

De zeepbel van het scepticisme

Na de afgelopen drie maanden Europa doorkruist te hebben voor een serie vergaderingen en presentaties, ben ik op een zeepbel gestoten. En niet zomaar eentje. Een zeepbel van scepticisme. Niet dat het economische scenario en de beleggingsstrategie die ik presenteerde fout of te optimistisch beschouwd zouden worden. Integendeel, u hebt geregeld blij gegeven van uw instemming met dit centrale scenario van een geleidelijk, niet-inflatoir economisch herstel van de ontwikkelde economieën, en van een voortzetting van de solide en duurzame binnenlandse groei in de opkomende landen. Daar gaat het niet om. Die elementen stuiten echter op tegenwerpingen, op de bezorgdheid die permanent aangewakkerd wordt door de economische en financiële actualiteit, en die het globale perspectief op langere termijn aan het oog onttrekken. Die tegenwerpen zijn gegrond. Zij leiden tot verwachtingen die kunnen afwijken van ons centrale scenario. Zo kan gesteld worden dat het herstel in de VS niet levensvatbaar is omdat de overheidsfinanciën geen extra stimuleringen mogelijk maken; dat de financiële situatie van bepaalde landen van de eurozone het bestaan van de eenheidsmunt in gevaar brengt; dat China onmogelijk kan blijven groeien in dit tempo, wat nefaste gevolgen kan hebben door het overaanbod op industrieel en vastgoedgebied; dat de beursmarkten zich te snel en te sterk hersteld hebben; en last but not least dat het debacle van Dubai World de aanzet vormt voor een nieuw rondje omvallende financiële dominostenen.

Het verzoek om uitstel van betaling van Dubai World is een nuttige herinnering aan de prijs die al te toeschietelijke crediteuren voor het risico moeten betalen. Het is op dit moment weinig waarschijnlijk dat de verliezen uit het in gebreke blijven van deze structuur een wezenlijke impact zou hebben op de internationale banken, net zoals het weinig waarschijnlijk is dat dit een significant besmettingseffect zou hebben op het segment van de bedrijfsobligaties of het opkomende krediet. Van een bedoeïenenvolk, in de 18de eeuw nog in hoofdzaak parelvisser, heeft Dubai zich in twee eeuwen ontwikkeld tot een duizelingwekkende holdingmaatschappij (luchtvaartmaatschappij, vastgoedontwikkeling, havenoperator...). Even duizelingwekkend in feite als de Burj Dubai toren, met een prijskaartje van 4,1 miljard dollar goed voor 818 m hoogte. Moeten we de eerste steen gooien naar deze onbezonnen ondernemers, of moeten we veeleer de crediteuren op de korrel nemen die uit hebzucht deze ontwikkelingen maar bleven financieren? Het zijn overigens diezelfde die nu niet begrijpen dat de holding in handen van het Emiraat van Dubai niet over een staatsgarantie beschikt van datzelfde Emiraat. Het heeft de laatste tijd nochtans niet ontbroken aan waarschuwendende voorbeelden: noch Fannie Mae, noch Freddie Mac, twee door de VS-overheid gesponsorde instellingen, waren gewaarborgd door de schatkist! Hebben zij dan niets begrepen, niets geleerd, niets onthouden?

Het nieuws van de wanbetaling werd bekendgemaakt op de vooravond van feestdagen in de Verenigde Staten en in de moslimwereld, waardoor de markten de dagen daarop nog sterker reageerden op dit voorval. De impact ervan op ons beheer is echter minimaal gebleven. **Carmignac Patrimoine** heeft 0,7% van zijn vermogen in schuld papier van de regio, en geen enkele positie in de schuld van het Emiraat van Dubai. In Abu Dhabi stond de belegging in **Aldar Properties** onder druk door de opstoot van de risicoaversie (-5,5%) maar de situatie van dit grootste van de Verenigde Arabische Emiraten is veel gezonder op het vlak van de vastgoedontwikkeling,

en de inkomsten en de financieringscapaciteit van **Aldar** lijken ons prima. Wat de twee participaties in Qatar betreft (dat geen deel uitmaakt van de VAE), die zijn nauwelijks geraakt door deze crisette. Bij **Carmignac Emergents**, dat enkel een participatie bezit in havenoperator DP World, de dochteronderneming van **Dubai World**, en nog enkele effecten in de regio, bedroeg de impact van deze crisis op de koers van het fonds minder dan 0,5%. De onderhandelingen over de herstructurering van de schulden van 26 miljard van de vastgoedontwikkelaar zijn op het moment van dit schrijven nog steeds in volle gang.

De evolutie van de economische groei in de VS is ongetwijfeld veel doorslaggevend dan het incident de parcours in Dubai. De situatie in de VS blijft extreem contrastrijk. De recentste voorlopende indicatoren van de aankoopmanagers bleven zowel in de productiesector als in die van de diensten onder de verwachtingen. De productiesector komt weliswaar voor de vierde maand op rij uit boven de grenslijn van 50 punten, maar het expansieritme lijkt af te nemen, met uitzondering van de nieuwe bestellingen, die het beter doen dan de vorige maand. Bij de diensten daarentegen is de index weer onder de lat van 50 punten gedoken, wat zou kunnen wijzen op een inkrimping in deze sector. Deze indicatoren leken alvast te sporen met het scenario van een al even langzaam als lusteloos herstel in de Verenigde Staten. En toen was er die verrassende melding van de arbeidsmarkt voor de maand november, dat de werkloosheid was begonnen af te nemen en dat de banenvernietiging tot stilstand was gekomen. Het gaat hier natuurlijk slechts om één cijfer, dat bovendien nog bevestigd moet worden. Je zou ook kunnen opwerpen dat hier ook het verdringingseffect speelt. Door de toename van de werkloosheid geven sommigen het op om werk te zoeken, wat natuurlijk de statistieken opsmukt. In werkelijkheid ligt de werkloosheid in de ontwikkelde economieën aanzienlijk hoger dan de officiële cijfers laten uitschijnen. De markten hebben echter niet echt goed gereageerd op dit goede economische nieuws. /..

En daarmee zijn we op het hoger aangehaalde scenario beland. **Een sneller of sterker herstel dan op dit moment verwacht wordt, zou leiden tot een monetaire verstrakking, of op zijn minst tot een sneller stopzetten van de kwantitatieve maatregelen, wat negatief zou kunnen zijn voor de financiële markten.** Zo ver zijn we nog niet. Zo ligt de activiteit in de banksector nog steeds op een zeer laag pitje, kijken we maar naar het totaal van de kredieten van de handelsbanken, dat in november een daling van 6% te zien gaf ten opzichte van een jaar geleden. Het zijn cijfers die weinig uitzicht bieden op een krachtig of zelfonderhoudend herstel, laat staan een herstel dat met hogere inflatie gepaard zou gaan. Ben Bernanke heeft er trouwens aan herinnerd dat de groei van de VS-economie nog steeds geconfronteerd wordt met "sterke tegenwind".

En de heer Trichet, in deze verslagen vaak het voorwerp van kritiek, heeft zijn Amerikaanse tegenhanger alvast niet tegengesproken. Hij heeft weliswaar het einde aangekondigd van de uitzonderlijke maatregelen voor de herfinanciering van de banken van de eurozone met looptijd tot 1 jaar, maar de herfinancieringen op 3 en 6 maanden blijven in stand en **de ECB heeft duidelijk aangegeven dat het moment en de voorwaarden voor een verstrakking van het monetaire beleid nog niet verenigd** zijn. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de inkrimping van de industriële productie en van de bestellingen bij de Duitse industrie, die in oktober nog steeds bijna 10% achterlagen op hun cijfer van een jaar eerder. Bij de landen buiten de kern van de eurozone groeit intussen de bezorgdheid over Griekenland, de ratingverlaging van het land door de ratingbureaus, de mogelijkheid van een schuldmoratorium en ten slotte de potentiële impact op het bestaan zelf van de euro. Stop! Griekenland is altijd al een slechte leerling in de Europese klas geweest. Met een gemiddeld overheidstekort tussen 1991 en 2007 van 6,8% van het bbp liggen de Maastricht-normen wel heel ver! Dat is niet het echte nieuwtje van de maand. Voor de presidentsverkiezingen van oktober lagen de voorspellingen voor het overheidstekort op 6,5% van het bbp voor 2009. Sindsdien zijn die voorspellingen opgetrokken tot maar liefst 12% van het bbp. Voor 2010 wil de regering het tekort terugdringen tot 9% van het bbp, niet door de overheidsuitgaven te verlagen, maar wel via haar strijd tegen de fiscale ontduiking. We mogen ook niet vergeten dat Griekenland goed is voor slechts 3% van het bbp van de eurozone, en dat het land dan ook op geen enkele manier het bestaan van de eenheidsmunt in gevaar kan brengen. Griekenland heeft overigens zeker niet de bedoeling om eruit te stappen, de verhoging van het kostenplaatje voor zijn schuldenberg zou al snel een onhoudbare zaak worden. Daarnaast lijkt het ons ondenkbaar dat de Europese instellingen Griekenland zouden "laten vallen" en het land zouden opzadelen met het bittere medicijn van het IMF. Dat zou trouwens de deur openzetten voor speculaties op de markt over de volgende die eraan moet geloven (Ierland, Portugal...). Dat lijkt ons politiek volkomen onrealistisch.

Ik hoopte dan toch een heldere hemel te kunnen voorleggen bij de presentatie van de economische vooruitzichten van de opkomende landen. Dat was echter buiten de waard gerekend: ook de statistieken van deze landen worden maand na maand begroet met twijfel en argwaan. Ik kondig aan dat India in het derde kwartaal een economische groei van **7,9%** boekt, een flink stuk boven de verwachtingen. En ik krijg te horen dat de tegenvallende moesson zowel de groei zal afremmen als de inflatie van de voedselprijzen zal

aanwakkeren, en dus ook de rentevoeten. Ik som op dat de groei van de industriële productie in China bijna 13% bedraagt op jaarbasis, de winkelverkoop meer dan 15% en die van de investeringen meer dan 30%. En er wordt gereageerd dat het verbruik ten dele gesubsidieerd wordt, dat de investeringen de overcapaciteit nog verergeren, en dat het voedselkrediet de speculatie aanwakkert. **Wat wij vaststellen bij onze geregelde reizen, bij onze ontmoetingen met de bedrijven en de beleidsmakers van deze landen, is in tegenspraak met dit pessimisme, met dit wantrouwen van de opkomende landen, zonder echter blind te zijn voor de specifieke problemen van deze landen, waarmee hun ontwikkelingsstadium en de staat van hun overheidsfinanciën nu eenmaal gepaard gaan.** Wat China betreft, is de geplande kredietgroei voor volgend jaar beperkt tot 15%, zo'n 7.000 miljard yuan, tegen een groei van 30% dit jaar. Het risico zit niet in een overmaat aan krediet, maar wel in een gebrek eraan. Om de projecten in 2010 te financieren is dit een minimumbedrag, minder dan dat en bepaalde projecten zouden opgegeven worden (wat het aantal dubieuze leningen zou verhogen) en er zouden geen nieuwe projecten opgestart worden. Vandaar de eis van de Chinese overheid aan de banken om het niveau van hun eigen vermogen op te trekken, om de toekomstige groei van hun uitstaande kredieten op te vangen. In het specifieke geval van China zou een te zwakke groei van de kredieten zwaardere negatieve gevolgen hebben dan een te snelle groei zou kunnen hebben wat betreft ongeschikte toewijzing van middelen. Ook daar mogen we niet te snel conclusies trekken. Aan het begin van het jaar noteerde de Chinese auto-industrie een overcapaciteit van circa 30% ten opzichte van het jaarlijkse verkoopvolume. Dankzij de belastingverlagingen, de subsidies en de groei is de autoverkoop dit jaar uiteindelijk 38% hoger uitgevallen, wat de aanvankelijke overcapaciteit meer dan geabsorbeerd heeft. In dezelfde lijn leek het aantal onverkochte woningen eind verleden jaar enorm. Maar dankzij de op deze sector gerichte maatregelen is de verkoop sinds het begin van het jaar met 79% toegenomen ten opzichte van verleden jaar, wat het aantal te koop staande woningen op zijn laagste niveau van de afgelopen jaren heeft gebracht, en wat meteen ook tot nieuwe prijsstijgingen in het woningvastgoed heeft geleid. Wanneer de Chinese economie een mature economie zal zijn geworden, zal het probleem van de overcapaciteit weer aan de orde zijn. Vandaag, en uitgaande van de op een redelijke termijn voorspelbare groei, dient deze vraag om de daling van bepaalde beleggingen op onze binnenlandse markten te rechtvaardigen, en wij hebben onze mening op dat punt al meermaals uit de doeken gedaan.

We moeten dus wel vaststellen dat de sereniteit nog geen vaste voet aan de grond heeft. Noch voor u, noch voor ons. Wij krijgen uw vragen te horen bij het minste vonkje, bij het minste schokje op de beursmarkten, bij de minste economische indicator die uit de toon valt. Wij begrijpen die vragen. Zij zijn gerechtvaardigd. Zij laten ons niet los. Onze kijk op de trend voor de wereldeconomie in 2010 wordt vertroebeld door uiteenlopende onzekerheden en door de mogelijke gevolgen voor de rente-, aandelen- en valutamarkten. Die onzekerheden voeden de scepticismezeepbel en remmen de uitrol af van onze overtuigingen op de lange termijn, hoe stevig verankerd die ook zijn. Dit jaar zal, hopen we, toch duidelijk hebben gemaakt dat u zelfs bij de huidige beperkte zichtbaarheid op een beheerteam kunt rekenen dat in staat is om koers te houden, de zeilen te reven als de weersomstandigheden dat vereisen, de route te verleggen als de wind krimpt, en te profiteren van gunstige stromingen. Ons hele team en ikzelf wensen u alvast het allerbeste voor de jaarwisseling.

Eric Le Coz

7 December 2009

Deviezen

De dollar verzwakte wat tijdens de maand. Wij haalden in onze vorige brief de mogelijkheid aan van een gedeeltelijke afdekking van het dollarrisico in de fondsen met globaal beheer. Deze afdekking werd aan het begin van de maand ingesteld en bleef gehandhaafd tijdens de verslagperiode, minder vanuit een sterke overtuiging dan wel om het valutarisico op dit moment van het jaar te beperken. De vooruitzichten voor de dollar houden natuurlijk nauw verband met de groeivoorzichten en met het afbouwen van de niet-conventionele maatregelen door de Amerikaanse Federal Reserve. Om de redenen die we in het hoofdartikel van deze brief uiteenzetten, zijn deze vooruitzichten vandaag niet eenduidig. Wij zullen

de komende weken dan ook pragmatisch en gedisciplineerd te werk blijven gaan. Onze voorkeur bleef uitgaan naar bepaalde opkomende valuta's, die de komende maanden volgens ons duurder zouden moeten worden ten opzichte van de dollar in een context waar de sterke binnenlandse groei van deze landen zou moeten leiden tot een wat minder stimulerend monetair beleid en waar deze valuta's de afgelopen jaren terrein hadden verloren tegenover de VS-munt. De weging in opkomende valuta's van **Carmignac Patrimoine** is tijdens de maand stabiel gebleven op circa 8% van het vermogen. Het **relatieve** rendement van het fonds stond echter onder druk door de opvallende gezondheid van de yen tijdens de maand.

Rente

De opbrengsten van de staatsleningen hebben hun daling zowel in de Verenigde Staten als in Europa voortgezet, terwijl we in de loop van de maand zeer voorzichtig bleven op dit vlak. De opbrengst van de 10-jarige obligatie is tijdens de maand 18 bp gedaald tot 3,20% in de Verenigde Staten en 7 bp tot 3,16% in Duitsland. Ons standpunt blijft ongewijzigd. In geval van een snelle terugkeer van de groei zullen de monetaire autoriteiten het infuus geleidelijk moeten afknijpen, zodat de privémarktactoren zullen moeten instaan voor de financiering van het schier bodemloze tekort, terwijl de inflatie, zoals we reeds stelden, aan het begin van 2010 meer dan 2,5% zal bedragen. Als de ontwikkelde economieën echter niet van de grond komen, zullen andere stimuleringsprogramma's opgezet worden, met het risico

dat de huidige afnemers van schatkistpapier hun buik vol zullen hebben gegeten nog voor het einde van de maaltijd.

Bij de bedrijfskredieten waren er weinig wijzigingen, ondanks de Dubai-schok aan het einde van de maand. Het opkomende segment is licht teruggevallen, zij het zeer tijdelijk, net als het hoogrentende segment, dat niet in onze portefeuilles vertegenwoordigd is. Het rendement van **Carmignac Sécurité** (net zoals dat van het rentegeedeelte van **Carmignac Patrimoine**) was dus zeer redelijk, al werd het afgeremd door de ontoereikende rentegevoeligheid. Ook daar mag het winstbejag op korte termijn ons niet blind maken voor de risico's op middellange termijn, en voorlopig lijkt een voorzichtige houding ons de beste benadering.

Aandelen

De internationale aandelen zijn erop vooruitgegaan tijdens de maand, opnieuw onder aanvoering van de opkomende markten, meer bepaald in Latijns-Amerika, met stijgingen van 8% in Brazilië en Mexico. Onze reis door Brazilië tijdens de maand leverde de bevestiging van de gegrondheid van onze selecties en van de positieve ontwikkeling van de economie onder impuls van de charismatische president Lula. Ook de grondstoffensectoren boekten goede resultaten, wat gunstig uitviel voor ons hele aandelenbeheer, en vooral voor de aanzienlijke outperformance van het Europese beheer ten opzichte van de grote regionale indices.

Verder kijkend dan deze kortetermijnresultaten, en los van de tijdelijke nervositeit door de crisis in Dubai of andere onverwachte economische cijfers, lijken de markten ons niet slecht gepositioneerd voor dit jaareinde en het begin van 2010. De waardering van

de VS-markt is "genormaliseerd" op circa 15 maal de resultaten van 2010, voor een S&P 500 op 1100. Dat laat een potentieel van 12% à 15% voor deze markt, op een termijn van 12 maanden en op voorwaarde dat de productiviteitswinsten bij de bedrijven vergezeld gaan van een overeenstemmende omzetgroei.

De opkomende markten beschikken over vergelijkbare waarderingen, maar met een betere zichtbaarheid van de groei en meer mogelijkheden, wat volgens ons een hoger potentieel oplevert. Dat potentieel zou nog hoger moeten liggen in de sectoren van de grondstoffen, voor wie bereid is om daar de sterkere volatiliteit erbij te nemen. Dat thema lijkt ons nog steeds een aanzienlijk potentieel in te houden, rekening houdend met de gevolgen van de structurele ontwikkeling die gestalte krijgt in de opkomende economieën met de grootste bevolking van onze planeet.

Grondstoffen

De goudsector was in de loop van de maand de belangrijkste motor voor zowel het absolute als het relatieve rendement van **Carmignac Commodities**. Deze sector heeft ook in ruime mate bijgedragen tot het rendement van het globale beheer. Het ounce goud boekt een winst van bijna 13% tijdens de maand (in dollar). Sterker nog, de goudmijnen gaan er tijdens dezelfde periode maar liefst 21% op vooruit. Met een weging van meer dan 21% van het vermogen van ons grondstoffenfonds in dit thema hebben wij hier voluit van geprofiteerd.

De sector van de energie was net als de koers van het vat aardolie heel wat kalmer tijdens de maand. De enige vermeldenswaardige nieuwkomer in de portefeuille van **Carmignac Commodities** tijdens de periode is **Pride**

International in de sector van de aardoliediensten.

Onze bedrijfsbezoeken tijdens de maand in China, Albanië en Argentinië hebben David Field gesterkt in zijn overtuigingen in uiteenlopende sectoren zoals steenkool, aardolie-exploratie en goudvelden. Deze aanpak, die een groot belang hecht aan de kwalitatieve aspecten van onze bezoeken ter plaatse en van de ontmoetingen met het management van de bedrijven, is een cruciaal element in onze macro-economische benadering, die zich concentreert op de analyse van de factoren die vorm geven aan de marginale evolutie van het evenwicht tussen vraag en aanbod.

Activaspreiding

De dakfondsen **Carmignac Profil Réactif 100, 75 en 50** zijn in de loop van november achtergebleven bij hun respectieve rendementsindicatoren, al boekten ze wel prima absolute rendementen. Het meest dynamische profiel stond onder druk door de onderweging van de aandelen aan het begin van de periode, en de aandelenblootstelling is tijdens de maand opgetrokken van 65% naar 87,5%. Bij het meest defensieve fonds kwam de aandelenonderweging bovenop een te snelle voorzichtige aanpak van de rentemarkten, conform onze economische analyse. Voor **Carmignac Profil Réactif 50** is het interessant op te merken dat voor dit fonds, dat zijn aandelenblootstelling permanent onder 50% van het nettovermogen houdt, het rendement sinds het begin van het jaar op meer dan 10% ligt, wat gunstig

afsteekt bij de 100% blootstelling aan Europese aandelen, die nauwelijks meer dan 14% boeken (Euro Stoxx 50) tijdens de periode, voor een volatiliteit die bij het fonds slechts een **derde** bedraagt van die van de aandelenindex. Met aanzienlijke wegingen in de thema's van de opkomende landen en de grondstoffen en in het globale universum van de small- en mid-caps kan de beheerder een blootstelling handhaven die iets onder het toegelaten maximum blijft en toch inspelen op het gros van de hausse op de aandelenmarkten. Tegelijk zijn de specifieke afdekkingen van de drie dakfondsen erop gericht de volatiliteit te beperken in sectoren waar de blootstelling tijdelijk te hoog lijkt door de samenstelling van de onderliggende fondsen.

Fondsperformance

	NAV	2009	1 jaar	3 jaar	5 jaar
CARMIGNAC INVESTISSEMENT A	7 412,97	35,96%	37,83%	15,33%	89,50%
CARMIGNAC INVESTISSEMENT E	114,93	33,95%	35,69%	10,31%	
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	195,60	19,42%	12,79%	-27,99%	-5,18%
CARMIGNAC EURO-INVESTISSEMENT	253,23	21,41%	17,23%	-26,59%	11,58%
<i>DJ Euro Stoxx</i>	260,35	16,91%	17,10%	-31,48%	0,06%
CARMIGNAC GRANDE EUROPE A	118,32	24,40%	20,33%	-19,93%	23,65%
CARMIGNAC GRANDE EUROPE E	69,64	24,07%	19,92%		
<i>DJ Stoxx 600</i>	239,17	20,57%	15,96%	-32,01%	-2,98%
CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS	152,12	36,00%	32,94%	-18,19%	28,71%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	140,61	39,66%	36,16%	-30,89%	12,50%
CARMIGNAC EMERGENTS	514,33	54,73%	52,86%	-13,02%	68,10%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	634,85	55,63%	52,87%	-3,72%	62,90%
CARMIGNAC EMERGING DISCOVERY	813,55	78,33%	79,22%		
<i>Carmignac Emerging Discovery Index (Eur)</i>	173,69	73,59%	77,91%		
CARMIGNAC INNOVATION	192,55	9,77%	4,23%	-36,77%	-15,24%
<i>Carmignac Innovation Index (Eur)</i>	37,50	18,02%	12,85%	-19,83%	-2,56%
CARMIGNAC COMMODITIES	270,03	60,08%	55,63%	-2,60%	82,02%
<i>Carmignac Commodities Index (Eur)</i>	233,61	37,73%	27,53%	-3,54%	54,38%
CARMIGNAC PATRIMOINE A	4 813,19	14,96%	16,23%	26,31%	60,03%
CARMIGNAC PATRIMOINE E	124,69	14,00%	15,21%	22,43%	
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	109,70	9,70%	6,00%	-3,24%	12,93%
CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE	257,32	8,03%	3,63%	-8,03%	14,97%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia gekapitaliseerd</i>	107,49	7,49%	7,91%	-7,88%	11,66%
CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE	188,18	24,66%	27,21%	21,46%	
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	195,60	19,42%	12,79%	-27,99%	
CARMIGNAC MARKET NEUTRAL	1 038,40	0,66%	-0,03%		
<i>Eonia gekapitaliseerd</i>	138,67	0,69%	0,92%		
CARMIGNAC PROFIL RÉACTIF 100	136,30	20,28%	18,75%	-17,84%	13,55%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	195,60	19,42%	12,79%	-27,99%	-5,18%
CARMIGNAC PROFIL RÉACTIF 75	160,61	14,71%	13,75%	-8,28%	19,13%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	114,56	14,56%	9,68%	-14,81%	5,70%
CARMIGNAC PROFIL RÉACTIF 50	142,95	10,25%	9,94%	-0,47%	21,14%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	109,70	9,70%	6,00%	-3,24%	12,93%
CARMIGNAC GLOBAL BOND	908,09	-13,88%	-13,80%		
<i>JP Morgan GGB</i>	418,91	-0,70%	-2,95%		
CARMIGNAC SÉCURITÉ	1 485,36	9,10%	11,10%	16,38%	21,10%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	153,67	4,48%	5,15%	15,58%	20,13%
CARMIGNAC CASH PLUS	10 163,02	0,31%	0,80%		
<i>Eonia gekapitaliseerd</i>	138,67	0,69%	0,92%		
CARMIGNAC COURT TERME	3 686,78	0,90%	1,20%	9,12%	13,45%
<i>Eonia gekapitaliseerd</i>	138,67	0,69%	0,92%	9,23%	14,69%

Bron: Morningstar op 30/11/09. We herinneren eraan dat de resultaten uit het verleden geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de resultaten in de loop van de tijd niet constant verlopen.



ONTDEKKERS VAN GROEI

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