



## Die Probleme des ökonomischen Voluntarismus ohne Handlungsspielraum

Es ist nun fast zwei Jahre her, dass die politischen Entscheidungsträger der Industrieländer gerade noch den Kollaps ihrer Volkswirtschaften abwenden konnten und damit eine beachtliche Führungsstärke an den Tag legten. Eine Kreditkrise mit Konsequenzen, die mit der Krise von 1929 vergleichbar gewesen wäre, konnte verhindert werden, indem die Schuldenberge, unter denen der Privatsektor zusammenzubrechen drohte, auf den öffentlichen Sektor transferiert wurden. Heute hat dieser Lösungsweg seine Grenzen erreicht. Die Rettungspakete sollten durch Maßnahmen ersetzt werden, mit denen die öffentlichen Schulden reduziert und die Volkswirtschaften der Industrieländer auf den Pfad eines selbsttragenden Wachstums zurückgeführt werden können. Diese Herausforderung ist jedoch sehr viel komplexer, als „nur“ die Kreditschleusen zu öffnen, denn die Handlungsspielräume sind extrem eng geworden.

In Europa ist die Lage eindeutig am explosivsten: **Niemand hegt noch irgendwelche Illusionen über die Zahlungsfähigkeit Griechenlands oder über das Ausmaß der Probleme in Portugal und Irland. Niemand ist aber bereit, die wirtschaftlichen Konsequenzen zu tragen. Und so wird das Problem gefährlich lange vor sich hergeschoben, was die Märkte freut, weil die Kardinalfrage nicht beantwortet wird: Wie und wann kommt die unvermeidliche Wahrheit über die Staatsschulden auf den Tisch und wer muss die schmerzhaften Konsequenzen dafür tragen?**

Der politische Wille in Europa, die Eurozone und ihre Währung zu verteidigen, war bisher eindrucksvoll. Das war auch nicht anders zu erwarten, denn die sozialen, politischen und ökonomischen Kosten (insbesondere für den Bankensektor) einer Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedstaats rechtfertigen auch die verzweifeltsten Anstrengungen, um den Notfall abzuwenden. Doch zwölf Monate nach Umsetzung der Sparmaßnahmen ist festzustellen, dass die Bemühungen Griechenlands vergeblich waren. Das Haushaltsdefizit beträgt immer noch 10,5% des Bruttoinlandsprodukts (BIP), und die Schuldenlast beläuft sich nach wie vor auf 155% des BIP des letzten Jahres. Das Ergebnis: Der griechischen Wirtschaft droht 2011 eine Rezession mit einem Wachstumseinbruch von 3%, und die sozialistische Partei von George Papandreu, der bei den Wahlen 2009 mit großer Mehrheit die Macht übernahm, verspürt zunehmend Druck von der konservativen Opposition. Spanien scheint dagegen einige ermutigende Ergebnisse erzielt zu haben, doch die jungen „Indignados“ Spaniens haben die Schmerzgrenze erreicht (Jugendarbeitslosigkeit von 45%), und die sozialistische Partei von Zapatero ist bei den Lokalwahlen am 22. Mai, 10 % hinter die Opposition zurückgefallen. Mut in der Wirtschaftspolitik wird zum politischen Selbstmord. Die relative Ruhe, die andernorts herrscht, sollte keine falschen Hoffnungen wecken, denn ein radikaler Abbau der Staatsschulden ohne die Möglichkeit einer Währungsabwertung und gleichzeitig ein positives Wirtschaftswachstum zu erzielen, ist für jede Regierung eine gewaltige Herausforderung. So gesehen hat der Misserfolg

andere Länder bereits angesteckt. Welcher europäische Regierungschef ist heute noch den Herausforderungen gewachsen? Silvio Berlusconi, dessen politisches Ende durch die Lokalwahlen in Mailand eingeleitet wurde, und dies zu einem Zeitpunkt, wo die Staatsschulden 118% des BIP betragen? Nicolas Sarkozy, dessen Beliebtheit in Frankreich ein Jahr vor den Präsidentschaftswahlen historische Tiefstwerte erreicht hat, während das Haushaltsdefizit mit 6% des BIP portugiesisches Niveau erreicht? Yves Leterme, der belgische Premierminister, der vor mehr als einem Jahr zurückgetreten ist?

Und die vorbildlichen Regierungen im Norden der Eurozone? Wie lange noch können Angela Merkel, Mark Rutte, der niederländische Ministerpräsident, oder Jyrki Katainen, der finnische Regierungschef, ihre Parlamentarier davon überzeugen, dass das Überleben der Eurozone es wert ist, ihren Reichtum an ihre europäischen Partner zu transferieren? Zwar repräsentiert die Eurozone 40% der Exporte und fast ein Prozentpunkt des BIP, der auf den Handelsüberschuss Deutschlands entfällt. Das Land ist jedoch immer weniger bereit, die Zeche zu zahlen, zumal die privaten Schuldner nicht herangezogen werden und die sogenannte vorübergehende Versorgung mit Liquidität offenbar die Form einer nicht rückzahlbaren Subvention annimmt. Es überrascht dabei nicht, dass die Europäische Zentralbank (EZB) erneut Führungskraft mit Unbeweglichkeit verwechselt und eine Restrukturierung der Staatsschulden in Europa energisch ablehnt, denn sie hat ja in ihrer Bilanz rund 100 Milliarden Euro an Forderungen stehen, davon 40 bis 60 Milliarden an Griechenland.

Die Entwicklung des Euro deutet darauf hin, dass die Märkte den Stabilitäts- und Wirtschaftspakt, der vor fast 15 Jahren unterzeichnet wurde, noch nicht völlig aufgegeben haben. Und die heldenhaften Bemühungen der sozialistischen Regierungen von José Zapatero und George Papandreu, ihre Landsleute seit einem Jahr mit drakonischen Sparmaßnahmen zu überziehen, hält die Flamme der Hoffnung aufrecht. Aber werden die Märkte nicht bald aus ihrem Traum erwachen, dass es den politischen Entscheidungsträgern irgendwann gelingen

/..

wird, die griechisch-lateinische Leichtigkeit mit der Disziplin des Nordens zu versöhnen?

**D**ie Idee einer europäischen Wirtschaftsregierung beziehungsweise einer echten Integration der Haushaltspolitik macht die Einheitswährung glaubwürdig. Sie scheitert aber immer wieder an der Weigerung der meisten europäischen Länder, auch nur ein Stück ihrer Souveränität aufzugeben. **Werden es Griechenland und seine Leidensgenossen noch lange akzeptieren, dass sie die Einzigen sind, die ihre Souveränität aufgeben und ihre Wirtschaftspolitik vollständig von der Troika Internationaler Währungsfonds (IWF), Europäische Kommission und EZB bestimmen lassen?**

**D**ie Eurozone erhebt 60 Jahre nach Bretton Woods immer noch Anspruch auf die Leitung des IWF, der gegründet wurde, damit Europa und die USA den Entwicklungsländern dabei helfen können, ihre finanziellen Schwierigkeiten zu überwinden.

**G**lücklicherweise ist es vielen europäischen Unternehmen gelungen, sich von der Konjunktur des Alten Kontinents abzukoppeln. Sie entwickeln starke Marken, sind innovationsstark und antizipieren Markttrends. Einige von ihnen richten ihre Gewinnerwartungen auf Weltregionen mit einem nachhaltigen Wachstum. **Wir sind allerdings der Meinung, dass das Aufschieben notwendiger Entscheidungen, das die Zersplitterung Europas widerspiegelt, für die Märkte ein besonders gefährlicher Köder ist.** Angesichts dieser Unsicherheit halten wir bei unserer Bewertung eine substantielle Risikoprämie bei europäischen Wertpapieren für angemessen.

**I**n den USA geht der Konjunktur bereits die Luft aus, wie wir es in unserem Quartalsbericht von März vorhergesagt hatten. Und die quantitative Lockerung läuft in einigen Wochen aus. Deshalb besteht auch hier wenig Spielraum, die Staatsschulden abzubauen, welche die vom Kongress genehmigte Obergrenze erreicht hat. Hinzu kommt, dass die Verhandlungen zwischen Republikanern und Demokraten unter politischen Muskelspielen im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen 2012 leiden. Daher wird es wichtig sein, ob die Obama-Regierung unter diesen Voraussetzungen wirtschaftliche Führungsstärke zeigen kann. Vor diesem Hintergrund ist die amerikanische Wirtschaft auf die Führung von Ben Bernanke, dem Präsidenten der US-Notenbank, angewiesen. Dieser hat seit Beginn der Krise seine Unabhängigkeit unter Beweis gestellt, der Kritik von allen Seiten, er sei zu zurückhaltend, die Stirn geboten und innerhalb der Notenbank einen Konsens über eine mutige und effektive Geldpolitik zustandegebracht. Möge er noch lange weiter arbeiten!

**A**uch die Regierungschefs der großen Schwellenländer stehen vor schwierigen Entscheidungen. Sie haben jedoch den Vorteil, dass ihr Handlungsspielraum weitaus größer ist. Um die Inflationserwartungen in Brasilien wirksam unter Kontrolle zu bekommen, muss die Präsidentin Dilma Rousseff die Staatsausgaben ihres Vorgängers, des charismatischen Präsidenten Lula, kürzen. Die ersten Anzeichen dafür sind sehr ermutigend. Anders als bei **ihren letzten Entscheidungen zu den USA, Italien und Japan, ganz zu schweigen von Griechenland, hat die Rating-Agentur Standard & Poor's den Ausblick für Brasilien von „stabil“ auf „positiv“ angehoben** und honorierte damit die Diversifizierung der Wirtschaft des Landes, den Exportanstieg und die Tatsache, dass die Mittelklasse einen immer größeren Anteil an der Bevölkerung hat. In Indien steht die Regierung vor dem Problem, den Inflationsdruck unter Kontrolle zu halten, ohne dass die notwendigen Infrastrukturinvestitionen durch steigende Zinsen

belastet werden. Die regierende Kongresspartei kann bei dieser heiklen Mission auf eine breite nationale Unterstützung zählen, und die nächsten Parlamentswahlen finden erst in drei Jahren statt. Die Bekämpfung der Inflation hat zwar etwas verspätet eingesetzt. Die Royal Bank of India ist dann doch aktiv geworden, und die über Rohstoffe und Lebensmittel importierte Inflation beginnt zu sinken. Die Investitionsausgaben sind zwar ein wenig zurückgegangen, doch die Infrastrukturprojekte, vor allem der Bau von Autobahnen und Flughäfen, sind immer noch gewaltig. Die jährliche BIP-Wachstumsrate des Landes beträgt nach wie vor 8%. Der Ministerpräsident Manmohan Singh verfügt dabei nicht nur über Handlungsspielraum, sondern auch politischen Mut: In einer Anti-Korruptions-Aktion, wie es sie in der jüngsten Geschichte noch nicht gab, ließ er mehrere bestechliche Beamte, Geschäftsleute und Politiker hinter Gitter bringen. In China ist der Ministerpräsident in der komfortablen Situation, eine Kommandowirtschaft mit einem Handelsüberschuss zu dirigieren. Er ist fest entschlossen, die Inflation in Schach zu halten, den Binnenkonsum anzukurbeln und die wirtschaftliche Zusammenarbeit mit den anderen großen Wachstumsländern zu intensivieren. Das Land kämpft zwar noch mit einigen Problemen: So hat sich die Inflation seit einem Jahr beschleunigt, die Spekulationsblase auf dem städtischen Wohnimmobilienmarkt ist geplatzt und zuletzt gab es Unterbrechungen der Stromversorgung. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Inflation gegen Ende dieses Sommers wieder sinken wird. Es wird daher nicht mehr nötig sein, das Wirtschaftswachstum zu bremsen, um die Teuerung der Preise auf ein verträgliches Niveau von rund 4% pro Jahr zu bringen. Die großen chinesischen Banken verdienen mit einem Kernkapital (Tier 1) von fast 10%, einer Eigenkapitalrendite von fast 24% und einer Bewertung von fast dem Zweifachen des Nettovermögens unser volles Vertrauen, zumal die Regierung im Immobiliensektor eine umsichtige Politik betreibt. Außerdem gehört die Förderung des Privatkonsums zu den Prioritäten des Fünfjahresplans für 2011 bis 2015.

**U**nter den großen aufstrebenden Ländern besteht eine große Rivalität, sodass ihnen die Leitung des IWF wahrscheinlich verwehrt bleiben wird. Aber mit ihrer Dynamik sind sie nicht nur zum Motor des globalen Wirtschaftswachstums geworden, sondern haben auch ihre Abhängigkeit von den Industrieländern verringert. **2011 wird der private Binnenkonsum 90% zum BIP Indiens beitragen, während die Exportbilanz negativ sein wird. Der Außenhandel Chinas wird heute zu 63% mit den Schwellenländern abgewickelt (Indien 76%, Brasilien 65%).** Brasilien befindet sich in fortgeschrittenen Verhandlungen mit China, das schon heute sein wichtigster Handelspartner ist, um die Handelsbeziehungen noch enger zu knüpfen. All diese Entwicklungen bieten vielfältige Anlagechancen.

**D**iese komplexe Übergangsphase stellt die globale Vermögensverwaltung seit einigen Monaten vor erhebliche Herausforderungen. Die mit dem geringen Handlungsspielraum der Industrieländer verbundenen Risiken veranlassen uns zu größter Vorsicht. Dagegen ergibt unsere Analyse der Aussichten der Schwellenländer, unterstützt durch zahlreiche Besuche vor Ort, dass die Märkte wieder Vertrauen in diese Regionen fassen werden. Aber Erwartungen sind natürlich immer der Gefahr von negativen Überraschungen und zeitlichen Verzögerungen ausgesetzt. Und allem Anschein nach werden sie seit einigen Monaten oft enttäuscht. Die Tatsache, dass unsere globale Vermögensverwaltung seit 22 Jahren ähnlich frustrierende Phasen durchgemacht hat, ist natürlich auf kurze Sicht kein Trost. Wir müssen daher versuchen, unser Timing zu verfeinern! Unsere Aufgabe am Ende jeder heiklen Phase besteht darin, die Risiken, die uns erheblich erscheinen, zu antizipieren und uns für die langfristigen Chancen zu positionieren – und dies erst recht, wenn der Markt sie noch nicht erkannt hat.

Didier Saint-Georges

Erstellt am 6. Juni 2011

## Devisen

Wie immer, wenn das Ausmaß der europäischen Krise in den Blickpunkt rückt, schwächte sich der Euro in den ersten drei Mai-Wochen deutlich ab. Die Währungsabsicherungen, die im Vormonat ihre Funktion erfüllt hatten, wurden aufgelöst, damit unsere globalen Portfolios, in denen der Euro strukturell nur zu einem geringen Teil vertreten ist, von diesem Trend profitieren können. Die Reduktion unseres Engagements in Schwellenländerwährungen, auf die wir in unserem letzten Monatsbrief hingewiesen hatten, erwies sich als richtig. Der Yen war naturgemäß

einer der Gewinner dieses kurzen Anstiegs der Risikoaversion, von dem unsere Portfolios kaum profitiert haben. Aufgrund von Hoffnungen, die griechische Krise möge glimpflich enden, notierte der Euro gegen Monatsende fester. Aus taktischer Sicht bleiben wir in Bezug auf die Euro-Dollar-Parität aus zwei Gründen vorsichtig: Die Europäische Zentralbank wird demnächst verkünden, ob mit der Normalisierung der Leitzinsen begonnen wird oder nicht, und die US-Wirtschaft könnte sich bald stärker abschwächen als von den Märkten erwartet wird.

## Zinsen

Nutznieser des Anstiegs der Risikoaversion in der Eurozone war die gesamte deutsche Zinskurve. Die 2- und 10-jährigen Zinsen sanken im Monatsverlauf um 16,6 beziehungsweise 21,9 Basispunkte. In den USA fielen einige Konjunkturindikatoren schwächer aus als erwartet, was den Anleihenmärkten zugutekam. Folglich haben sich die Risikoaufschläge (Spreads) für Unternehmensanleihen, vor allem des Finanzsektors, im Monatsverlauf etwas ausgeweitet. In den letzten Tagen verengten sie sich wieder leicht, als es den Anschein hatte, als ob der Optimismus in

der Eurozone wieder zugenommen hätte. Die modifizierte Duration der Anleihenportfolios, die im Monatsverlauf erhöht wurde, um Performance zu sichern, wurde Ende Mai auf 3,77 für **Carmignac Patrimoine** und auf 4,69 für **Carmignac Global Bonds** gesenkt. Wir sind nach wie vor entsprechend einer Konjunkturverlangsamung positioniert, bleiben aber angesichts der stark schwankenden Marktstimmung vorsichtig, was das Eingehen von Risiken angeht.

## Aktien

Seit einem Jahr werden die europäischen Aktienmärkte davon bestimmt, wie die Märkte die Schuldensituation der Länder am Rande Europas einschätzen. Infolge des Anstiegs der Risikoaversion, der durch die Situation in Griechenland ausgelöst wurde, verloren sie in den ersten drei Wochen 6%. In den letzten Tagen wurden die Indizes durch optimistische Einschätzungen der Haltung Deutschlands gestützt. Diese europäische Krise ist für die Märkte, die von Psychologie bestimmt werden, eindeutig das größte Risiko. Gleiches gilt für die Märkte in den USA und in den Schwellenländern, für Erstere in geringerem, für Letztere in stärkerem Ausmaß. Während dieser Zeit haben die wichtigsten Frühindikatoren offenbar die Trendwende eingeläutet, die wir für die USA erwartet hatten, ohne dass die Märkte dem zunächst eine große Beachtung geschenkt hätten (beispielsweise die

Indizes für die Wirtschaftsaktivität oder das Konsumentenvertrauen, die größtenteils unter den Analystenerwartungen lagen). Waren wir bis jetzt zu vorsichtig? Zweifellos. Aber die Annahme, dass die Märkte langfristig die ökonomische Realität ignorieren und nur auf Marktschwankungen reagieren, erscheint uns weder angemessen noch wahrscheinlich. Wir behalten daher unser geringes Exposure in unseren Hauptfonds bei und haben unser zyklischstes Engagement weiter reduziert (die Position in **Freeport McMoran** wurde in unseren globalen Portfolios aufgelöst) und Titel mit starkem Potenzial, zum Beispiel das Biotechnologieunternehmen Vertex, aufgestockt. In den europäischen Portfolios wurden **Novartis**, **Daimler** und **Imbev**, die alle kaum anfällig für die instabile Lage in Europa sind, wieder aufgenommen.

## Rohstoffe

Rohstoff- und Energieaktien haben im Mai stark unter den Sorgen des Marktes in Bezug auf eine Abschwächung in den USA und den Schwellenländern gelitten. So verlor der Grundstoffindex für Europa im Monatsverlauf 2,85% und Aktien von Öldienstleistern büßten 2,45% in US-Dollar ein. Goldaktien mussten hohe Gewinnmitnahmen hinnehmen (Verlust des entsprechenden Index von 6,7%), obwohl der Preis für eine Unze Gold im Monatsverlauf nur 1,7% in US-Dollar nachgab. **Carmignac Commodities** hatte in diesem ungünstigen Umfeld, aber auch wegen der Entwicklung bestimmter Titel einen schweren Stand. So wurde **Eastern Platinum** wegen Streiks in seiner Platinmine vom Markt abgestraft, **Pacific Rubiales**, ein unter den unabhängigen Erdölproduzenten seit

langem von uns bevorzugter Titel, veröffentlichte zum ersten Mal enttäuschende Zahlen, was aus unserer Sicht eine Ausnahme bleiben wird, und **Lundin Mining** verlor stark an Wert, weil ein Verkauf nicht zustande kam. Es liegt auf der Hand, dass unser Basisszenario (Enttäuschung der Märkte wegen der globalen Wachstumsaussichten im zweiten Halbjahr) nicht günstig für den Rohstoffsektor ist. Es werden aber bereits übertriebene tiefe Bewertungen sichtbar, die unsere langfristig positive Einschätzung stützen. Titel mit großem Potenzial wie **Iluka**, ein australisches Bergbauunternehmen, oder der unabhängige amerikanische Energieproduzent **Kosmos** wurden ins Portfolio aufgenommen.

# Vermögensallokation

Der Mai war für Dachfonds, die sich unserer Positionierung in der globalen Vermögensverwaltung nicht entziehen konnten, ein weiterer enttäuschender Monat. Sie litten außerdem unter einem erheblichen Engagement in **Carmignac Commodities**, obwohl das Exposure am Monatsanfang reduziert wurde, sowie ergänzender Absicherungen

der zugrundeliegenden Fonds, die wenig Erfolg hatten. Aus Gründen, auf die wir im Editorial hingewiesen haben, werden wir die nächsten Wochen mit erhöhter Vorsicht angehen, sowohl was das Engagement der zugrundeliegenden Fonds als auch der Dachfonds angeht.

## Fondsperformance

	NAV	2011	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
<b>CARMIGNAC INVESTISSEMENT A</b>	<b>8 339,82</b>	<b>-7,32 %</b>	<b>-1,23 %</b>	<b>9,40 %</b>	<b>37,79 %</b>
<b>CARMIGNAC INVESTISSEMENT E</b>	<b>127,70</b>	<b>-7,61 %</b>	<b>-1,96 %</b>	<b>5,98 %</b>	
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	216,12	-1,81 %	7,13 %	-3,01 %	-4,58 %
<b>CARMIGNAC GRANDE EUROPE A</b>	<b>137,76</b>	<b>-4,05 %</b>	<b>7,84 %</b>	<b>-13,02 %</b>	<b>3,15 %</b>
<b>CARMIGNAC GRANDE EUROPE E</b>	<b>79,89</b>	<b>-4,35 %</b>	<b>6,99 %</b>	<b>-15,06 %</b>	
<i>DJ Stoxx 600</i>	281,06	1,90 %	14,73 %	-12,75 %	-11,86 %
<b>CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS</b>	<b>177,23</b>	<b>-5,39 %</b>	<b>11,93 %</b>	<b>-13,70 %</b>	<b>1,73 %</b>
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	186,90	2,05 %	22,76 %	2,06 %	5,16 %
<b>CARMIGNAC EMERGENTS</b>	<b>686,18</b>	<b>-6,38 %</b>	<b>11,34 %</b>	<b>6,80 %</b>	<b>29,48 %</b>
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	188,14	-5,34 %	7,61 %	4,34 %	38,95 %
<b>CARMIGNAC EMERGING DISCOVERY</b>	<b>1 061,19</b>	<b>-9,55 %</b>	<b>8,50 %</b>	<b>5,38 %</b>	
<i>Carmignac Emerging Discovery Index (Eur)</i>	103,09	-7,45 %	8,99 %	21,56 %	
<b>CARMIGNAC INNOVATION</b>	<b>218,58</b>	<b>-3,00 %</b>	<b>-0,07 %</b>	<b>-23,39 %</b>	<b>-26,94 %</b>
<i>Carmignac Innovation Index (Eur)</i>	151,36	-6,79 %	-9,61 %	20,91 %	-6,84 %
<b>CARMIGNAC COMMODITIES</b>	<b>369,67</b>	<b>-9,37 %</b>	<b>17,64 %</b>	<b>-6,50 %</b>	<b>40,68 %</b>
<i>Carmignac Commodities Index (Eur)</i>	364,38	-9,89 %	-3,94 %	-0,24 %	14,13 %
<b>CARMIGNAC PATRIMOINE A</b>	<b>5 033,11</b>	<b>-4,40 %</b>	<b>-5,04 %</b>	<b>20,64 %</b>	<b>35,26 %</b>
<b>CARMIGNAC PATRIMOINE E</b>	<b>129,41</b>	<b>-4,60 %</b>	<b>-5,51 %</b>	<b>18,39 %</b>	
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	299,88	-2,48 %	1,29 %	18,83 %	16,96 %
<b>CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE</b>	<b>273,65</b>	<b>-2,31 %</b>	<b>6,14 %</b>	<b>0,21 %</b>	<b>3,13 %</b>
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia kapitalisiert</i>	126,54	1,41 %	4,88 %	-6,83 %	-0,93 %
<b>CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE</b>	<b>205,80</b>	<b>-9,29 %</b>	<b>-5,91 %</b>	<b>11,12 %</b>	<b>38,13 %</b>
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	218,46	-1,81 %	7,13 %	-3,01 %	-4,58 %
<b>CARMIGNAC MARKET NEUTRAL</b>	<b>1 033,47</b>	<b>-5,69 %</b>	<b>-4,05 %</b>	<b>-2,72 %</b>	
<i>Eonia kapitalisiert</i>	139,63	0,34 %	0,63 %	3,80 %	
<b>CARMIGNAC PROFIL REACTIF 100</b>	<b>151,41</b>	<b>-11,27 %</b>	<b>-2,66 %</b>	<b>-14,67 %</b>	<b>-4,52 %</b>
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	216,12	-1,81 %	7,13 %	-3,01 %	-4,58 %
<b>CARMIGNAC PROFIL REACTIF 75</b>	<b>172,52</b>	<b>-9,59 %</b>	<b>-3,27 %</b>	<b>-6,96 %</b>	<b>2,31 %</b>
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	109,32	-2,14 %	4,17 %	9,61 %	7,93 %
<b>CARMIGNAC PROFIL REACTIF 50</b>	<b>148,87</b>	<b>-7,80 %</b>	<b>-3,90 %</b>	<b>-1,06 %</b>	<b>6,72 %</b>
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	118,85	-2,48 %	1,29 %	18,83 %	16,96 %
<b>CARMIGNAC GLOBAL BOND</b>	<b>949,22</b>	<b>-2,55 %</b>	<b>-5,13 %</b>	<b>-2,05 %</b>	
<i>JP Morgan GGB</i>	458,69	-3,24 %	-4,19 %	30,57 %	
<b>CARMIGNAC SECURITE</b>	<b>1 545,25</b>	<b>0,80 %</b>	<b>2,17 %</b>	<b>17,07 %</b>	<b>24,06 %</b>
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	154,53	-0,02 %	-0,55 %	10,96 %	17,82 %
<b>CARMIGNAC CASH PLUS</b>	<b>10 449,41</b>	<b>0,79 %</b>	<b>2,17 %</b>	<b>3,04 %</b>	
<i>Eonia kapitalisiert</i>	139,78	0,34 %	0,63 %	3,80 %	
<b>CARMIGNAC COURT TERME</b>	<b>3 714,45</b>	<b>0,31 %</b>	<b>0,59 %</b>	<b>4,11 %</b>	<b>11,38 %</b>
<i>Eonia kapitalisiert</i>	139,78	0,34 %	0,63 %	3,80 %	11,82 %

Quelle: Morningstar zum 31/05/11. Es wird darauf hingewiesen, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zwingender Hinweis auf den künftigen Wertverlauf und über die Zeit nicht konstant ist.



WACHSTUMSENTDECKER

The Plaza – 65 Bd Grande Duchesse Charlotte – L-1331 Luxemburg  
Tel: (+352) 46 70 60 1 – Fax: (+352) 46 70 60 30  
www.carmignac.com