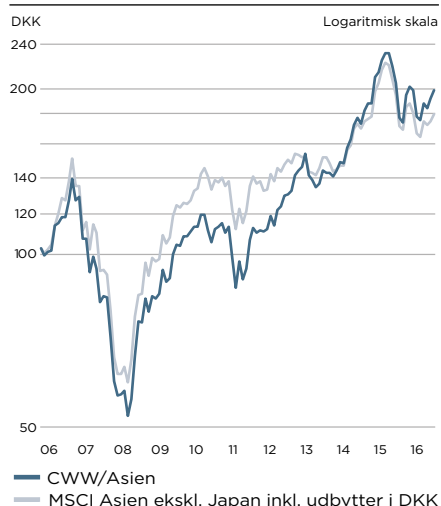
Officiel kurs 153,00

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Asien	-8,3	36,9	69,4	-	6,7
Benchmark*	-12,0	24,1	30,5	-	6,0
Asien merafkast ift. benchmark*	3,7	12,8	38,9	-	0,7

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	16,4	17,4	-	20,2
Std.afv. % p.a. benchmark*	14,7	15,3	-	19,5
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,6	0,6	-	0,2

*Benchmark er MSCI AC Asia ex. Japan inkl. geninvesterede nettoudbytter i DKK.

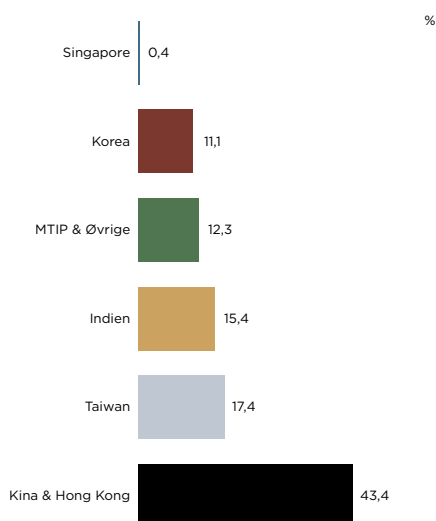
Afkastudvikling (start indeks 100)



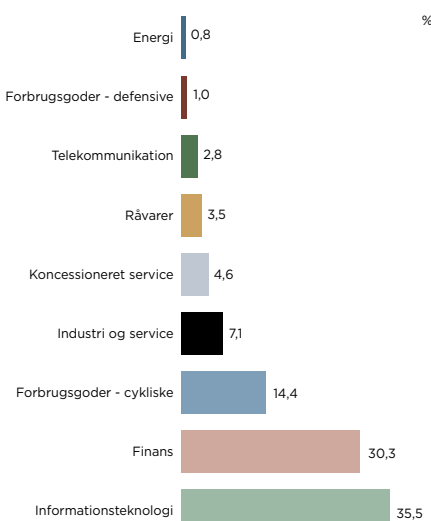
Placering i IFB's afkaststatistik



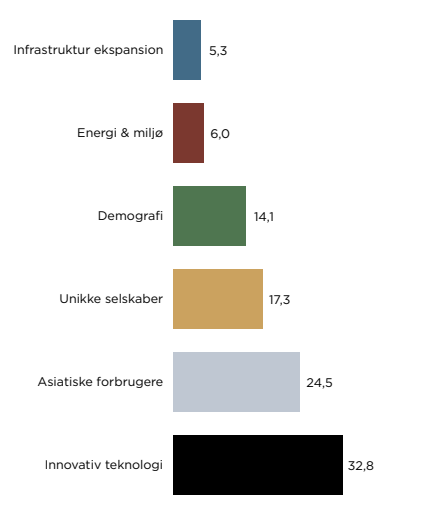
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.16



Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.06.16



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.16





Emerging Markets

Status på kvartalet

Afdelingen leverede et afkast på 5,0 pct., hvilket var 1,9 procentpoint over markedet. Afdelingens merafkast kan primært henføres til en positiv udvikling i enkeltaktier. De største positive bidrag kom fra Pakuwon Jati, SKS Microfinance samt Sunny Optical, som står stærkt i forhold til den strukturelle vækst inden for kameraer til biler. Den største negative bidragsyder var cateringselskabet DO & CO, som blev påvirket af terrorangrebet i Istanbul lufthavn.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er sammensat af selskaber, der har en stærk finansiel position og ledelse, samt en solid forretningsmodel, der ideelt set understøttes af strukturelle vækst drivere. Vi vurderer, at forbrugsvækst i udviklingslandene og elektrificering af biler er blandt de mest interessante væksttemaer i det aktuelle marked. Trods overordnede usikkerheder i en række udviklingsøkonomier ser vi gode muligheder ved at fokusere på de lande, hvor der er gode politiske og strukturelle rammer for vækst samt de mest solide væksttemaer og -selskaber.

Omlægninger

I løbet af kvartalet købte vi **Sun Hung Kai Properties (SHKP)**, **Kingpak** og **Chin-Poon**, og vi solgte **Inbursa**, **China Singyes**, **CK Hutchison (CKH)**, **Aspen Pharmcare**, **Boer Power**, **Haier Electronics** og **Commercial Intl. Bank Egypt (COMI)**.

SHKP er et Hong Kong-baseret ejendomsselskab, hvor mere end halvdelen af indtjeningen kommer fra stabile lejeindtægter. Vi ser, at aktien er attraktivt prisfastsat med et stabilt udbytte på 4 pct. Kingpak er fokuseret på bl.a. test af chips til billedsensorer, mens Chin-Poon er verdens største producent af printplader, der forbinder elektroniske komponenter. Disse selskaber nyder godt af væksten inden for temaet elektrificering af biler. Vi solgte Inbursa pga. en skuffende indtjeningsudvikling. CKH ejer mobil selskabet "3". Vi solgte aktien pga. forværrede vækstudsigter grundet modstanden fra de europæiske myndigheder mod yderligere konsolidering af telekom-sektoren. Vi solgte China Singyes, da selskabet er udfordret af fortsatte reduktioner af solenergi-tariffer og øget konkurrence. Aspen blev solgt pga. en høj prisfastsættelse og begyndende usikkerhed om vækstudsigterne. Boer blev solgt pga. regnskabsmæssige uregelmæssigheder. Haier solgte vi grundet fortsat prispres på deres hårde hvidevarer samt problemer i deres logistik- og distributionsforretning. Endelig har vi solgt COMI, da den økonomiske vækst i Egypten er udeblevet, og usikkerhederne i regionen er øget.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0015945166

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/em

Nøgletal

30.06.16

Formue (i 1.000 kr.) 41.086

Cirkulerende andele stk. 202.991

Udbytte 0,00

Indre værdi 202,40

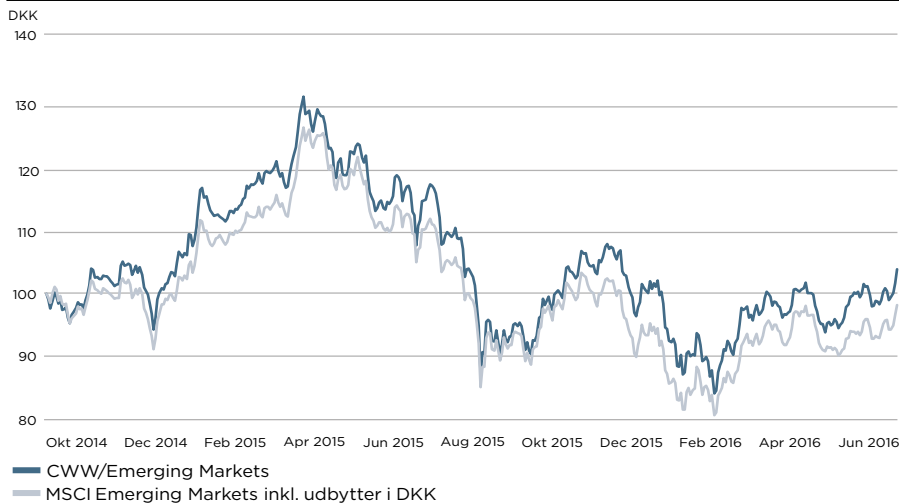
Officiel kurs 196,30

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Markets	-10,1	-	-	-	2,1
Benchmark*	-12,0	-	-	-	-1,0
Emerging Markets merafkast ift. benchmark*	1,9	-	-	-	3,1

Risiko (ingen data, da afdelingens levetid er under 3 år)	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

* Benchmark er MSCI Emerging Markets inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.

Afkastudvikling (start indeks 100)



Investeringsfilosofi

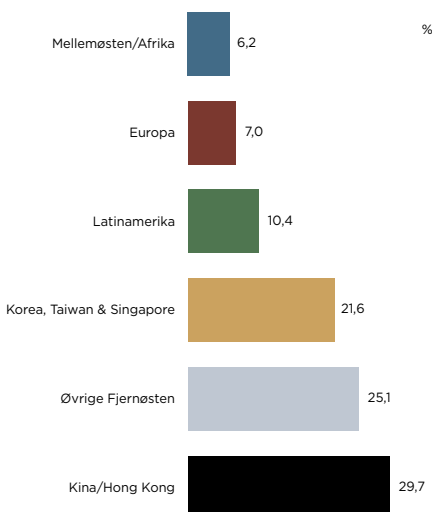
Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet på emerging markets-aktier og samtidig holde en risiko, der er på niveau med eller lavere end risikoen på markederne i emerging markets.

Afdeling Emerging Markets investerer i aktier i emerging markets-lande eller aktier, hvor virksomhedens forretning relaterer sig til emerging markets-lande. Emerging markets er karakteriseret ved høje vækstrater drevet af reformer og en ung og voksende befolkning, som stræber efter at opnå den vestlige levestandard.

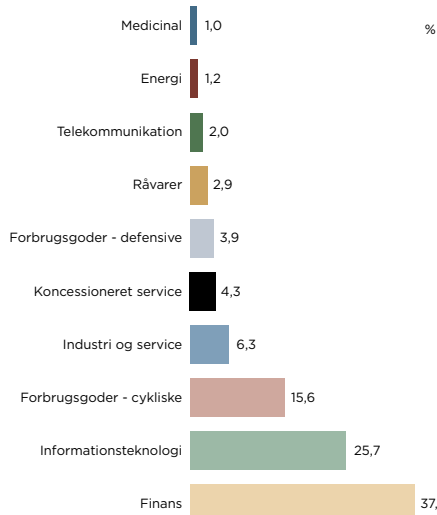
Investeringsfilosofien er at kombinere langsigtede trends og et mindre udvalg af mere kortsigtede temaer med dybdgående aktieudvælgelse. Afdelingens ansvarlige portefølje-forvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af forningens øvrige afdelinger.

Afdelingen er velegnet for langsigtede investorer som supplement til f.eks. afdeling Globale Aktier, og for investorer, som ønsker en direkte eksponering til væksttemaerne inden for emerging markets

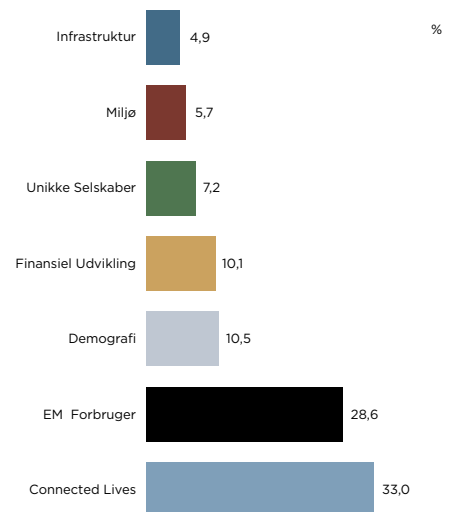
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.16



Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.06.16

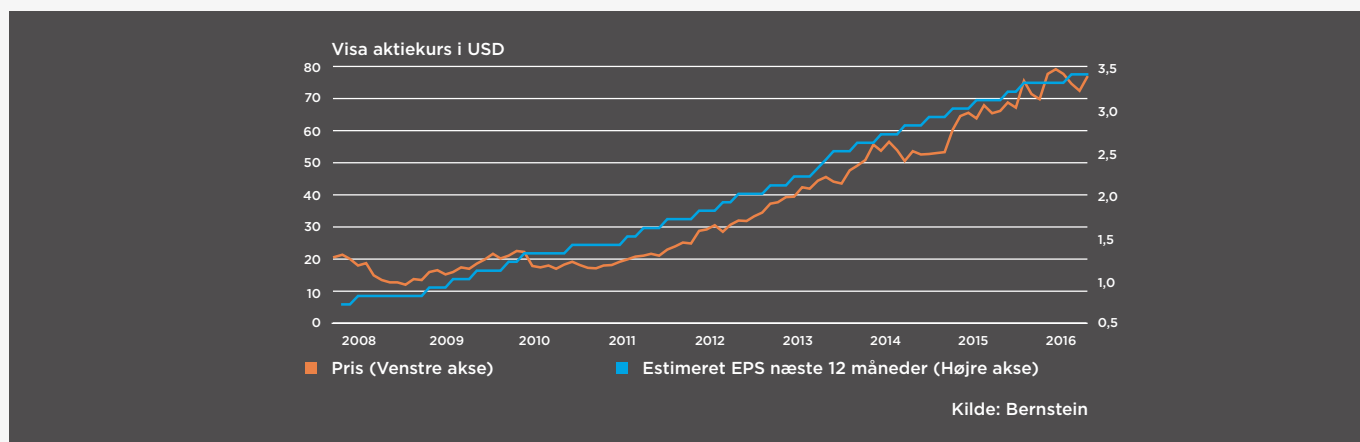


Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.16



VISA KØBER VISA EUROPE

GA ETK STA



For nyligt annoncerede Visa, at man succesfuldt havde forhandlet overtagelsen af Visa Europe på plads.

Siden amerikanske Visa Inc. i 2007 blev børsnoteret, har Visa Europa været ejet af 3.700 europæiske banker og betalings-selskaber. Visa Europe er blevet drevet som et omkostnings- og servicecenter og ikke som en selvstændig profitmaksimerende virksomhed. Det betyder, at indtjeningen fra betalingskort med Visas logo på har ligget i bankerne, mens det underliggende Visa-netværk har haft en begrænset lønsomhed.

Visa betaler en høj pris på EUR 21,2 mia., men selskabet skaber hermed også fundamentet for en accelereret indtjeningsvækst i de kommende år. Dette skyldes dels, at Visa i Europa tjener markant mindre per transaktion end i resten af verden. I Europa tjener Visa i dag 10 basispunkter (0,1 pct. af transaktionen), mens man i resten af verden har en indtjening på 28 basispunkter. Over de kommende år forventer vi, at den europæiske indtjening vil nærme sig selskabets gennemsnitlige indtjening. Dette vil være et meget markant bidrag til Visas indtjening, da Europa ca. udgør en tredjedel af Visas volumen. En normalisering af indtjeningsmarginalen i Europa vil have stor betydning for Visas samlede indtjening.

Hertil kommer, at udbredelsen af betalingsløsninger baseret på kort er markant lavere i Europa end i USA. Således har kun omkring 30 pct. af europæerne kreditkort, mens det tilsvarende tal i USA er 55 pct. Vi forventer, at Visa sammen med MasterCard de kommende år vil arbejde på at udbrede kreditkortet samtidigt med, at Visa udruller avancerede kontaktløse betalingsløsninger som f.eks. smartphone-løsninger, der vil bidrage til en accelereret overgang til elektroniske betalinger og dermed bidrage til Visas vækst.

Samlet set er det vores vurdering, at Visa de kommende år vil vokse hurtigere, end selskabet har gjort de senere år. Dette er dels drevet af integrationen af de europæiske aktiviteter, hvor

indtjeningen per transaktion næsten kan tredobles og dels fra omkostningsrationalisering af Visa Europe. Vores vurdering er, at Visa frem til omkring 2020 vil være i stand til at øge indtjeningen med ca. 20 pct. om året. Med sådan en indtjeningsvækst ser vi potentiale til, at Visa alt andet lige kan fordoble aktiekursen på under fire år. I et makromiljø karakteriseret ved lav vækst og nulrenter er Visa fortsat en attraktiv investering, hvor den største risiko er, at aktien ikke er billigt prisfastsat i dag. Men såfremt man er villig til blot at kigge 12-18 måneder ud i fremtiden, vil den underliggende indtjeningsvækst gøre, at aktien vil fremstå mere rimeligt prissat.

Visa er en betydelig investering for Carnegie WorldWide, og siden vi købte aktien i 2011, har den udviklet sig positivt. Således er aktien steget mere end 250 pct. over perioden. Den underliggende indtjeningsdrivkraft i selskabet er overgangen fra kontantbetalinger til betaling med kort. I dag udgør elektroniske betalinger omkring 40 pct. af verdens transaktioner – en andel som vokser omkring 1,5 procentpoint om året. Således forventer vi, at transaktioner på Visas netværk vil vokse med 10-11 pct. om året de kommende fem til ti år. Dette er en stigning fra de foregående år drevet af accelererende vækst i e-handel samt øget vækst i store udviklingsøkonomier som f.eks. Indien, hvor Visa har en betydelig markedsandel.

Afdelingerne Globale Aktier, Globale Aktier Stabil samt Globale Aktier Etik-ak har været investeret i Visa siden hhv. 2011, 2011 og 2014, og aktien er aktuelt afdelingernes største investering.

CWW.DK/TILMELD-
NYHEDSBREV

NY TEKNOLOGI OG BANEKRYDDE FORRETNINGSMODELLER

”Nye komplementerende teknologier skaber nye innovative forretningsmodeller”, udtalte Tony Seba, da han besøgte Carnegie Asset Management i starten af maj 2016.

Læs mere på cww.dk

[GA](#) [ETK](#) [STA](#) [DA](#) [AS](#) [EM](#)



ETISK TILGANG I INVESTERINGSPROCESSEN

I den senere tid er der kommet mere fokus på etik og bæredygtighed i forbindelse med investeringer. Derfor vil vi her orientere om, hvordan vi arbejder med dette i vores investeringsproces og i den daglige pleje af porteføljerne.

Læs mere på cww.dk

[GA](#) [ETK](#) [STA](#) [DA](#) [AS](#) [EM](#)



LÆS FLERE ARTIKLER PÅ CWW.DK/NYHEDSCENTER

Én grundfilosofi – syv afdelinger

Carnegie WorldWide har syv afdelinger, som bygger på de samme grundlæggende principper.

De fire globale afdelinger og afdeling Danske Aktier kan generelt bruges som fundamentet i opbygningen af din aktieportefølje.

Vores øvrige afdelinger har alle fokus på særlige regioner eller lande. Risikoen er typisk lidt højere, men omvendt er potentialet også større.

Modellen til højre viser, hvordan vores afdelinger kan bruges i en typisk portefølje.

Afdeling **Globale Aktier** investerer globalt uden lande- eller sektorbegrænsninger. Her får du bedst udbytte af vores erfaring, fordi vi har størst mulig fleksibilitet til at sætte investeringerne optimalt sammen. Du kan investere i Globale Aktier via en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling.

Afdeling **Globale Aktier Etik-ak** sætter etik og samfundsansvar højt. Investeringsprincipperne matcher afdeling Globale Aktier, men her lever investeringerne op til samfundsansvarlig adfærd efter internationale normer.

Afdeling **Globale Aktier Stabil** har en målsætning om at skabe et afkast, som er mere stabilt end globale aktier i almindelighed. De stabile selskaber har en holdbar forretningsmodel, typisk med en høj egenkapitalforretning. Derfor leverer denne type aktier ofte en attraktiv kombination af gode afkast og lave kursudsving. Afdeling Globale Aktier Stabil kan være noget for dig, hvis du ønsker eksponering til aktiemarkedet med en lavere risiko.

Det danske aktiemarked har – måske overraskende for mange – været et af de bedste aktiemarkeder over de seneste ti år. En af forklaringerne er, at Danmark har flere verdensledende selskaber inden for udvalgte niches med et globalt afsætningsgrundlag. Vi tror på, at den positive udvikling vil fortsætte, og hvis du er enig, kan afdeling **Danske Aktier** være noget for dig.

Afdeling **Asien** investerer i den asiatiske del af emerging markets. En investering i afdeling Asien giver din opsparing et solidt fodfæste i verdens p.t. stærkeste vækstlokomotiv. Kina fører an i regionen, og de gode vækstmuligheder skal især findes blandt Asiens mindre og mellemstore virksomheder. Ved at vælge af-

Carnegie WorldWides kerne- og vækstafdelinger



deling Asien får du fordel af vores forvalteres store erfaring i at finde de rigtige aktier i netop denne region.

Emerging markets-landene er karakteriseret ved høje vækstrater drevet af en ung og voksende befolkning, som aspirerer efter den vestlige levestandard. Det er denne udvikling, som du får del i ved at investere i afdeling **Emerging Markets**. Afdelingen kan være et godt supplement til vores globale afdelinger, hvis du kan leve med en lidt højere risikoprofil.

Læs mere om afdelingernes strategi, afkastudvikling og risikofaktorer på www.cww.dk.

Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

Risikomærkning af investeringsprodukter

Carnegie WorldWide er forpligtet til at risikomærke alle foreningens afdelinger, der alle har en gul mærkning, idet der er tale om investeringsforeningsbeviser.

For yderligere information henvises til foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Andre praktiske oplysninger

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

Redaktionen er afsluttet den 15. juli 2016. Kvartalsorienteringen for 2. kvartal 2016 er udsendt til alle medlemmer den 29. juli 2016.

Vi skal oplyse, at tallene i denne kvartalsorientering er historiske, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Vi tager forbehold for trykfejl i kvartalsorienteringen. For yderligere oplysninger henvises til prospektet og central investorinformation for de enkelte afdelinger, som kan findes på www.cww.dk under menupunktet Publikationer.

Carnegie WorldWide er en investeringsforening, som står for langsigtede og modstandsdygtige investeringer. Vores ambition er at skabe afkast, som ligger væsentligt over gennemsnittet på den lange bane.

Den ambition har fulgt os siden 1990, hvor Carnegie WorldWide blev stiftet.

Vi tror på, at vi kan skabe stærke resultater ved at identificere de bedste langsigtede aktier blandt verdens mange børsnoterede virksomheder, og den søgen har været vores passion i 25 år.

Vores investeringsfilosofi er enkel – vi har fokus på få aktier og få afdelinger. Dette fokus giver overblik og betyder, at hver enkelt aktie har afgørende betydning for porteføljernes udvikling. Den enkelthed motiverer os til at bruge al energi på at sikre, at de få udvalgte aktier i porteføljerne til enhver tid hører til blandt verdens bedste.

Carnegie WorldWide har et af de mest stabile og erfarne forvalterteams i verden, og kerne i teamet er næsten uændret siden 1990. Derfor er det de samme mennesker, som siden starten har holdt fast i vores langsigtede værdier: **Fokus, Stabilitet og Passion.**

Alle Carnegie WorldWides afdelinger bygger på de samme grundlæggende principper. Vi tror på aktiv porteføljeforvaltning, hvor vi håndplukker aktier for at skabe holdbare investeringsresultater. Vores holdning er helt enkelt, at nogle selskaber har en bedre forretningsmodel end andre, og vores kerneydelse er at udpege disse selskaber. Vores afdelinger må derfor forventes at have en afkastudvikling, som bliver ganske forskellig fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en højere værditilvækst på langt sigt.

Fra tanke til handling

Det er nemt at blive investor i en eller flere af vores afdelinger og få del i Carnegie WorldWides erfaring og fokuserede investeringsmodel.

Alle vores afdelinger er børsnoterede og kan både købes og sælges via de fleste netbanker i Danmark. Du finder fondskoderne på cww.dk, hvor du også kan udfylde en investeringsordre, som du sender til din bankrådgiver.

Du har også mulighed for at investere via din pensionsordning – her bør du spørge din pensionsrådgiver om den bedste metode.

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

INDSIGT OG EKSPERTISE
BEVARER
FOKUS PÅ DET VIGTIGE

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00 · www.cww.dk