

# Carmignac views

// LEITARTIKEL

## Ist eine neuerliche Rezession überhaupt noch abwendbar ?

**I**m Laufe des Monats kehrte die Volatilität mit aller Macht an sämtliche Anlagemärkte zurück. Statt von politischer Entschlusskraft war der September von verschiedensten Aussagen und Andeutungen geprägt und all dies vor dem Hintergrund sich verschlechternder weltweiter Wirtschaftsaussichten. Zu einem Zeitpunkt, an dem der Kampf um die Frage tobt, ob José Manuel Barroso oder Herman van Rompuy die Geschicke der Europäischen Union von morgen lenken sollen, würden wir die Gewissheit bevorzugen, dass überhaupt jemand das Steuer in der Hand hält. Die Aussagen, die wir im Laufe des Monats vernommen haben, trugen nicht gerade zu unserer Beruhigung bei. So erklärten Bundeskanzlerin Angela Merkel und Präsident Nicolas Sarkozy, sie seien „überzeugt, dass Griechenland in der Eurozone bleiben werde“. Beim letzten Gipfel des IWF verpflichteten sich die Spitzenpolitiker der 17 Länder der Eurozone zudem, „alles Notwendige zu tun“ und „die Stabilität des Euroraums insgesamt zu gewährleisten“.

Griechenland steht nach wie vor im Mittelpunkt aller Diskussionen. Wer kann bei einem in den letzten zwölf Monaten um 6% rückläufigen BIP, einer um 5 Prozentpunkte gestiegenen Arbeitslosenquote und einer um 15% gesunkenen Kaufkraft dem Land allen Ernstes noch weitere Sparmaßnahmen abverlangen? Wer kann unter diesen Umständen noch an die Zahlungsfähigkeit des Landes glauben? Griechenland wird nicht nur in Bezug auf sein Haushaltsdefizit die von der „Troika“ (IWF, EU und EZB) gesetzten Ziele verfehlen, auch sein Außenhandelsdefizit ist auf 12% des BIP angewachsen. Ohne die Möglichkeit zur Abwertung seiner Währung gleicht der Versuch, Griechenland beim augenblicklichen Stand der Dinge zu retten, der Quadratur des Kreises. Die Rückstellungen in Höhe von 21% für Verluste (gemäß der neuen Anordnung der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität EFSF) für Inhaber griechischer Anleihen scheinen absolut unzureichend. Nur die französischen Banken haben sich damit zufriedengegeben. Die deutschen Finanzinstitute sind zweifellos konservativer, wie die Rückstellungen von 50% (Allianz) und 100% (Munich Re) belegen.

Die Unfähigkeit der Politiker, wirksame Maßnahmen zu ergreifen und eine langfristige Vision für die künftige



Eurozone durchzusetzen, erhöht das Ansteckungsrisiko zusätzlich und belastet die Wirtschaftsaussichten des alten Europa. Es sei daran erinnert, dass die griechische Verschuldung nur 450 Mrd. Euro beträgt, während die italienische Verschuldung mit fast 2.000 Milliarden rund vier Mal so hoch ist. Die Grenzen der Handlungsfähigkeit der EFSF mit ihrem Rettungsschirm von 440 Milliarden Euro treten bereits klar zutage. Doch wer soll in dieser Europäischen Union ohne wirkliche Führungsspitze die Dinge in die Hand nehmen? Werden wir erst die Herabstufung der Kreditwürdigkeit Frankreichs abwarten müssen, das nach dem augenblicklichen Stand der Dinge unserer Ansicht nach die Note AAA nicht verdient hat?

Das ist gut möglich.

Frankreich ist in puncto öffentliche Ausgaben mit 56% des BIP Rekordhalter. Die anstehenden Haushaltsdebatten streben für 2012 die Senkung des Haushaltsdefizits von 5,7% auf 4,5% des BIP bei einer optimistischen Wachstumsprognose von 1,75% an. Diese Wachstumserwartung, die im Sommer nach unten korrigiert wurde, setzt 11 Mrd. EUR zusätzlicher Einnahmen voraus, davon 10 Mrd. EUR. aus Steuereinnahmen und nur 1 Mrd. EUR aus Einsparungen im Staatshaushalt. Es sei daran erinnert, dass die Spanier und Italiener gleichzeitig für Sparmaßnahmen in Höhe von 50 bzw. 80 Mrd. EUR gestimmt haben. In Frankreich wurde der letzte ausgeglichene Haushalt 1975 verzeichnet! Die französische Verschuldung liegt bei 85% des BIP und befindet sich zu 70% in der Hand ausländischer Investoren. Neben dem Haushaltsdefizit hat Frankreich ein beträchtliches Außenhandelsdefizit angesammelt, denn die Handelsbilanz weist einen negativen Saldo von 75 Mrd. EUR auf. So scheint die

Herabstufung Frankreichs unvermeidlich. Sie wird für einen Schock sorgen. Mehr Sparmaßnahmen in Frankreich bedeuten noch weniger Wachstum, wodurch wiederum Deutschland in Mitleidenschaft gezogen wird, dessen wichtigster Handelspartner Frankreich ist. In diesem Umfeld wird eine neuerliche Rezession immer wahrscheinlicher.

Die einzigen kurzfristig möglichen Unterstützungsmaßnahmen für das europäische Wachstum können nur von der Europäischen Zentralbank ausgehen. Doch sind Zentralbankpräsident Jean-Claude Trichet oder sein Nachfolger bereit, ihre tiefsten Überzeugungen aufzugeben? Die EZB muss die Zinsen senken und in aller Offenheit quantitative Lockerungsmaßnahmen durchführen. Sie muss bewusst politische Maßnahmen ergreifen, die eine Schwächung des Euro anstreben und das Potenzial der Eurozone nach außen steigern. Ohne derartige Maßnahmen ist eine Stagnation so gut wie sicher. Die Zeiten, in denen die EZB sich hinter dem Primat der Preisstabilität verschanzen konnte, sind vorbei. Einige Beobachter hegen die Befürchtung, dass diese Maßnahmen sich inflationssteigernd auswirken könnten. Doch sie irren, denn es besteht heute nur eine sehr geringe Verbindung zwischen der Geldumlaufmenge und der Inflation. Die Banken befinden sich in einem desolaten Zustand und konzentrieren sich ausschließlich darauf, ihre Bilanzsumme zu reduzieren. Durch den innerhalb weniger Monate erfolgten Rückgang der Finanzierungskapazität der europäischen Banken bei US-amerikanischen Geldmarktfonds um mehr als 100 Mrd. USD ist eine derartige Reduzierung unvermeidlich geworden. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bleibt somit sehr gering und wird in keinem Fall zu einer übermäßigen Nachfrage führen, die eine Inflation verursachen könnte. Um diesen Preis könnten wir eine Rezession in Europa vielleicht verhindern.

Von der US-amerikanischen Wirtschaftsdynamik kann die europäische Wirtschaft keine Impulse erwarten. Die Wirtschaft der Vereinigten Staaten ist zweifellos nachhaltig geschwächt. Der Schuldenabbau ist immer noch in vollem Gange. Auch bei der Schaffung von Arbeitsplätzen machen die USA keine Fortschritte. Die geringe Anzahl neuer Bauprojekte stabilisiert das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage im Immobiliensektor nur langsam, wodurch wiederum das Wachstum beeinträchtigt wird. Die von der Regierung Obama vorgebrachten Vorschläge zur Konjunkturbelebung werden bereits zum Streitobjekt in einem Wahlkampf, der in einem düsteren Klima beginnt. Die Fed hingegen kann für die dritte Phase der „quantitativen Lockerung“ nicht auf die sprichwörtlichen Helikopter zurückgreifen, mit denen Bernanke Geld vom Himmel regnen lassen will. Doch neue Lockerungsmaßnahmen dürften nicht mehr lange auf sich warten lassen. In der Zwischenzeit betreibt die Fed eine Nullzinspolitik (ZIRP) und schichtet ihre Bestände in längerfristige Staatsanleihen um (Twist). Doch die Wirksamkeit dieser Maßnahmen hält sich in Grenzen. Wie der IWF in seinem letzten Bericht betonte, ist die US-Wirtschaft gespalten. Dies wird anhand der

Tatsache deutlich, dass kleine und mittlere Unternehmen, die Kredite wirklich nötig hätten, kaum Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten haben und deshalb nicht von den niedrigen Zinsen profitieren können. Die großen Konzerne hingegen verfügen über ein Übermaß an flüssigen Mitteln und haben die niedrigen Zinsen daher nicht nötig. Auf einer ganz anderen Ebene nützen die extrem niedrigen Hypothekenzinsen (mit 4,05% auf ihrem historischen Tiefstand seit 30 Jahren) denjenigen Haushalten nichts, die sie am dringendsten benötigen. Ihre Immobilien sind weniger wert als ihr Kredit und aus diesem Grund können sie nicht von der Möglichkeit einer Refinanzierung bis zum Höchstbetrag ihres Gesamtbedarfs profitieren. Daher ist die Wirksamkeit der von der Fed in dieser Phase des Konjunkturabschwungs ergriffenen Maßnahmen sehr beschränkt.

Sollte die europäische Wirtschaft ihr Heil in Zukunft nicht im starken Wirtschaftswachstum der Schwellenländer suchen? Zweifellos, doch ist dies allein genug? Die Wirtschaft der Schwellenländer kühlt sich ebenfalls ab, allerdings nicht nur aufgrund des Konjunkturabschwungs in den westlichen Industriestaaten. Die Verlangsamung des Wachstums wird auch künstlich herbeigeführt, um eine Stabilisierung der Preise zu ermöglichen. Derzeit ist China Gegenstand



sämtlicher Spekulationen. Bis zum Anfang des Sommers hieß es, das Wachstum sei zu stark, es führe zu Exzessen jeglicher Art und erhöhe den Inflationsdruck. Inzwischen stehe das Land am Rande des Abgrunds und kurz vor einem spektakulären „Hard Landing“. Sicher, diese Befürchtungen sind nicht ganz aus der Luft gegriffen. Die überaus generöse Bewilligung von Krediten, vorwiegend außerhalb des klassischen Bankensystems, wird zwar bei den wichtigsten Finanzinstitutionen des Landes noch für Enttäuschungen sorgen, doch unsere Analyse kann die Existenz einer systemimmanenten Krise keinesfalls bestätigen.

Auch am Immobiliensektor kam es zu Exzessen. Derzeit gibt es im Land nicht weniger als 50.000 Bauträger. Der Sektor leidet unter einer Verknappung flüssiger Mittel und unter den höheren Zinssätzen. Genau das hatte die Regierung im Sinn, als sie eine Konsolidierung des Sektors anstrebte. Außerdem ist dieses Vorgehen sehr vernünftig, um das verspätete Platzen einer Blase zu verhindern, deren Bildung sich bereits abzeichnete. Dies bedeutet keinesfalls, dass

sich der Immobiliensektor am Rande des Abgrunds bewegt. Tatsächlich fördert die Regierung weiterhin den kostengünstigen sozialen Wohnungsbau und zwar mit einem beeindruckenden Tempo von mehr als zehn Millionen neuen Wohnungen pro Jahr. Auf diese Weise vollzieht sich der soziale Ausgleich, doch darf dabei nicht vergessen werden, dass in China aufgrund der Verstärkung eher Wohnungsmangel als -überschuss herrscht. Wer in einer derart gewaltigen und noch immer nicht sehr gut organisierten Wirtschaft nach Beispielen für leere Wohngebäude oder nicht fertiggestellte Baustellen sucht, wird schnell fündig. Dies darf jedoch nicht über die reale Lage hinwegtäuschen: Die chinesische Wirtschaft wächst pro Jahr um nahezu 9%, die Regierung bemüht sich um die Stabilisierung der Preise und die Behebung der Folgen der Exzesse des massiven Konjunkturprogramms, das Ende 2008 umgesetzt wurde. So verläuft das Wachstum in China und anderen Schwellenländern weiterhin zufriedenstellend, obwohl es sich gegenüber den vergangenen zwölf Monaten etwas verlangsamt hat. Mir machen die Ereignisse in Athen, Rom oder Paris jedenfalls mehr Sorgen als diejenigen in Wenzhou.

Unsere Fondsmanager haben sich angesichts des aktuellen Umfelds eher auf den Kapitalerhalt als auf die Bewertungen konzentriert. Der Aktienanteil unserer verschiedenen Fonds wurde über weite Strecken der Berichtsperiode hinweg auf ein Niveau reduziert, das sich den vorgeschriebenen Untergrenzen für das Fondsmanagement annähert. Von der Reduzierung des Aktienanteils waren alle Regionen betroffen, einschließlich der Schwellenländer, die durch die allgemeine Risikoaversion und eine vorübergehende Liquiditätsverknappung infolge des gegenwärtigen Konjunkturabschwungs anfällig geworden waren. Die Duration der Anleihenportfolios wurde auf einem hohen Niveau und unter Bevorzugung US-amerikanischer und deutscher Staatsanleihen beibehalten. Im Devisenbereich war das Euro-Exposure im Berichtszeitraum zu gering, um dem aus unserer Sicht unvermeidbaren Wertverlust der Einheitswährung Rechnung zu tragen.

Schwellenländer, die sich mit einem etwas langsameren Wachstum zufriedengeben müssen, eine schwache US-Wirtschaft, die auf kurze Sicht nur wenige Pfeile im Köcher hat, eine europäische Wirtschaft, deren Fundamente wanken – in einem solchen Umfeld sind wir nicht bereit, kurzfristige Risiken einzugehen. Dennoch ist die Rezession nicht unabwendbar. Die Zentralbanken der Schwellenländer haben ihrer restriktiven Geldpolitik ein Ende gesetzt oder werden dies in naher Zukunft tun. Die Zentralbanken der westlichen Länder haben hingegen keine andere Wahl als die Reflation. Sobald sich eine derartige Entwicklung abzeichnet, werden wir unsere Portfolios an Wachstumsthemen ausrichten, die zweifellos hauptsächlich in den Schwellenländern angesiedelt sind.

Eric Le Coz

Redaktionsschluss: 3. Oktober 2011

### Devisen : Bruchlandung des Euro

Die anhaltende Staatsschuldenkrise innerhalb der Eurozone und die daraus resultierende Verschlechterung der Wachstumsaussichten haben den starken Euro zuletzt doch bezwungen. Die Einheitswährung gab im Monatsverlauf gegenüber dem US-Dollar um 6,8% und gegenüber dem Yen um etwas mehr als 6% nach. Die weitgehende Beibehaltung des Exposure gegenüber dem Währungsrisiko in unserem gesamten Fondsmanagement – **Carmignac Patrimoine** und **Carmignac Investissement** – dürfte ein wirksames Mittel zum Ausgleich der Erosion durch den allgemeinen Rückgang der Aktienmärkte dargestellt haben. Die politische Lähmung der Eurozone,

das Risiko eines Übergreifens der Krise in Griechenland auf größere Volkswirtschaften wie Italien oder Frankreich und das Risiko einer bösen Überraschung im europäischen Bankensystem bestärken uns darin, unsere Positionen im Euro so weit wie möglich zu reduzieren. Zudem halten wir eine relative Abwertung der Einheitswährung für die einzige Möglichkeit, die internationale Wettbewerbsfähigkeit des alten Kontinents schnell wiederherzustellen. Dieses Exposure gegenüber dem Währungsrisiko trägt sicherlich zu einer höheren Volatilität für unsere Fonds bei, stellt jedoch angesichts der genannten Unsicherheiten eine „zurückhaltende“ Positionierung dar.

### Zinsen : geprägt von der Erwartung eines Konjunkturabschwungs

Die Abflachung der Zinskurven beiderseits des Atlantik verdeutlicht auf anschauliche Weise die Erwartung eines ausgeprägten, nachhaltigen Konjunkturabschwungs in der westlichen Welt, die Aussicht auf eine kurzfristige Fortführung der Nullzinspolitik in den Vereinigten Staaten und auf längst überfällige Lockerungsmaßnahmen in der Eurozone. So gaben 10-jährige US-Staatsanleihen um 31 Bp. auf 1,92% nach und auch die 10-jährigen deutschen Bundesanleihen sanken um 33 Bp. auf 1,88%. Um von diesem Rückgang der Langfristzinsen zu profitieren, behielten wir die Duration unserer Anleihenportfolios auf einem hohen Niveau bei, und zwar für **Carmignac Patrimoine**

bei knapp 8, für **Carmignac Global Bond** bei 7 und für **Carmignac Sécurité** bei 3,9. Nur **Carmignac Emerging Patrimoine** hat in Anbetracht der Unterschiede in der Geldpolitik der Schwellenländer und der Industrieländer weiterhin eine auf 2 reduzierte Duration.

Unsere Portfolios wurden allerdings von den Spannungen auf dem Kreditsektor in Mitleidenschaft gezogen. Bestärkt durch unsere Analyse der Emittenten im Portfolio haben wir unsere Positionen jedoch nicht signifikant reduziert.

### Aktien : Die Erholung am Ende des Quartals kann den Rückzug der Anleger kaum verbergen

Die Erholung der wichtigsten internationalen Aktienindizes in der letzten Woche des Monats (und des Quartals) kann über die wachsende Risikoaversion in einem Umfeld, in dem sich die Anzeichen für eine weltweite Konjunkturabkühlung mehren, nicht hinwegtäuschen. Obgleich unsere Portfolios aufgrund ihres geringen Aktienanteils nicht von diesem Aufschwung profitieren konnten, halten wir innerhalb unseres Fondsmanagements an einem reduzierten Aktienanteil fest, denn die Krise in Europa ist noch nicht ausgestanden und je mehr Zeit vergeht, desto höher ist der Zuwachs durch das zukünftige Wachstumspotenzial. Ferner sind weder die Fed noch die Regierung Obama kurzfristig in der Lage, Maßnahmen zur Stützung der nach wie vor schwachen US-Wirtschaft zu ergreifen.

In einem Umfeld, in dem Anleger zur Veräußerung von Positionen neigten, erging es den Schwellenländern nicht besser als den Industriestaaten. Nur der indische Markt

schnitt mit einem Rückgang von 0,2% im Monatsverlauf noch verhältnismäßig gut ab. Wir haben unseren Aktienanteil im Schwellenländeruniversum über Veräußerungen von Terminkontrakten mit Hilfe des koreanischen Index Kospi verringert. Für die chinesische Wirtschaft prognostizieren wir weiterhin ein Soft Landing und kein Hard Landing. Die Bewertung des lokalen Marktes (MSCI China), die im August 2009 noch das 15,5-Fache der Gewinne des folgenden Zwölfmonatszeitraums betrug, sank auf das 7,5-Fache der Gewinne der nächsten zwölf Monate. Diese Abwertung ist besonders attraktiv. Dennoch werden wir ein politisches Signal abwarten, um unsere chinesischen Positionen aufzustocken. Falls die Behörden das Verhältnis der Mindestreserve der Banken lockern würden, wäre dies ein sicheres Zeichen dafür, dass sie das doppelte Ziel der Stabilisierung der Inflation und der Behebung der Folgen der übermäßigen Kreditvergabe als erreicht erachten.

### Rohstoffe : auf kurze Sicht keine Zuflucht

Der Goldsektor spielte in diesem Monat nicht seine traditionelle Rolle als wirksame Zuflucht in Zeiten der Risikoaversion. Stattdessen wurde er von Veräußerungen in Mitleidenschaft gezogen, die sich negativ auf die Performance unserer Fonds auswirkten, allen voran **Carmignac Commodities**. Die Unze Gold und der Goldminenindex gaben im Monatsverlauf um 11% bzw. 12% nach. Diese Einbrüche scheinen auf Veräußerungen aufgrund einer vorübergehenden weltweiten Liquiditätsverknappung zurückzuführen zu sein. Wir halten an unseren Beteiligungen in diesem Sektor fest, weil die notwendige Politik der Reflation der Weltwirtschaft in Verbindung mit einer

anhaltenden Nullzinspolitik und einem andauernden Währungskrieg unserer Auffassung nach Faktoren sind, die den Goldsektor mittelfristig kräftig unterstützen werden.

Im Sektor Erdöldienstleistungen hat sich der Rückgang der Rohölpreise im Laufe des Monats verstärkt. Während die Indikatoren für den Sektor positiv bleiben, haben die Aussichten auf einen weltweiten Konjunkturabschwung zu einer Anpassung der Erwartungen der künftigen Nachfrage geführt, was auf den Kursen lastete. Unsere Positionen konzentrieren sich weiterhin auf hochwertige Titel, deren Risikoprämie nun besonders hoch ist.

### Dachfonds : Vermögensallokation

Die Profil Réactifs wiesen während des Berichtszeitraums eine überwiegend defensive Allokation auf, obwohl aus taktischen Gründen am Ende des Zeitraums ihre Absicherung teilweise erhöht wurde, um den Monat mit einem Exposure von etwa 50% ihrer Höchstwerte abzuschließen. In dem – gelinde gesagt – volatilen Umfeld profitierten die drei Dachfonds von der positiven Entwicklung von **Carmignac Market**

**Neutral** im Berichtszeitraum (+1,36%) und dem äußerst positiven Abschneiden von **Carmignac Global Bond** (+6,88%) mit einer hohen Duration über US-amerikanische und deutsche Staatsanleihen (73% des Nettovermögens), einer schwachen Allokation in Unternehmensanleihen und einem deutlichen US-Dollar-Exposure.

## // FONDSPERFORMANCE

	NAV	2011	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
<b>Carmignac Investissement A</b>	<b>7 862,46</b>	<b>-12,63%</b>	<b>-5,82%</b>	<b>29,93%</b>	<b>32,83%</b>
<b>Carmignac Investissement E</b>	<b>120,08</b>	<b>-13,12%</b>	<b>-6,47%</b>	<b>25,86%</b>	<b>24,98%</b>
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>186,80</i>	<i>-15,13%</i>	<i>-6,43%</i>	<i>-0,33%</i>	<i>-21,67%</i>
<b>Carmignac Grande Europe A</b>	<b>116,49</b>	<b>-18,85%</b>	<b>-11,68%</b>	<b>-4,94%</b>	<b>-16,21%</b>
<b>Carmignac Grande Europe E</b>	<b>67,39</b>	<b>-19,31%</b>	<b>-12,39%</b>	<b>-6,98%</b>	<b>-</b>
<i>DJ Stoxx 600</i>	<i>226,19</i>	<i>-17,99%</i>	<i>-12,91%</i>	<i>-11,66%</i>	<i>-33,75%</i>
<b>Carmignac Euro-Entrepreneurs</b>	<b>154,08</b>	<b>-17,75%</b>	<b>-7,52%</b>	<b>-1,66%</b>	<b>-11,39%</b>
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	<i>144,87</i>	<i>-20,89%</i>	<i>-11,68%</i>	<i>2,54%</i>	<i>-24,28%</i>
<b>Carmignac Emergents</b>	<b>606,65</b>	<b>-17,23%</b>	<b>-7,85%</b>	<b>36,56%</b>	<b>10,05%</b>
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	<i>151,96</i>	<i>-23,54%</i>	<i>-16,71%</i>	<i>17,13%</i>	<i>6,82%</i>
<b>Carmignac Emerging Discovery</b>	<b>884,26</b>	<b>-24,63%</b>	<b>-16,95%</b>	<b>32,97%</b>	<b>-</b>
<i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>	<i>81,28</i>	<i>-27,04%</i>	<i>-21,30%</i>	<i>36,11%</i>	<i>-</i>
<b>Carmignac Innovation</b>	<b>191,12</b>	<b>-15,18%</b>	<b>-11,25%</b>	<b>-20,57%</b>	<b>-34,77%</b>
<i>Index CARMIGNAC Innovation (Eur)</i>	<i>140,61</i>	<i>-7,21%</i>	<i>1,06%</i>	<i>12,61%</i>	<i>-9,23%</i>
<b>Carmignac Commodities</b>	<b>287,64</b>	<b>-29,48%</b>	<b>-13,30%</b>	<b>12,65%</b>	<b>20,46%</b>
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>	<i>291,98</i>	<i>-22,63%</i>	<i>-9,50%</i>	<i>2,84%</i>	<i>4,59%</i>
<b>Carmignac Patrimoine A</b>	<b>5 155,34</b>	<b>-2,08%</b>	<b>0,46%</b>	<b>30,17%</b>	<b>39,38%</b>
<b>Carmignac Patrimoine E</b>	<b>132,32</b>	<b>-2,45%</b>	<b>-0,05%</b>	<b>27,74%</b>	<b>33,92%</b>
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>294,18</i>	<i>-4,33%</i>	<i>0,44%</i>	<i>20,84%</i>	<i>10,80%</i>
<b>Carmignac Emerging Patrimoine A</b>	<b>94,90</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Carmignac Emerging Patrimoine E</b>	<b>94,92</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>	<i>90,04</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<b>Carmignac Euro-Patrimoine</b>	<b>271,44</b>	<b>-3,10%</b>	<b>2,76%</b>	<b>7,59%</b>	<b>0,83%</b>
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia kapitalisiert</i>	<i>111,51</i>	<i>-10,64%</i>	<i>-9,87%</i>	<i>-10,58%</i>	<i>-16,14%</i>
<b>Carmignac Investissement Latitude</b>	<b>198,44</b>	<b>-12,54%</b>	<b>-7,17%</b>	<b>29,86%</b>	<b>37,48%</b>
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>188,82</i>	<i>-15,13%</i>	<i>-6,43%</i>	<i>-0,33%</i>	<i>-21,67%</i>
<b>Carmignac Market Neutral</b>	<b>1 031,61</b>	<b>-5,86%</b>	<b>-4,29%</b>	<b>1,25%</b>	<b>-</b>
<i>Eonia kapitalisiert</i>	<i>140,11</i>	<i>0,68%</i>	<i>0,83%</i>	<i>2,68%</i>	<i>-</i>
<b>Carmignac Profil Reactif 100</b>	<b>140,76</b>	<b>-17,52%</b>	<b>-10,68%</b>	<b>2,52%</b>	<b>-9,57%</b>
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>186,80</i>	<i>-15,13%</i>	<i>-6,43%</i>	<i>-0,33%</i>	<i>-21,67%</i>
<b>Carmignac Profil Reactif 75</b>	<b>164,75</b>	<b>-13,65%</b>	<b>-8,29%</b>	<b>6,27%</b>	<b>-1,25%</b>
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>100,85</i>	<i>-9,73%</i>	<i>-2,88%</i>	<i>11,82%</i>	<i>-4,66%</i>
<b>Carmignac Profil Reactif 50</b>	<b>148,08</b>	<b>-8,29%</b>	<b>-4,43%</b>	<b>9,43%</b>	<b>6,55%</b>
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>116,59</i>	<i>-4,33%</i>	<i>0,44%</i>	<i>20,84%</i>	<i>10,80%</i>
<b>Carmignac Global Bond</b>	<b>1 019,56</b>	<b>4,67%</b>	<b>0,91%</b>	<b>5,23%</b>	<b>-</b>
<i>JP Morgan GGB</i>	<i>507,49</i>	<i>7,06%</i>	<i>7,01%</i>	<i>33,39%</i>	<i>-</i>
<b>Carmignac Securite</b>	<b>1 528,25</b>	<b>-0,31%</b>	<b>-0,70%</b>	<b>15,12%</b>	<b>20,37%</b>
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	<i>155,68</i>	<i>0,73%</i>	<i>0,11%</i>	<i>9,03%</i>	<i>17,63%</i>
<b>Carmignac Cash Plus</b>	<b>10 475,22</b>	<b>1,04%</b>	<b>1,39%</b>	<b>4,25%</b>	<b>-</b>
<i>Eonia kapitalisiert</i>	<i>140,26</i>	<i>0,68%</i>	<i>0,83%</i>	<i>2,68%</i>	<i>-</i>
<b>Carmignac Court Terme</b>	<b>3 728,52</b>	<b>0,69%</b>	<b>0,84%</b>	<b>3,05%</b>	<b>10,89%</b>
<i>Eonia kapitalisiert</i>	<i>140,26</i>	<i>0,68%</i>	<i>0,83%</i>	<i>2,68%</i>	<i>11,11%</i>

Quelle: Morningstar zum 30/09/11.

Es wird darauf hingewiesen, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zwingender Hinweis auf den künftigen Wertverlauf und über die Zeit nicht konstant ist.



**CARMIGNAC GESTION**  
24, place Vendôme - 75001 Paris  
Tel. : (+33) 01 42 86 53 35 - Fax : (+33) 01 42 86 52 10  
[www.carmignac.fr](http://www.carmignac.fr)

**CARMIGNAC GESTION LUXEMBOURG**  
The plaza - 65, boulevard Grande Duchesse Charlotte - L-1331 Luxembourg  
Tel. : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30  
[www.carmignac.com](http://www.carmignac.com)

Carmignac Gestion, Aktiengesellschaft – Gesellschaft für Portfoliomanagement (Zulassungsnummer: GP 97008 vom 13.03.1997) – NAF – Code: 671c mit einem Kapital von 15.000.000 Euro, Handelsregister Paris B 349 501 676  
Carmignac Gestion Luxembourg, Tochtergesellschaft der Carmignac Gestion SA, Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 3.000.000 Euro – Handelsregister Luxembourg B 67549