



Dr. House

In der neuen Staffel sieht sich der geniale Diagnostiker mit mehreren Patienten gleichzeitig konfrontiert. Sie weisen zahlreiche und zum Teil widersprüchliche Symptome auf. Da sie auf engem Raum zusammengepfercht sind, kommt es manchmal zu bedauerlichen Ansteckungen. Die bislang von den verschiedenen behandelnden Ärzten verschriebenen Therapien hatten stets unerwünschte Nebenwirkungen und trugen in den meisten Fällen höchstens dazu bei, den Gesundheitszustand des Patienten vorübergehend zu stabilisieren. Die Geldspritze von Dr. Bernanke, der bittere Trank von Dr. Trichet sowie die fiebersenkenden Mittel der Dres. Subbarao (in Indien) und Zhou (in China) sind lauter lokale Therapien, deren langfristige Wirkung zuweilen schwierig zu quantifizieren ist und deren Wechselwirkungen die allgemeine Verfassung schwächen. Was ist zu tun, um in einem solch komplexen und prekären Umfeld gesund zu bleiben? Genau dieser Aufgabe stellt sich Dr. House mithilfe seines Expertenteams Tag für Tag unerschrocken und mit manchmal umstrittenen Methoden. Aber führen wir uns die aktuelle Lage doch noch einmal vor Augen.

Dr. Bernanke beurteilt den Gesundheitszustand der USA nach wie vor als ernst. Das Absetzen der Geldspritze sollte sich daher im Finanzsystem nicht in einer massiven Verschlechterung der Liquiditätsbedingungen niederschlagen. Sorge bereiten der US-Zentralbank weiterhin die Arbeitslosenrate (die durch die schwache reale Beschäftigungsrate zu bereinigen ist) und der Sektor Immobilien/Bauwirtschaft, der noch keinerlei Anzeichen einer Stabilisierung erkennen lässt. Am wahrscheinlichsten scheinen deshalb eine Nullzinspolitik sowie die Beibehaltung der von der Fed gehaltenen Vermögenswerte auf dem Niveau von Ende Juni. Gleichzeitig lassen die von uns beobachteten Frühindikatoren eine Verlangsamung des US-Wachstums ab dem zweiten Halbjahr erwarten. Dieses Mal wird das Wachstum indes nicht mehr auf die Unterstützung der Regierung Obama zählen können: Das „Tribunal“ von Standard & Poor's hat den Demokraten und den Republikanern sozusagen eine Blankovollmacht erteilt, um den Defizitabbau und die künftige Stabilisierung der US-Staatsverschuldung anzupacken. Nicht nur in Europa, sondern auch in den USA schlägt also die Stunde der Sparprogramme.

Bereits im ersten Quartal fiel das Wachstum enttäuschend aus (+1,8% p.a. nach +3,1% im vierten Quartal 2010). Dennoch geht die Fed für das Jahr 2011 nach wie vor von einer Steigerung der Wirtschaftsleistung um 3,2% aus. Obgleich damit die Erwartungen im Vergleich zu früheren Schätzungen bereits heruntergeschraubt wurden, scheint diese Prognose immer noch optimistisch. Zu optimistisch? Doug Oberhelman, der Chef des Unternehmens Caterpillar, das für das erste Quartal eine Umsatzsteigerung von 63% gegenüber dem Vorjahresquartal auswies, hat dazu eine klare Meinung: „Die US-Wirtschaft erholt sich äußerst langsam und von einem sehr niedrigen Niveau ausgehend. Von den geld- und fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen scheinen also beschränkt Impulse auf die Realwirtschaft auszugehen. Dies bestätigen uns auch die Banken: Diese

zeigen Zurückhaltung bei der Vergabe von Krediten, doch ist auch die entsprechende Nachfrage noch immer sehr verhalten. So kauften die Banken – die alle begonnen haben, ihre Wachstumsprognosen für die US-Wirtschaft nach unten zu korrigieren – in den letzten sieben Wochen US-Treasuries im Wert von 65 Milliarden US-Dollar – so viel wie seit über neun Monaten nicht mehr.

Auf unsere Vermögensallokation übertragen, hat uns diese Sachlage dazu bewogen, im Rahmen unseres globalen Managements die US-Dollar-Absicherungen bis Ende April auf 100% anzuheben. Infolge des späten Aufbaus dieser Absicherungen konnten die Portfolios nicht vollumfänglich vor dem Wertzerfall des Greenbacks seit Jahresanfang geschützt werden. Sie trug jedoch im vergangenen Monat zur Outperformance von Carmignac Investissement und Carmignac Patrimoine im Vergleich zu ihren jeweiligen Referenzindizes bei. Die US-Währung wertet auf breiter Front ab, wie der Rückgang des „Dollar Index“ zeigt, der den Wert des US-Dollar gegenüber einem Korb von Währungen abbildet. Besonders viel Boden verlor der Greenback gegenüber dem Euro, der im Berichtsmonat um 4,5% und seit Jahresbeginn um 10,6% gegenüber der US-Währung aufgewertet hat.

Aber aufgepasst. Kurzfristig mag die Stärke der Einheitswährung zwar die Auswirkungen der höheren Rohstoffpreise dämpfen, doch im herrschenden Umfeld wirkt sie mehr wie Gift denn als Medizin. Mir ist sehr wohl bewusst, dass unsere Zurückhaltung, ja unser Misstrauen gegenüber der europäischen Wirtschaft uns fälschlicherweise veranlasst hat, seit Jahresanfang von Investitionen in Aktien aus der Eurozone abzusehen. Dies hat uns unterdurchschnittliche Managementenerfolge beschert. Sollen wir uns nun damit begnügen, Monat um Monat die herausragende Entwicklung der deutschen Wirtschaft zu bestaunen und zu glauben, dass sie ausreichen wird, um den Schlusslichtern des Euroraums aus ihrer schwierigen Lage herauszuhelfen? Sind wir endgültig vor einer Ansteckung geschützt, wenn wir die Volkswirtschaften der Peripherieländer unter Quarantäne

/..

stellen? Da sind wir nicht so sicher. Dr. Strauss-Kahn hat Portugal, Griechenland und Irland Defizitreduktionen verordnet: Während Portugal sein Defizit von 6% des BIP im laufenden Jahr auf 3% im Jahr 2013 verringern muss, fordert er von Griechenland einen Abbau des Defizits von derzeit knapp 8% des BIP auf unter 5% im Jahr 2013. Von Irland verlangt er eine Reduktion des Defizits von heute 10% des BIP auf 7,5% in weniger als zwei Jahren. Eine wahrhafte Rosskur also. Und die Liste der Mittelchen ist lang – strukturelle Reformen, Reduktion der Staatsausgaben, Privatisierungen ...

Griechenland und Irland ächzen jedoch bereits dermaßen unter der Schuldenlast, dass eine Insolvenz der beiden Länder nicht mehr auszuschließen ist. Welche Folgen hätte eine Umschuldung dieser beiden Staaten auf die Gesamtheit der Anlagemärkte der Eurozone? Schön wärs, wenn man diese Frage so einfach beantworten könnte. Wir unsererseits haben beschlossen, das Risiko zu minimieren. Andernfalls könnten Sie uns nämlich zu Recht vorwerfen, keine Vorkehrungen getroffen zu haben, sollte der Ernstfall tatsächlich eintreten. Obendrein wird uns der gute Dr. Trichet eine weitere Tablette verabreichen: So wird er den Zinserhöhungszyklus, den er diesen Monat eingeleitet hat, voraussichtlich fortsetzen. Damit sollen die geldpolitischen Rahmenbedingungen an das wirtschaftliche Umfeld in Deutschland angepasst werden, das – nur nebenbei erwähnt – ein höheres Zinsniveau durchaus rechtfertigt. Dass dies den spanischen Haushalten, die sich teilweise auf 50 Jahre hinaus – und zu variablen, d.h. an den Leitzinsen der EZB gebundenen Zinsen – verschuldet haben, nicht zusagt, scheint nicht Dr. Trichets Problem zu sein. Wir brauchen auch nicht zu hoffen, dass sein Nachfolger, Dr. Draghi, von diesem Kurs abweichen wird. Vor diesem Hintergrund ist durchaus damit zu rechnen, dass sich die bevorstehende Trendwende beim US-Wachstum mit Verzögerung auch auf das – in den „peripheren“ Ländern bereits schwache – Wachstum in Europa auswirken wird.

Die Geldspritze des Dr. Bernanke und die Zusicherung, auf unbestimmte Zeit an einer Nullzinspolitik festzuhalten, wirkten in den Schwellenmärkten zusätzlich fiebertreibend. Einzig das kräftige Wachstum, das in zahlreichen Schwellenländern zwischen 6% und 11% beträgt, ist für den Inflationsdruck verantwortlich, der auf einen Nachfrageüberhang, einen Kreditüberschuss oder einen Angebotsmangel und Engpässe zurückzuführen ist. Die zu verordnende Kur ist bekannt. Verstärkt wurde dieser Inflationsdruck durch den zeitweiligen Anstieg der Lebensmittelpreise als Folge der durch La Niña angerichteten Schäden. Die geldpolitischen Rahmenbedingungen in den USA haben diesen Inflationsdruck indes in zweierlei Hinsicht verschärft: Zum einen begünstigten sie die „Carry Trades“ und zum andern schossen im Kielwasser der US-Dollar-Schwäche die Rohstoffpreise auf breiter Front in die Höhe. Unter anderem in China, Indien und Brasilien haben die Zentralbanken die erforderlichen Gegenmaßnahmen getroffen.

Die chinesische Medizin von Dr. Zhou besteht aus einem Cocktail von Zinsanhebungen und höheren Mindestreserveanforderungen. Vor allem im Hochpreissegment muss sich der Bausektor abkühlen. Zudem werden die großen Infrastrukturprojekte zeitlich stärker gestaffelt; dies gilt namentlich für das Schienennetz. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die Inflation in diesen Ländern in Kürze ihren Höhepunkt erreichen wird. In China beispielsweise – um das bedeutendste Beispiel zu nennen – dürfte

dieser Höhepunkt im Juni mit einer annualisierten Teuerung von 5,8% erreicht werden. Derweil belaufen sich die Zinsen für Einlagen und Kredite über ein Jahr auf 3,25% bzw. 6,31%. Sobald der Inflationshöhepunkt konstatiert wird, dürften die Zentralbanken das Ende ihrer restriktiven Geldpolitik verkünden.

Danach sollten die Schwellenländer zu Recht wieder zu ihrer überdurchschnittlichen Entwicklung zurückfinden. Aufgrund der vorherrschenden Angst einer unkontrollierten Teuerung hat sich unsere optimistische Einschätzung der Qualität des Binnenwachstums dieser Volkswirtschaften nicht ausgezahlt. Einem Markt voraus zu sein, ist sicher nicht die beste Voraussetzung für eine kurzfristige Outperformance. Dennoch sind wir nach wie vor der Meinung, dass dieses Universum erhebliches Wertpotenzial bietet. Die Ergebnisse der in unseren Portfolios gehaltenen Unternehmen aus diesen Märkten bestätigen uns in dieser Einschätzung. Trotzdem hielten wir es auf sehr kurze Sicht für angebracht, unser Engagement in Schwellenländeraktien über Indexverkäufe in Indien und Korea geringfügig und vorübergehend zu reduzieren. Zusammengefasst lässt sich Folgendes sagen:

Die Konjunkturdiagnose ergibt, dass zahlreiche Frühindikatoren auf einen Rückgang des US-Wirtschaftswachstums hindeuten. Das Wachstum wird ab dem Sommer sowohl in geld- als auch in finanzpolitischer Hinsicht weniger stark gefördert werden, müssen doch auch die USA ihr Defizit und ihre Staatsverschuldung in den Griff bekommen. Europa, das weniger vom US-Wachstum profitieren wird, durchläuft derzeit eine radikale Sparkur. Die deutsche Volkswirtschaft dürfte sich zwar weiterhin einer Robustheit erfreuen, um die sie die anderen Länder beneiden. Doch könnte die Dynamik ihrer Exporte unter dem künftig schwachen (und teilweise sogar negativen) Wachstum der Nachbarstaaten leiden, denen zusätzlich die fortgesetzten Zinsanhebungen der EZB zu schaffen machen werden. Anfang Sommer wird die Inflation in den Schwellenländern ihren Höhepunkt erreichen; danach werden die Zentralbanken die Zinsschraube nicht mehr weiter anziehen. Die Binnennachfrage wird sich hier – getragen vom Verbrauch einer wachsenden Mittelklasse – weiter erfreulich entwickeln.

Die Portfolien sind folgender Therapie zu unterziehen: Kurzfristig weiterhin Zurückhaltung gegenüber dem US-Dollar, allerdings unter Verzicht auf einen Teil der Absicherung, sowie leichte Reduktion des Engagements in Schwellenländeraktien. Kontinuierlicher Abbau der konjunktursensitivsten Portfoliokomponenten, um auf die Wirtschaftsabkühlung in den Industrieländern vorbereitet zu sein. Mittelfristig Beibehaltung von Beteiligungen an Schwellenländerunternehmen, die von der Binnennachfrage profitieren. Vorsicht gegenüber der Euro/Dollar-Parität und eine leicht optimistischere Einschätzung der Anleihenmärkte als zu Jahresbeginn.

Eine Diagnose zu stellen, ist also immer schwierig. Dies gilt insbesondere dann, wenn bestimmte Symptome oder verabreichte Arzneien andere, gefährlichere Krankheiten überlagern oder umgekehrt Nebenwirkungen über den guten Gesundheitszustand des Patienten hinwegtäuschen. Unsere kurzfristigen Marktbeurteilungen wurden in letzter Zeit stark auf die Probe gestellt. In unseren Augen reicht dies jedoch nicht aus, um unsere Diagnose zu verwerfen. Gewisse Behandlungen brauchen mehr Zeit, um ihre Wirkung zu entfalten. Aber ich wette mit Ihnen, dass sie auch nachhaltig wirken.

Eric LE COZ

Redaktionsschluss: 5. Mai 2011

Devisen

Wie wir bereits im Editorial dieses Briefes festgehalten haben, verlor der US-Dollar im Monatsverlauf gegenüber allen Währungen merklich an Boden. In diesem Zeitraum haben wir die Absicherung verstärkt. Allerdings geschah dies keineswegs aus einer optimistischen Einschätzung der Verfassung der Eurozone heraus. Die wichtigsten ökonomischen Faktoren, die uns zu einer Abkehr von dieser Position bewegen könnten, beobachten wir nach wie vor aufmerksam. Hierzu gehören eine kräftige Belebung der Stellenschaffung in den USA, eine Umschuldung Irlands und ein möglicher Fieberschub bei den spanischen Credit Default Swaps in Europa sowie ganz allgemein

Zinsen

Die Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte durch die EZB belastete die Anleihenmärkte nicht (wir sprechen hier von den deutschen Zinsen). Tatsächlich hat sich die Renditekurve verflacht, was darauf hindeutet, dass die EZB die Inflationsgefahr als etwas geringer einstuft. Zudem spiegelt sich darin wohl die Erwartung, dass die geldpolitische Straffung den Aufschwung in der Eurozone bremsen wird. Die 2-Jahres-Zinsen in Deutschland blieben stabil, während die Zinsen über 10 Jahre um 11 Basispunkte auf 3,24% nachgaben. Jenseits des Atlantiks war in Folge der beruhigenden Worte von Ben Bernanke eine markantere Erholung der Staatspapiere zu beobachten: Im 2-Jahres-Bereich sanken die Zinsen um 22 Basispunkte auf 0,60%, im 10-Jahres-Bereich um 18 Basispunkte auf 3,29%. Die Ausweitung des 2-Jahres-Spreads zwischen den USA und Europa zugunsten des

Aktien

Die Aktienmärkte waren im April von Volatilität geprägt. Die wichtigen Indizes der Industrieländer beendeten den Monat auf Höchstständen. Zu verdanken war dies den Gewinnausweisen der Unternehmen, aber auch der offenbar guten Nachricht einer nach wie vor hohen Liquidität im Finanzsektor. In dieser Beziehung hat Ben Bernanke – wie seinerzeit bereits Alan Greenspan – die Carry Trader nicht enttäuscht. Lassen wir uns die Freude nicht nehmen, dass die Firmen sowohl in Europa als auch in den USA und den Schwellenländern mit positiven Meldungen aufwarten. Allerdings darf man sich in dieser Phase des Konjunkturzyklus und angesichts des Wirtschaftsszenarios, das wir im Editorial des Briefes entwerfen, die Frage stellen, wie weit bei den Gewinnausweisen für das zweite Halbjahr und für 2012 Überraschungen oder positive Korrekturen möglich sind. Auf Basis der aktuellen Bewertungen erwarten wir,

Rohstoffe

Die verschiedenen Rohstoff-Untersektoren erzielten im Berichtsmonat sehr uneinheitliche Ergebnisse. In US-Dollar gerechnet (zur Ausklammerung des Währungseffekts) legte der Goldminenindex 3,4% zu, während die Öldienstleister im gleichen Zeitraum 2,5% einbüßten. In Euro verloren die beiden Indizes 1,1% bzw. 6,7%. Ein einziger Sektor vermochte sich einigermaßen zu behaupten: Die Basismetalle verloren in Euro lediglich 0,4%. Begründet lag diese hohe Volatilität in der Trendwende der US-Frühindikatoren sowie in der Notwendigkeit eines restriktiveren und nachhaltigeren geldpolitischen Kurses in den Schwellenländern.

Carmignac Commodities machte die starke Gewichtung des Energiebereichs und der Erdöldienstleister zu schaffen. Im Segment der Goldminen blieb das Portfolio hinter dem Goldminenindex zurück. Unser Engagement in diesem Sektor bauten wir im April indes aus, indem wir insbesondere **Eldorado Gold**, **Goldcorp** und **Rangold** ins Portfolio aufnahmen. Im Basismetallsektor verzeichnete der Kupfertitel **Equinox Minerals** nach der Bekanntgabe, dass dem Unternehmen ein Übernahmeangebot unterbreitet worden sei,

eine Rückkehr der Risikoscheu, sobald in den Industrieländern eine Konjunkturabkühlung festgestellt wird.

Die Schwellenländerwährungen haben sich insgesamt ausgezeichnet entwickelt, was **Carmignac Global Bond** eine klare Outperformance gegenüber seinem Referenzindex bescherte. Bei bestimmten Währungen – insbesondere dem brasilianischen Real, der indischen Rupie und der türkischen Lira – scheint uns Vorsicht angebracht. Die Engagements einiger unserer Fonds in den entsprechenden Währungen haben wir vorübergehend zu reduzieren begonnen.

Euro war für die US-Dollar-Schwäche im April mitverantwortlich. Die Vergabe von Privatkrediten blieb von der Solvenzkrise der europäischen Peripherieländer weitgehend unberührt. So hat sich die Lage im Bereich der nachrangigen Finanzanleihen entspannt: Die Risikoaufschläge schrumpften im Berichtsmonat von 265 auf 227 Basispunkte.

Im Einklang mit unserem Wirtschaftsszenario einer allmählichen Verlangsamung des weltweiten Wachstums und unseren Ankündigungen in den Quartalsberichten per Ende März haben wir die modifizierte Duration unserer Anleihenportfolios angehoben. Ende Monat belief sich diese bei **Carmignac Patrimoine** auf 4,1, bei **Carmignac Global Bond** auf 5,55 und bei **Carmignac Sécurité** auf 1,3.

dass das relative Risiko der Schwellenmärkte wieder an Attraktivität gewinnt. Gemessen am S&P und am Eurostoxx wird für 2011 ein Gewinnwachstum von 13% und für 2012 von 11% prognostiziert. Werden diese Wachstumsraten wirklich erreicht werden? Besteht in diesem Fall noch Potenzial für positive Überraschungen? In Anbetracht der Niveaus, auf welchen sich diese Indizes zum Monatsende befanden, raten wir zu einer gewissen Vorsicht.

Bei den europäischen Investmentfonds wurden **Commerzbank** zu einem sehr niedrigen Kurs und **Sberbank** aus Russland ins Portfolio aufgenommen. Für die globalen Investmentfonds erwarben wir im Berichtszeitraum wieder zwei japanische Titel: **Fanuc** aus dem Segment Robotertechnik und **Komatsu** aus dem Segment Minen- und Bauausrüstung.

einen Kurssprung um fast 40%. Auf kurze Sicht lassen sich die makroökonomischen Aussichten heute schwerer abschätzen. Im Energiebereich wird die Nachfragedynamik in den Schwellenländern die relative Beruhigung der US-Nachfrage – als zu erwartende Folge der bevorstehenden Abkühlung – praktisch vollständig kompensieren. Gleichzeitig ist aufgrund der Ereignisse im Nahen Osten die Substitutionskapazität geringer denn je. Im Metallsegment nahmen die Kupferbestände an der LME (London Metal Exchange) weiter zu, während sich dieser Trend in Schanghai, wo die Bestände stabil blieben, nicht bestätigte. Ein einziger Wermutstropfen veranlasst uns, auf sehr kurze Sicht etwas mehr Vorsicht walten zu lassen: Die Unternehmensaktien haben den Kursanstieg der zugrunde liegenden Rohstoffe in den vergangenen Wochen nur teilweise nachvollzogen. Zudem geht die Annäherung oft weniger mit Terraingewinnen der Titel als vielmehr mit Kursrückgängen der physischen Rohstoffe einher. Unsere mittel- bzw. langfristige Einschätzung dieser Sektoren wird dadurch indes nicht infrage gestellt.

Vermögensallokation

Die Dachfonds enttäuschten im April. Nachdem die Schwellen- und Rohstoffmärkte die entwickelten Märkte wieder übertrafen hatten, verstärkten wir zum Ende des letzten Quartals die Gewichtung dieser Themen im Rahmen der Vermögensallokation. Leider taten wir schlecht daran, gerieten sie doch gegen Ende des Berichtszeitraums wieder arg unter Druck. Die gute Absicherung der US-Dollar-Engagements allein reichte nicht aus, um das unterdurchschnittliche Ergebnis aus der Vermögensallokation

und die Underperformance einiger unserer Fonds gegenüber ihren Indizes wettzumachen.

Aus den im Editorial des Briefes erläuterten Gründen hat sich unser Entscheid, klar auf unsere langfristigen Überzeugungen zu setzen, auf kurze Sicht als unglückliche taktische Wahl herausgestellt. Bis die Konjunkturdaten unsere Ausrichtung untermauern, ist in den nächsten Wochen daher vermehrt Vorsicht angebracht.

Fondsperformance

	NAV	2011	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
CARMIGNAC INVESTISSEMENT A	8 536,03	-5,14%	3,57%	13,84%	29,59%
CARMIGNAC INVESTISSEMENT E	130,79	-5,38%	2,81%	10,28%	
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>214,84</i>	<i>-2,39%</i>	<i>4,07%</i>	<i>-2,29%</i>	<i>-10,92%</i>
CARMIGNAC GRANDE EUROPE A	138,64	-3,43%	6,01%	-10,18%	-2,12%
CARMIGNAC GRANDE EUROPE E	80,45	-3,68%	5,19%	-12,30%	
<i>DJ Stoxx 600</i>	<i>283,79</i>	<i>2,89%</i>	<i>9,19%</i>	<i>-12,17%</i>	<i>-15,66%</i>
CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS	178,55	-4,68%	8,40%	-11,89%	-3,73%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	<i>188,33</i>	<i>2,83%</i>	<i>13,81%</i>	<i>2,49%</i>	<i>-0,21%</i>
CARMIGNAC EMERGENTS	687,83	-6,16%	10,96%	8,30%	15,06%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	<i>187,94</i>	<i>-5,44%</i>	<i>5,79%</i>	<i>6,04%</i>	<i>21,47%</i>
CARMIGNAC EMERGING DISCOVERY	1 058,56	-9,78%	8,25%	5,76%	
<i>Carmignac Emerging Discovery Index (Eur)</i>	<i>102,87</i>	<i>-7,66%</i>	<i>6,04%</i>	<i>19,89%</i>	
CARMIGNAC INNOVATION	221,94	-1,50%	0,71%	-20,54%	-31,13%
<i>Carmignac Innovation Index (Eur)</i>	<i>142,28</i>	<i>-3,11%</i>	<i>0,73%</i>	<i>12,19%</i>	<i>-5,91%</i>
CARMIGNAC COMMODITIES	385,81	-5,42%	19,18%	5,99%	36,77%
<i>Carmignac Commodities Index (Eur)</i>	<i>359,90</i>	<i>-1,58%</i>	<i>10,22%</i>	<i>-0,54%</i>	<i>22,14%</i>
CARMIGNAC PATRIMOINE A	5 068,50	-3,73%	-0,23%	22,02%	30,75%
CARMIGNAC PATRIMOINE E	130,38	-3,88%	-0,73%	19,76%	
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>294,55</i>	<i>-4,21%</i>	<i>1,85%</i>	<i>16,67%</i>	<i>11,17%</i>
CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE	272,94	-2,56%	4,91%	0,61%	-0,38%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia kapitalisiert</i>	<i>129,81</i>	<i>4,03%</i>	<i>3,77%</i>	<i>-4,79%</i>	<i>-1,02%</i>
CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE	211,61	-6,73%	0,31%	16,30%	32,20%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>217,17</i>	<i>-2,39%</i>	<i>4,07%</i>	<i>-2,29%</i>	<i>-10,92%</i>
CARMIGNAC MARKET NEUTRAL	1 047,86	-4,38%	-2,02%	-0,85%	
<i>Eonia kapitalisiert</i>	<i>139,50</i>	<i>0,25%</i>	<i>0,57%</i>	<i>4,05%</i>	
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 100	155,91	-8,64%	1,21%	-10,06%	-6,82%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>214,84</i>	<i>-2,39%</i>	<i>4,07%</i>	<i>-2,29%</i>	<i>-10,92%</i>
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 75	176,50	-7,50%	0,04%	-3,49%	0,52%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>108,03</i>	<i>-3,30%</i>	<i>2,96%</i>	<i>9,00%</i>	<i>1,65%</i>
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 50	151,49	-6,17%	-0,82%	1,36%	5,78%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>116,74</i>	<i>-4,21%</i>	<i>1,85%</i>	<i>16,67%</i>	<i>11,17%</i>
CARMIGNAC GLOBAL BOND	956,99	-1,75%	-1,63%	-2,75%	
<i>JP Morgan GGB</i>	<i>444,29</i>	<i>-6,27%</i>	<i>-0,17%</i>	<i>24,80%</i>	
CARMIGNAC SECURITE	1 541,28	0,54%	1,73%	16,23%	23,45%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	<i>153,71</i>	<i>-0,55%</i>	<i>-0,34%</i>	<i>9,82%</i>	<i>17,64%</i>
CARMIGNAC CASH PLUS	10 426,76	0,57%	1,95%	2,77%	
<i>Eonia kapitalisiert</i>	<i>139,66</i>	<i>0,25%</i>	<i>0,57%</i>	<i>4,05%</i>	
CARMIGNAC COURT TERME	3 711,51	0,23%	0,53%	4,37%	11,52%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	<i>139,66</i>	<i>0,25%</i>	<i>0,57%</i>	<i>4,05%</i>	<i>11,97%</i>

Quelle: Morningstar zum 30/04/11. 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