CARMIGNAC GESTION

CARMIGNAC views

Juni 2010

Der lange Weg des Talers und des Solidus.

Gegen Ende des 15. Jahrhunderts kam in Deutschland der Taler in Gebrauch - eine Silbermünze, die aus bedeutenden Silbervorkommen in Böhmen geprägt wurde. Die große Ausdehnung des Heiligen Römischen Reiches Deutscher Nation gewährleistete die schnelle Verbreitung des Talers in ganz Europa. Er diente sogar auf der abessinischen Hochebene und der arabischen Halbinsel als Zahlungsmittel. Karl der Fünfte brachte ihn nach Spanien, von wo aus er sich in den britischen Kolonien und in Nord-, Mittel- und Südamerika durchsetzen sollte. Vierhundert Jahre lang war der Taler die häufigste Silbermünze auf der Welt. Heute ist er verschwunden, hinterließ uns aber den Dollar, der von Neuseeland bis Kanada verwendet wird, und - weniger weit entfernt - den Tolar, die slowenische Währung bis zum Beitritt des Landes zur Eurozone.

Ist es heute denkbar, dass die wirtschaftliche Stärke und Stabilität unseres Nachbarn jenseits des Rheins langfristig einen Euro ermöglicht, der es mit dem Taler von früher aufnehmen kann? Auszuschließen ist dies derzeit noch nicht, aber kurzfristig wenig wahrscheinlich, solange die notwendigen Voraussetzungen für seine Stabilität nicht erfüllt sind. Der Anfang Mai von der Europäischen Union mit Unterstützung des IWF verkündete „Rettungsplan" im Umfang von 750 Milliarden Euro (dessen Umsetzungsmodalitäten übrigens immer noch nicht feststehen) hat den Märkten und Regierungen der Eurozone nur eine kurzfristige Verschnaufpause verschafft. Dafür gibt es mindestens vier Gründe.

1. Die Haushaltssparmaßnahmen, die unter dem Druck der Märkte und der anderen Mitgliedsländer der Eurozone bereits ergriffen oder angekündigt wurden, sind äußerst drastisch. Sie kommen zu früh und zu massiv, während das wirtschaftliche Umfeld immer noch sehr ungefestigt ist. Damit besteht die Gefahr, dass sie die Eurozone schon im nächsten Jahr erneut in eine Rezession beziehungsweise Deflation stürzen.

2. Die Sparmaßnahmen erzeugen oder verschärfen eine schwierige politische Lage der Regierungen und Entscheidungsträger. Und das ausgerechnet zu einem Zeitpunkt, an dem die betroffenen Länder, die ohnehin schon unter echten wirtschaftlichen und sozialen Problemen leiden, ein einheitliches Vorgehen benötigen würden, um den langen Weg der Erholung einzuschlagen.

3. In diesen Zeiten hat sich gezeigt, dass der innereuropäische Zusammenhalt schwach ist. Auf der einen Seite sind und bleiben die Deutschen ablehnend eingestellt, was Rettungspläne für die Länder mit einer schlechten Haushaltsdisziplin angeht. Wie sollte man ihnen das zum Vorwurf machen? Haben sie nicht selbst schon immense Opfer gebracht, um ihre Wiedervereinigung zu finanzieren und ihr Land dann auf ein weltweit wettbewerbsfähiges Niveau zu bringen? Auf der anderen Seite sind schon innerhalb der EZB die Meinungsverschiedenheiten zwischen Herrn Trichet und den Herren Weber und Draghi destabilisierend. Sie lassen an der Fähigkeit der Währungsbehörden zweifeln, eine feste Obergrenze einzuhalten, und dies zu einem Zeitpunkt, an dem schnelle und gut aufeinander abgestimmte Reaktionen wichtiger denn je sind.

4. Das Ansteckungsrisiko wird heute unterschätzt. In dieser Hinsicht bleibt die Lage Spaniens beunruhigend, auch wenn sie nicht mit derjenigen der anderen europäischen Länder vergleichbar ist (bei einem Anteil der Staatsverschuldung am BIP von nur 53 % Ende 2009). Aus wirtschaftlicher Sicht liegt das Haushaltsdefizit immer noch bei über 9 % des BIP und das Außenhandelsdefizit (nominal das zweithöchste weltweit hinter den USA) bei über 5 % des BIP. Vor allem verdeutlicht das Gewicht der gesamten Privatverschuldung, die sich Ende 2009 auf fast 330 % des BIP belief, den Umfang der Kreditblase in diesem Land, das gemessen am Haushaltsdefizit bis zur Krise von 2008 eher diszipliniert war. Diese Zahl veranschaulicht auch das Ausmaß der notwendigen Anpassungen. Sind die von der Regierung Zapatero ergriffenen Maßnahmen in einem Umfeld, in dem die Arbeitslosenrate bereits bei 20 % liegt, überhaupt haltbar? Daran sind Zweifel angebracht. Ein Blick auf das Beispiel Irlands ist in diesem Zusammenhang sehr aufschlussreich. Das Land verzeichnet nun schon sechzehn Deflationsmonate in Folge. Im April entsprach dies auf Jahresbasis einem Preisrückgang von 2,1 %. Der Einbruch des nominalen BIP um 10,4 % lässt erschaudern. Und welche Folgen wird eine solche Sparpolitik für die Kredite und die Banken haben? Eine Zunahme der Kreditausfälle scheint unausweichlich.

Diese Probleme sind europäischer Natur und nicht nur auf die Griechen, Portugiesen oder Spanier beschränkt. Ende 2009 hielten die europäischen Banken, die der BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) angeschlossen sind, griechische Staatsanleihen im Umfang von 193 Milliarden Euro. Dieselben Banken hielten auch portugiesische Staatsanleihen im Umfang von 240 Milliarden Euro und spanische Staatsanleihen von nicht weniger als 832 Milliarden Euro. Die wichtigsten Gläubiger waren die französischen und deutschen Banken. Darüber hinaus weist Frankreich in diesem Kontext Haushaltsdaten vor, die ebenso beunruhigend sind wie diejenigen der südeuropäischen Länder. **Vor diesem Hintergrund behalten wir in unseren Fonds mit globaler Verwaltung eine begrenzte oder bei Null liegende Exposure im Euro bei.** Es ist klar, dass die Euro-Schwäche ein Mittel ist, den aus dem europäischen Umfeld resultierenden Deflationsdruck abzufedern (zu exportieren). **Außerdem bleiben unsere Anlagen in Staatsanleihen auf Deutschland und die USA beschränkt.**

Tatsächlich bleiben die USA im Augenblick von der europäischen Krise der Staatsfinanzen verschont. Dennoch befindet sich auch der US-Haushalt keineswegs in einem guten Zustand. Die Staatsverschuldung wird bereits auf über 90 % des BIP geschätzt. Dabei sind so genannte „Government Sponsored Enterprises" wie die Hypothekeninstitute Fannie Mae und Freddie Mac noch nicht einmal eingerechnet. Nach ihrer Verstaatlichung im Jahr 2008 müssten deren Schulden, die fast 35 % des BIP betragen, logischerweise zur Staatsverschuldung hinzugerechnet werden! So scheint selbst in den USA eine Rückkehr zu mehr Haushaltsdisziplin und Sparsamkeit unausweichlich.

./..

Natürlich können schnelle Notfallmaßnahmen leichter als in Europa ergriffen werden, da es nur eine Regierung gibt und eine Zentralbank vorhanden ist, die sich den Schutz der Arbeitsplätze auf die Fahnen geschrieben hat und mit einer einzigen Stimme spricht. Natürlich ist das Erholungspotenzial der Wirtschaft kräftiger als auf dem alten Kontinent. Aus diesem Grund behalten wir seit dem zweiten Quartal 2009 eine Aktien-Exposure bei, die auf den US-Aufschwung setzt (die Position wurde im Monatsverlauf um zwei Punkte abgebaut). Aber so beneidenswert die Wirtschaftslage in den USA im Vergleich zu unserem Kulturengemisch auch sein mag, sie ist nach wie vor anfällig. Da das Wachstum vor allem durch das vorübergehende Phänomen des Wiederaufbaus der Lagerbestände und einen neuen Investitionszyklus getrieben wird, ist es nach wie vor nicht gefestigt.

Die von uns beobachteten Frühindikatoren weisen bereits auf eine Verlangsamung und Abschwächung der Wirtschaftsdynamik hin, die es ermöglichte, dass sich die Realwirtschaft und die Börsenmärkte wieder annäherten. Die Wirtschaft schafft zwar Arbeitsplätze, aber etwas weniger als erhofft. Die Einkaufsmanagerindizes sind zwar noch erfreulich, haben sich aber dennoch gegenüber den Vormonaten etwas abgeschwächt. Auch wenn die Wirtschaft also derzeit noch robust ist, kündigt sich der Rückgang bereits an. Außerdem wurden die jüngsten Immobilienmarktdaten durch den Ablauf der Steuererleichterung für Erstkäufer aufgebläht. Sie können jedoch nicht verbergen, dass die Aufräumarbeiten nach dem Platzen der Immobilienblase noch nicht abgeschlossen sind. Die damit verbundenen Unsicherheiten werden die zukünftige Endnachfrage belasten, wie sie heute bereits die Aktienmärkte zu belasten beginnen. **Dieses Zusammentreffen einer europäischen Krise, deren Folgen noch gar nicht vollkommen zu Tage getreten sind, und einer amerikanischen Wirtschaft, die erste enttäuschende Signale aussendet, veranlasste uns zu einer vorsichtigen Haltung gegenüber den Aktienmärkten. So haben der Carmignac Investissement und der Carmignac Patrimoine im abgelaufenen Monat durchschnittlich eine Netto-Exposure in Aktien beibehalten, die auf knapp 60 % beziehungsweise 6 % begrenzt war.**

Unsere defensive Positionierung ist umso gerechtfertigter, als sich die Schwellenmärkte - anders als ihre jeweilige Wirtschaft - nicht von ihren Pendants in den Industrieländern abgekoppelt haben. Da die Wirtschaft in den Schwellenländern brummt, stehen sie kurz vor einer Überhitzung, so paradox dies auch aus europäischer Sicht scheint. Brasilien verzeichnet eine Wachstumsrate von fast 8 % und hat seit Jahresbeginn über eine Million Arbeitsplätze geschaffen. Die Kreditvergabe und damit einhergehend der Konsum explodieren, und die Zentralbank dürfte die im April eingeleitete geldpolitische Straffung fortsetzen. Auch das Wachstum der indischen Wirtschaft beschleunigt sich. Die Industrieproduktion des Landes wächst auf Jahresbasis um 13,5 %, das Bruttoinlandsprodukt steigt um fast 9 % gegenüber dem ersten Quartal 2009, und die Großhandelspreise verzeichnen einen Anstieg von über 9 % im gleitenden Jahresdurchschnitt. Auch die indische Zentralbank dürfte vorerst die Straffung der Kreditpolitik fortsetzen.

China ist ein wichtiger Frühindikator. Die Regierung hatte den Wirtschaftsmotor bereits Anfang November 2008 angekurbelt - früher und stärker als jedes andere Land. Die Maßnahmen funktionierten besser als erwartet. Das Land weist eine Wachstumsrate von über 11 %, ein Plus bei der Industrieproduktion von 19 % sowie einen Zuwachs der Einzelhandelsumsätze von 18 % aus. Außerdem verzeichnet es aufgrund des Kreditmultiplikatoreffekts ein ungehemmtes Wachstum des Immobilienmarktes. Seit dem Ende des letzten Jahres wissen wir, dass die chinesische Regierung und die Notenbank den Motor abbremsen wollen, um eine nicht mehr zu kontrollierende Überhitzung zu vermeiden. Und da es sich um eine Planwirtschaft handelt, entfalten die gezielt ergriffenen Gegenmaßnahmen ihre Wirkung. Die Frühindikatoren drehen nach unten, die Zahl der Immobilientransaktionen sinkt - kurz, die Wirtschaft schwächt sich ab. Umso besser! Die Verantwortlichen in den Schwellenländern haben aus ihren Fehlern der Vergangenheit und nun auch aus den jüngsten Fehlern des Westens gelernt.

Umso wichtiger ist es, dass die Schwellenländer den Inflationsdruck kurzfristig eindämmen, zumal das langfristige Wachstumspotenzial bedeutend bleibt. Der Binnenkonsum entwickelt sich weiter, die Kaufkraft erhöht sich rasch, die Verschuldung des Privatsektors ist nicht exzessiv hoch, und die Vorhaben für Infrastrukturinvestitionen werden das Wachstum weiterhin speisen. Der Prozess der Urbanisierung ist noch längst nicht abgeschlossen. Hinzu kommt, dass diese Volkswirtschaften weiterhin vom westlichen Geldstrom profitieren dürften. Jedes im üblichen Rahmen gegründete Unternehmen wird seine Investitionsbemühungen noch auf Jahre hinaus auf diese Länder konzentrieren, und zwar nicht mehr wegen der billigen Arbeitskräfte, sondern ganz einfach, um eine Binnennachfrage mit zweistelligen Wachstumsraten zu befriedigen.

Natürlich haben die Schwellenmärkte ebenso wie die Rohstoffmärkte, die untrennbar an die Wachstumsperspektiven der Schwellenländer gekoppelt sind, im abgelaufenen Monat noch gelitten - kaum weniger als die großen Börsenindizes weltweit. Die meisten Märkte mussten einen Rückgang um fast 10 % im Monat in Landeswährung hinnehmen (mit der bemerkenswerten Ausnahme des deutschen DAX). Aber wie schon Churchill bekräftigte: „Wenn du durch die Hölle gehst, musst du weitergehen." Die taktische Vorsicht, die wir sowohl bei den Anleihemärkten als auch bei den Währungen und Aktien an den Tag gelegt haben, beeinträchtigt unsere Überzeugungen jedoch nicht. Das Wirtschaftsumfeld der westlichen Länder wird eine extrem lockere Geldpolitik erfordern, und dies auf lange Sicht hinaus. Die Abschwächung der betroffenen Volkswirtschaften, die das Wachstum der Weltwirtschaft belastet, wird es den Schwellenländern erlauben, auf zu restriktive Maßnahmen zu verzichten, um ein befriedigendes Wachstumsniveau zu erreichen und einen zu hohen Inflationsdruck zu vermeiden. Vor diesem Hintergrund dürfte es der Zuwachs unserer Titel im Portfolio ermöglichen, sehr zufrieden stellende Wertentwicklungen zu erzielen, sobald sich der Nebel über Europa gelichtet hat. Die kurzfristige Zukunft hängt vom Schicksal der Eurozone ab.

Es ist Zeit zu handeln. Helmut Kohl und François Mitterrand haben sich unter anderen Umständen die Hand gereicht. Frau Merkel und Herr Sarkozy: Bitte reichen auch Sie sich die Hand und ebnen Sie den Weg für eine neue Etappe der Entwicklung der Europäischen Union, für eine europäische Haushalts- und Fiskalpolitik, für ein solidarisches Europa. Die Finanzmärkte arbeiten nicht gegen, sondern für Sie und bislang auch an Ihrer Stelle. Sie zeigen Ihnen den Weg. Sie brauchen diese Fortschritte. Auf diese Weise werden Sie der Eurozone ihren berechtigten Platz in der Welt sichern. Sie werden den Euro zu einer stabilen und soliden Währung machen, wie es seinerzeit der Solidus war, jene Goldmünze, die der erste christliche Kaiser des Römischen Reichs, Konstantin der Große, im Jahr 310 n. Chr. prägen ließ. Verlieren Sie keine Zeit, haben Sie keine Angst, und wir werden uns voll und ganz als Europäer fühlen.

Eric Le Coz

Letzte Überarbeitung am 4. Juni 2010

Währungen

Der Euro gab im Monatsverlauf 7,7 % gegenüber dem Dollar und über 10 % gegenüber dem Yen nach. Dies entspricht unserem wirtschaftlichen Szenario. Nachdem er mit 1,2140 Dollar einen Tiefstand im Monatsverlauf erreichte, schloss er die Periode mit 1,2271. Dieser niedrige Stand entspricht der Hälfte des gesamten Anstiegs des Euro gegenüber dem Dollar zwischen 2001 und 2008. Eine Pause auf diesem Niveau ist berechtigt. Dennoch lassen uns die realen wirtschaftlichen Probleme der Eurozone, ihre Wachstumsaussichten und ihre politischen Winkelzüge von einem weiteren Euro-Rückgang in den kommenden Monaten ausgehen. Die Handelspartner der Mitgliedsländer, allen voran die USA und China, sind alarmiert, ja beinahe verärgert. Dieser Rückgang ist jedoch notwendig, um den verschiedenen Mitgliedsländern einen Anschein internationaler Wettbewerbsfähigkeit zurückzugeben. Uns scheint, als läge der nächste Zwischenstand eher in Richtung eines Niveaus von 1,12 bis 1,16. Es wird also Zeit, sich darauf einzustellen.

In der Zwischenzeit haben wir in Einklang mit unseren Äußerungen im vergangenen Monat eine auf den Euro begrenzte Exposure beibehalten. Die Fonds **Carmignac Commodities, Carmignac Emergents, Carmignac Emerging Discovery** und **Carmignac Innovation** weisen keine Exposure im Euro auf. Der **Carmignac Investissement** hat im Monatsverlauf eine leicht negative Exposure im Euro beibehalten. Der **Carmignac Patrimoine** wiederum hat eine auf unter 20 % begrenzte Exposure in der Gemeinschaftswährung, wobei sich der Rest auf den Dollar, den Yen und die Schwellenlandwährungen verteilt. **Diese Exposure in Währungen außerhalb der Eurozone wird - wenn auch zum Preis einer leicht höheren Volatilität - einen wichtigen Performancemotor in diesem wirtschaftlichen Umfeld darstellen.**

Anleihen

Die US-Zinsen entspannten sich im Monatsverlauf. Das ist eine logische Entwicklung. Auf der einen Seite drehten die Wachstumsaussichten der US- und der Weltwirtschaft nach den jüngst veröffentlichten Wirtschaftsdaten leicht nach unten, wie im Editorial erwähnt. Auf der anderen Seite schaffen die Zuflüsse in den Dollar eine Nachfrage nach Staatsanleihen, die im Großen und Ganzen ausreicht, um das immerhin mehr als großzügige Angebot von Emissionen aufzunehmen. So lagen die zweijährigen Anleihen bei 0,77 % und die zehnjährigen Anleihen bei 3,29 %. Das entspricht einem Rückgang um 19 bzw. 37 Basispunkte.

Auch die deutschen Staatsanleihen gaben nach. Dabei spielten der Fluchteffekt und die Verschlechterung der Wachstumsaussichten eine Rolle. So gaben die zweijährigen deutschen Anleihen im Monatsverlauf 26 Basispunkte nach und lagen am Ende bei 0,51 %. Die zehnjährigen Anleihen gaben 36 Basispunkte nach und lagen Ende Mai bei 2,66 %. Im Monatsverlauf trug die Anleihenkomponente des **Carmignac Patrimoine** 43 % zur Gesamtperformance des Fonds bei. Beim **Carmignac Sécurité** trug die Erhöhung der Duration durch Futures auf den Bund eine Performance von 40 Basispunkten bei. Auf diese Weise wurde die leichte Verschlechterung im Kreditbereich größtenteils wieder ausgeglichen. Am Monatsende lag die Duration des **Carmignac Patrimoine, Carmignac Sécurité** und **Carmignac Global Bond** bei 7,3 und 3,1 bzw. 6,4. Wir werden unser Augenmerk weiterhin auf die Finanzierungsbedingungen des europäischen Bankensystems richten. Eine bereits im Monatsverlauf beobachtete Schrumpfung, die aber noch keine Lähmung darstellte, bestätigt unsere Vorsicht und zeigt, dass es richtig war, das Niveau der verfügbaren liquiden Mittel in jedem der oben genannten drei Fonds im Monatsverlauf zu erhöhen.

Aktien

Was soll man nach einem so drastischen Rückgang, der die meisten weltweiten Börsenindizes einheitlich traf, sagen? Die Unternehmen befinden sich insgesamt, natürlich mit Ausnahme des europäischen Finanzsektors, bei guter Gesundheit. Ihre Bewertungen sind attraktiv. Das ist offensichtlich. Allerdings wird das wirtschaftliche Umfeld unweigerlich die Gewinnaussichten nach unten ziehen, zumindest für die europäischen Unternehmen. Doch der in Europa notwendige Sparkurs wird sich zweifellos auch auf das Wachstum der Weltwirtschaft auswirken. Wir glauben, dass die Schwellenländer vor diesem Hintergrund die von den Märkten bereits erwarteten geldpolitischen Straffungsmaßnahmen einschränken können.

In den Fonds mit globaler Verwaltung haben wir folglich unsere Allokation bei denjenigen Werten etwas reduziert, die am empfindlichsten auf die Entwicklung des Rohstoffsektors reagieren. Wir haben allerdings mehr denn je ein starkes Gewicht unserer Vermögenswerte beibehalten, die mit dem Thema des Binnenwachstums der Schwellenländer zusammenhängen. Diese Länder werden weiterhin den Hauptwachstumsmotor darstellen. Auch sind die Staatshaushalte dieser Länder gesund. Die Märkte sind sich dessen bewusst. Im Jahr 2002, einige Monate vor der Wahl von Präsident Lula, hatte die Risikoaversion die Anleger in die Flucht geschlagen und die brasilianischen Aktien und Anleihen nach unten gezogen. Die Wahl des Nachfolgers von Lula wird im Herbst stattfinden. Solange die Märkte stabil bleiben, bleibt auch das Vertrauen darin bestehen, dass der neue Präsident die Politik seines Vorgängers fortführen und die höchsten internationalen Standards einer verantwortungsvollen Staatsführung einhalten wird.

Rohstoffe

Der Preis für Rohöl ging im Monatsverlauf um 14 % zurück. Beim Index der Erdöldienstleister betrug der Rückgang in Dollar fast 19 %. Trotz dieser deutlichen Abwärtsentwicklung gelang es den Fonds **Carmignac Commodities** und **Carmignac Investissement,** ihre jeweiligen Performanceindikatoren zu übertreffen. Während der Preisrückgang für Rohöl größtenteils auf die schlechteren Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft zurückgeht, ist der Rückgang bei den Öldienstleistern offensichtlich eine unmittelbare Folge der Ölpest vor den Küsten Louisianas. Die US-Regierung hat eine vorübergehende Einstellung der Bohrprojekte im Golf von Mexiko angeordnet. Unsere Analyse des Sektors spricht jedoch für eine Beibehaltung unserer Investments. Das Wachstum des Sektors findet nicht hauptsächlich im Golf von Mexiko statt, denn dieses Fördergebiet steht weit hinter den Küstengebieten Afrikas und Brasilien. Der Sektor enthält bei den derzeitigen Bewertungsniveaus ein großes Polster, von dem wir in den nächsten Monaten profitieren werden.

Der Goldsektor hat positiv zu den Wertentwicklungen der Gesamtheit unseres Fondsmanagements beigetragen. Der Composite-Aktienindex des Sektors „verliert nur" 2 % gegenüber mehr als 8 % beim S&P 500 und fast 10 % beim weltweiten Index in Dollar. Diese Komponente, die in unterschiedlichem Ausmaß in der Gesamtheit unserer Fonds vertreten ist, wird deshalb weiterhin die Aufgabe einer Absicherung des Portfolios, einer Zuflucht, erfüllen und dürfte in Anbetracht des Umfelds in den kommenden Wochen mit den aktuellen Gewichtungen beibehalten werden.

Vermögensallokation

Die drei Dachfonds **Carmignac Profil Réactif** haben ebenso wie die Gesamtheit der Fondsverwaltung den Rückgang der Aktienmärkte aufgefangen. Alle drei Fonds verzeichneten zufrieden stellende positive Wertentwicklungen im Monatsverlauf. Einzig der besonders vorsichtig ausgerichtete **Carmignac Profil Réactif 50** konnte mit seinem Performanceindikator nicht Schritt halten, weil eine unzureichende Exposure in anderen Währungen als dem Euro vorlag. Neben der positiven Performance des globalen Fondsmanagements und des Anleihenmanagements ermöglichten es die spezifischen Absicherungspositionen der Profilfonds, diese positive Performance zu erzielen. Im Sinne der Vermögensallokation wurden die europäischen Aktien und das spezialisierte Management jeweils um einen Punkt reduziert. Diese beiden Punkte wurden im globalen Fondsmanagement eingesetzt, das eher das Ziel einer absoluten Performance verfolgt.

Der **Carmignac Investissement Latitude** behauptete sich im Monatsverlauf gut und schlug den Masterfonds **Carmignac Investissement** um 120 Basispunkte. Insbesondere die Kaufpositionen auf Gold und die Aktienvolatilität haben deutlich zu dieser guten Performance beigetragen. Zu Beginn des Juni bleibt Vorsicht angebracht. Die strategischen Allokationen bleiben auf die wichtigen langfristigen Themen ausgerichtet. Die schwache Exposure im Euro wird beibehalten. Das Niveau der Aktien-Exposure wird von der Bestätigung des Szenarios abhängen, das im Editorial beschrieben ist.

Fondsperformance

	NAV	2010	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
CARMIGNAC INVESTISSEMENT A	**8 444,01**	**8,63%**	**21,31%**	**21,83%**	**98,60%**
CARMIGNAC INVESTISSEMENT E	**130,25**	**8,29%**	**19,61%**	**16,34%**	
MSCI All Countries World Free (Eur)	*225,89*	*8,23%*	*29,61%*	*-24,30%*	*0,30%*
CARMIGNAC EURO-INVESTISSEMENT	**259,81**	**-0,74%**	**14,76%**	**-34,47%**	**4,41%**
DJ Euro Stoxx	*249,82*	*-9,07%*	*9,82%*	*-43,12%*	*-11,18%*
CARMIGNAC GRANDE EUROPE A	**127,75**	**3,05%**	**21,33%**	**-26,09%**	**23,53%**
CARMIGNAC GRANDE EUROPE E	**74,67**	**2,70%**	**20,38%**	**-27,46%**	
DJ Stoxx 600	*244,98*	*-3,51%*	*17,66%*	*-38,25%*	*-8,35%*
CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS	**158,34**	**0,58%**	**18,81%**	**-30,09%**	**20,57%**
DJ Stoxx 200 Small	*152,25*	*1,40%*	*26,96%*	*-36,54%*	*8,73%*
CARMIGNAC EMERGENTS	**616,27**	**10,08%**	**32,57%**	**-11,58%**	**72,33%**
MSCI Emerging Markets Free (Eur)	*754,98*	*9,47%*	*38,22%*	*0,11%*	*70,06%*
CARMIGNAC EMERGING DISCOVERY	**978,09**	**10,53%**	**39,24%**		
Carmignac Emerging Discovery Index (Eur)	*213,86*	*10,78%*	*47,68%*		
CARMIGNAC INNOVATION	**18,73**	**6,11%**	**21,20%**	**-34,38%**	**-14,54%**
Carmignac Innovation Index (Eur)	*43,46*	*6,70%*	*31,41%*	*-10,66%*	*2,80%*
CARMIGNAC COMMODITIES	**314,24**	**9,41%**	**36,97%**	**-4,50%**	**101,42%**
Carmignac Commodities Index (Eur)	*260,71*	*4,56%*	*26,21%*	*-8,43%*	*61,02%*
CARMIGNAC PATRIMOINE A	**5 300,16**	**7,65%**	**12,86%**	**35,35%**	**67,84%**
CARMIGNAC PATRIMOINE E	**136,96**	**7,43%**	**12,19%**	**31,18%**	
50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)	*125,85*	*10,99%*	*23,98%*	*7,41%*	*20,40%*
CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE	**257,82**	**-0,87%**	**4,89%**	**-13,26%**	**10,09%**
50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia kapitalisiert	*104,37*	*-5,91%*	*4,05%*	*-16,82%*	*4,25%*
CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE	**218,73**	**10,90%**	**17,61%**	**37,10%**	**98,88%**
MSCI All Countries World Free (Eur)	*225,89*	*8,23%*	*29,61%*	*-24,30%*	*0,30%*
CARMIGNAC MARKET NEUTRAL	**1 077,06**	**5,18%**	**4,59%**	**6,81%**	
Eonia kapitalisiert	*138,90*	*0,14%*	*0,38%*	*7,42%*	
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 100	**155,55**	**8,54%**	**18,97%**	**-14,80%**	**20,77%**
MSCI All Countries World Free (Eur)	*225,89*	*8,23%*	*29,61%*	*-24,30%*	*0,30%*
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 75	**178,35**	**6,87%**	**13,87%**	**-4,93%**	**25,11%**
75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)	*131,98*	*9,61%*	*26,95%*	*-7,93%*	*12,34%*
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 50	**154,91**	**5,53%**	**10,23%**	**3,48%**	**25,50%**
50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)	*125,85*	*10,99%*	*23,98%*	*7,41%*	*20,40%*
CARMIGNAC GLOBAL BOND	**1 000,59**	**8,31%**	**0,06%**		
JP Morgan GGB	*478,76*	*14,95%*	*17,97%*		
CARMIGNAC SECURITE	**1 512,39**	**1,34%**	**5,26%**	**18,20%**	**21,00%**
Euro MTS 1-3 Y	*155,39*	*1,14%*	*2,85%*	*16,14%*	*19,34%*
CARMIGNAC CASH PLUS	**10 227,48**	**0,58%**	**0,47%**		
Eonia kapitalisiert	*138,90*	*0,14%*	*0,38%*		
CARMIGNAC COURT TERME	**3 692,68**	**0,13%**	**0,41%**	**7,53%**	**12,75%**
Eonia kapitalisiert	*138,90*	*0,14%*	*0,38%*	*7,42%*	*13,69%*

Quelle: Morningstar zum 31/05/10. Es wird darauf hingewiesen, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zwingender Hinweis auf den künftigen Wertverlauf und über die Zeit nicht konstant ist.

CARMIGNAC GESTION
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.de