



La vague et les dominos

L'effondrement de plusieurs régimes autoritaires en un mois dans le monde arabe méditerranéen est-il susceptible, par une chute de dominos successifs, d'emporter bientôt des pays plus importants, avec des conséquences majeures pour l'économie mondiale? La vague de fond de la croissance économique des pays émergents est-elle aujourd'hui sur le point de se briser sur l'écueil de l'inflation? La combinaison de ces deux inquiétudes a accéléré en février la vente d'actions des pays émergents pour un montant estimé à près de 20 milliards de dollars, et entraîné en particulier la chute des marchés asiatiques hors Japon, de près de 5% en euro sur le mois alors que l'indice Euro Stoxx gagnait près de 2%, tiré par l'appréciation du secteur bancaire. Alors que nous avons souligné dès janvier la vulnérabilité à court terme de certains marchés émergents comme l'Inde ou l'Indonésie au regard de l'inflation, nous aurions pu faire preuve de plus de réactivité tactique dans notre gestion globale. Dont acte. Nous avons sous-estimé la violence de la réaction du marché, qui trouve dans la hausse du prix du pétrole une raison supplémentaire de se détourner des pays émergents, traditionnels paratonnerres de l'anxiété des investisseurs. Raison de plus de réexaminer sans complaisance si l'ampleur de ces comportements de marchés est justifiée et s'il y a lieu d'infléchir, ou pas, nos convictions de long terme et notre analyse des principaux risques.

Il serait présomptueux de prédire aujourd'hui où la culbute des dominos s'arrêtera et l'ensemble des conséquences qu'elle entraînera. Mais quelques observations nous semblent pouvoir être avancées dès à présent, au regard d'une gestion d'actifs globale telle que la nôtre. Les révoltes successives qui ont bousculé le monde arabe depuis quelques semaines ont été le fait de populations jeunes, affectées par un taux de chômage élevé, efficacement connectées via la blogosphère, et voulant en finir avec quelques vieillards autocrates attachés à leur pouvoir absolu depuis des décennies, et sans autre idéologie qu'une dictature personnelle protégée par une armée privilégiée. Quand les images, jugées inacceptables, de violences commises par le pouvoir ont été propagées sur les réseaux sociaux, la colère l'a finalement emportée sur la peur et des régimes déjà finissants ont commencé à s'effondrer, dès lors que l'armée refusait de se tourner contre son peuple. De fait, il s'agit, à nos yeux, de phénomènes d'abord nationaux (peu de drapeaux rouges ou de drapeaux verts à l'horizon), sans leaders charismatiques à ce stade, et dont le moteur n'est pas le rejet des pays occidentaux. Ces derniers, fût-ce en se précipitant tardivement au secours du succès, se situent même du côté des insurgés. Ainsi cette situation, bien différente de celle des années 50 et 70, n'indique pas de risque géopolitique d'affrontement comparable qui justifierait d'anticiper un choc pétrolier majeur et d'infléchir notre prévision d'une réduction tendancielle de la prime de risque sur les marchés actions. Nul ne sait néanmoins la forme que prendront à terme les nouveaux régimes, ni par quels soubresauts ils devront passer avant de se stabiliser. C'est donc bien une période d'incertitude qui s'ouvre devant inspirer la prudence, et justifiant la légère réduction de notre exposition actions, ramenée à 38% en fin de mois dans Carmignac Patrimoine. Dans la logique des dominos, l'enjeu des prochains mois réside chez les pays du Golfe, et surtout l'Arabie Saoudite, qui constitue naturellement un verrou vital à l'approvisionnement pétrolier global. Les gouvernements de ces pays auront-ils la clairvoyance d'éviter une dérive vers le chaos, en saisissant à temps l'opportunité qui leur est offerte de convertir le vent de révolte qui se lève dans

la région en un souffle suffisant de réformes politiques et économiques? Les quelques 37 milliards de dollars d'augmentations de salaires et d'aides financières diverses rapidement annoncées par le roi Abdallah ne peuvent constituer qu'un premier pas, mais nous rappellent tout de même que la marge de manœuvre financière dans une telle situation peut constituer un atout non négligeable, et surtout indique que le risque de contagion qui frappe à la porte de ces pays a été entendu. Il ne semble pas que le parfum du jasmin embaume encore les rues de Ryad. **Mais la hausse du prix du pétrole ces dernières semaines n'est pas un coup de tonnerre dans un ciel bleu. Elle s'inscrit dans une tendance lourde de hausse du prix des matières premières, notamment énergétiques, résultant pour une grande part d'une problématique de l'offre face à une croissance inexorable de la demande.** Nos portefeuilles sont depuis longtemps fortement positionnés dans cette perspective. Gardant à l'esprit que le propre de tout régime autoritaire est de paraître très stable, jusqu'au moment de son bouleversement, nous demeurons particulièrement attentifs à la situation dans le Golfe et, dans ce contexte, **nos allocations en dollars et en mines d'or continuent de constituer des polices d'assurances précieuses.**

Concernant les pays émergents, la crainte d'une hausse durable du coût des matières premières, y compris énergétiques, a renforcé la psychose d'une pression inflationniste mal maîtrisée. Que cette frayeur ait par exemple entraîné la chute de l'indice Bovespa du marché actions brésilien, en recul de plus de 6% en euro depuis le début de l'année, nous semble néanmoins témoigner une défiance excessive et à courte vue du marché, ce pays étant à la fois un exportateur majeur de matières premières, notamment alimentaires, autosuffisant en pétrole et affichant des taux d'intérêt réels de près de 6%, signe d'une politique monétaire toujours très vigilante. De même, le recul du marché chinois, dont les actions H sont en baisse de 4,5% en euro depuis le début de l'année, nous paraît exagéré, et les données publiées en février confortent ce sentiment. Ainsi, le rythme annuel d'inflation a continué d'être contenu en deçà de 5% en janvier, taux pour moitié constitué de la hausse du prix des

/..

denrées alimentaires. Cette composante est importante, comme pour l'ensemble des pays émergents et, selon les caprices d'une météo calamiteuse cette année, pourrait encore peser au cours des mois à venir. Mais le rythme de l'inflation sous-jacente, hors denrées alimentaires, est resté contenu à 2,6% l'an, grâce à une croissance de l'agrégat monétaire M1 ramenée de 19,6% à 13,6% en janvier, soit son plus faible niveau depuis deux ans, et au relèvement progressif du taux de réserves obligatoires pour les banques passé à 19,5%, soit un niveau plus élevé qu'avant l'assouplissement monétaire amorcé fin 2008. **Ces mesures vigoureuses, qui sont certes susceptibles d'être poursuivies encore quelques mois, risquent-elles de mettre en danger le dynamisme de la croissance chinoise? Nous ne le pensons pas**, et l'évolution de l'indice des directeurs d'achats manufacturiers conforte, là aussi, notre opinion. En effet, en dépit du traditionnel ralentissement lié aux célébrations du Nouvel An chinois, cet indice est demeuré légèrement au-dessus de 52 en février, un niveau compatible avec l'objectif de croissance de 7% indiqué par le Premier Ministre Wen Jiabao pour cette année. Rappelons que l'augmentation tendancielle du niveau de vie dans les pays émergents, thématique centrale dans nos portefeuilles, passe par une augmentation plus rapide des salaires des classes moyennes que les gains de productivité, au contraire de la tendance qui prévalait depuis une quinzaine d'années. Cette réallocation de la richesse produite, davantage en faveur des salariés, est une orientation décisive pour la croissance de la consommation domestique, avec pour conséquences un rythme d'inflation légèrement plus élevé que le 2% des dernières années et la réduction de la part des exportations dans la croissance économique du pays. C'est dans cette perspective qu'il faut lire la réduction en janvier de 11 à 6,5 milliards de dollars de l'excédent commercial chinois. Quant au coût de l'énergie, s'il devait atteindre temporairement des niveaux potentiellement pénalisants pour la demande finale, les autorités chinoises disposent largement de la marge de manœuvre financière nécessaire, contrairement aux pays développés, pour amortir l'impact de la hausse des prix sur les consommateurs, de telle manière qu'il ne fragilise pas la croissance économique. Enfin, si l'on doit s'interroger sur la solidité du modèle chinois dans notre partie de dominos, on ne manquera pas de remarquer que le projet d'une plus large répartition de la prospérité du pays parmi ses citoyens correspond également à une reconnaissance lucide par les autorités de sa nécessité sociale. Une étude récente du consultant Nielsen couvrant 52 pays montre que les consommateurs chinois sont parmi les plus optimistes, affichant un « indice de confiance » de 100, pour une moyenne établie à 90, alors que, par comparaison, le Japon compte parmi les quatre pays où les consommateurs sont les plus pessimistes, à égalité avec les consommateurs roumains, avec un niveau d'index à 54. Par une cruelle ironie de l'histoire, c'est le même jour ce mois-ci que le gouvernement nippon a pu annoncer que la croissance de l'archipel avait connu un spectaculaire rebond de +3,9% en 2010, tout en reconnaissant dans un même souffle que le Japon devait irrémédiablement céder à la Chine la place de deuxième économie mondiale, qu'il détenait depuis quatre décennies. **La vague n'est pas prête de refluer. Par conséquent, même si les tensions immédiates sur les prix des matières premières ont fourni au marché une justification commode pour une brutale valse de prises de profits sur les pays émergents en ce début d'année, nous ne sommes nullement ébranlés dans nos convictions.**

Aux États-Unis, les principaux indicateurs économiques poursuivent leur convalescence. Le rythme des inscriptions nouvelles au chômage a continué de décroître pour atteindre en fin de mois son plus bas niveau depuis juillet 2008. Les indices de confiance des consommateurs et des directeurs d'achats, indicateurs avancés importants de l'activité économique, ont poursuivi

leur ascension entamée au début de 2009. La politique de création monétaire initiée par la Fed fin 2008, et poursuivie en 2010 est parvenue à faire remonter les anticipations d'inflation aux États-Unis, telles qu'exprimées dans le point mort des obligations à 10 ans indexées sur l'inflation, vers 2,4%. Le fait d'avoir enrayé le risque de spirale déflationniste constitue une réussite capitale, qui avait fait défaut au Japon après sa crise immobilière du début des années 90. Pour autant, le niveau d'inflation constaté demeure très modéré, à 1% sur un rythme annuel, hors énergie et alimentation. Car l'économie américaine est encore loin de tourner à plein régime. La remontée du taux d'utilisation des capacités de production demeure lente et, à 76% en février, est encore loin de son niveau d'avant crise, autour de 80%. Par ailleurs le secteur immobilier demeure obstinément déprimé. L'indice Case Schiller des prix immobiliers a continué de demeurer atone en février, toujours stabilisé 30% en dessous de ses niveaux d'avant crise. Ces indicateurs ont ainsi permis à la Fed de relever légèrement sa prévision de croissance à 3,4% - 3,9% pour cette année, sans devoir annoncer de durcissement imminent de sa politique monétaire, même d'ailleurs dans le cas d'une hausse temporaire du coût des matières premières. Le besoin de s'attaquer au déficit public va inévitablement devenir un sujet prégnant dans les prochains mois pour l'administration Obama. Les États-Unis – tout comme l'Europe – ne sont pas dans la situation enviable des pays émergents. Mais ils posséderont au moins l'avantage majeur par rapport à l'Europe de pouvoir s'appuyer sur une économie relancée et une Banque centrale en soutien. **Dans ce contexte, nos positions sur le thème de la reprise américaine demeurent importantes.**

Dans la zone euro, si les indicateurs économiques ont également continué de s'affermir, les disparités qu'ils renferment et la poursuite de la fragilisation de la situation nous semblent de plus en plus problématiques. Alors que l'économie allemande célébrait son plus faible taux de chômage depuis la réunification, les rues d'Athènes se remplissaient de manifestants au son d'un « Nous n'en pouvons plus » éloquent. Ce n'est pas encore la révolte, mais ça commence à y ressembler. En l'état, le poids de la dette grecque ramené au produit intérieur brut atteindra le niveau de 157% à l'horizon 2013. Il faudrait des décennies d'austérité fiscale pour en venir à bout. Le Portugal doit aujourd'hui payer près de 7% l'an pour simplement refinancer à cinq ans sa dette sur les marchés. Ce n'est pas tenable pour une économie déjà attendue en récession de -1,3% en 2011. Avec un déficit budgétaire primaire à près de 10% de son PIB, rendant incontrôlable une dette publique projetée par le FMI à 123% du PIB en 2014, le nouveau gouvernement irlandais dispose désormais d'un mandat clair pour exiger un effort d'allègement de son fardeau à ses partenaires européens. **Le sommet des 24 et 25 mars, qui sera consacré à la renégociation du plan de sauvetage financier européen, permettra-t-il d'apporter une solution durable à ces déséquilibres? Nous en doutons car ni l'Allemagne ni la Banque centrale européenne ne sont disposées à en supporter le coût.** Comment espérer d'ailleurs qu'Angela Merkel puisse se montrer particulièrement généreuse avec l'argent de ses électeurs, un mois après sa déroute électorale dans la ville-état de Hambourg, et deux jours avant les élections dans le Bade-Wurtemberg? Quant à la BCE, elle s'apprête à pénaliser encore davantage les pays européens les plus affaiblis, en durcissant sa politique monétaire face à la hausse du prix des matières premières. Quand l'un d'entre eux devra renoncer à honorer une partie de sa dette publique, notre crainte est qu'une nouvelle partie de dominos commence, celle-ci plus près de nous, et surtout plus près du bilan des banques européennes.

Ainsi, rien n'indique que nos convictions de long terme, portées par la vague de fond du rééquilibrage économique global, soient devenues caduques, ou que notre extrême prudence sur les banques européennes soit superflue. Bien au contraire.

Didier Saint-Georges

Achevé de rédiger le 3 Mars 2011

Les devises

Après son rebond de janvier, l'euro a commencé le mois affaibli par une résurgence des craintes sur l'état des dettes publiques des pays périphériques, pour finalement terminer en très légère hausse par rapport au dollar, +0,75 %, porté par l'anticipation d'un resserrement plus rapide que prévu de la politique monétaire de la Banque centrale européenne. En dépit de la crise politique affectant le Moyen-Orient, le dollar n'a ainsi pas joué son rôle traditionnel de valeur refuge, pénalisé par un différentiel de taux défavorable de 0,85 % en fin de mois, entre les taux à deux ans allemands et américains. Cet affaiblissement

relatif du dollar a légèrement pénalisé nos fonds globaux, qui lui sont naturellement exposés. L'exposition à l'euro de **Carmignac Patrimoine** est demeurée inchangée à 36 %, soit 16 points de plus que son indice de référence. Le renforcement d'une anticipation de hausse des taux dans la zone euro pourrait nous inciter à mettre en place quelques couvertures tactiques sur le dollar mais, dans une optique de moyen terme, il ne nous semble pas prudent de réduire excessivement l'exposition de nos fonds à la monnaie américaine aujourd'hui.

Les taux

A partir du milieu du mois, la courbe des taux d'intérêt, aux États-Unis comme en Europe, qui s'était sensiblement redressée depuis la fin de l'année dernière, en conséquence des bons chiffres économiques publiés, s'est sensiblement aplatie. La partie longue de la courbe a profité d'un mouvement de fuite vers les actifs refuges suite aux incertitudes sur l'évolution politique au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, tandis que la partie courte, en particulier en Europe, pâtissait de l'anticipation d'un mouvement de resserrement monétaire par la

BCE dans les prochains mois. Dans le même temps, l'augmentation de l'aversion au risque provoquait une légère tension sur les spreads de crédit des emprunts privés, qui ne devrait pas remettre en cause leur détente tendancielle. Notre gestion obligataire, mise en œuvre dans **Carmignac Patrimoine**, **Carmignac Global Bond** et **Carmignac Sécurité** a su se montrer très réactive pour bien négocier cette redistribution rapide des moteurs de performance. Elle termine le mois en ayant surperformé significativement ses indicateurs de référence.

Les actions

Le comportement des marchés actions en février s'est presque résumé pendant les trois premières semaines à une rotation violente des flux d'investisseurs des marchés actions émergents, en particulier asiatiques, vers les marchés développés. Cette rotation avait été amorcée en janvier, à la faveur d'une crainte de l'effet des pressions inflationnistes sur les économies émergentes, tandis que les perspectives économiques en Europe et aux États-Unis s'amélioraient. Elle s'est poursuivie en février, la hausse du prix du pétrole étant perçue comme un facteur aggravant du jugement précédent. Nos Fonds actions ont souffert de cette sous-performance des grands pays émergents, parmi lesquels seul le marché Russe, en hausse de 5 %, a pu tirer parti en fin de mois de son statut d'exportateur de pétrole. Toutefois, on remarquera qu'à partir

de la dernière semaine du mois, les deux régions ont fait jeu à peu près égal, les investisseurs commençant semble-t-il à se souvenir que les marchés émergents n'étaient pas dépourvus de quelques atouts. Au-delà d'ajustements tactiques, dans les portefeuilles les plus défensifs, la clé aujourd'hui est de maintenir notre exigence intacte dans l'examen de nos convictions de long terme, et c'est le résultat de cet exercice que l'edito de cette lettre tente de synthétiser. Il est tout aussi nécessaire de continuer inlassablement à passer à la paille de fer chacune des lignes détenues en portefeuille, afin d'en vérifier la pertinence. C'est ainsi que quatre de nos gérants sont, au moment où j'écris ces lignes, en Chine pour y rencontrer des décideurs économiques et dirigeants politiques, qui nous permettront d'affiner encore et toujours nos choix d'investissement.

Les matières premières

Le mois de février a continué d'être particulièrement mouvementé pour les matières premières, le prix du Brent prenant 14 % sur fond de crise au Maghreb, le prix du cuivre s'érodant sous la crainte d'un ralentissement de la demande chinoise, et le prix de l'or regagnant le terrain perdu en janvier. La construction de portefeuille de **Carmignac Commodities** a de nouveau démontré sa pertinence, en s'adjoignant une performance de 4,78 % contre 3,87 % pour son indice de référence. Le secteur des services pétroliers, qui représente 15 % du Fonds, a profité de la hausse du prix du pétrole, en gagnant 8 % sur le mois, et offre l'excellente visibilité à moyen terme que nous souhaitons. Le poste des producteurs indépendants de pétrole

situés hors du Moyen-Orient a par ailleurs été renforcé avec la constitution d'une position dans le brésilien **QGEP Participacoes**. Les mines d'or, qui avaient amplifié la désaffection du marché pour le métal jaune le mois passé, ont largement regagné en février le terrain perdu et contribuent significativement à la performance de **Carmignac Commodities**. Le secteur des métaux a été un peu allégé. Par le nombre d'incertitudes qu'elle recèle, la situation actuelle valide plus que jamais tant les mérites d'une exposition aux producteurs de matières premières que ceux d'une forte diversification à l'intérieur de cette thématique.

Allocation d'actifs

En dépit des ajustements effectués fin janvier, la performance des trois fonds **Carmignac Profils Réactifs** a été décevante en février, souffrant de la poursuite de la désaffection du marché pour la thématique émergente, et captant insuffisamment la performance des marchés européens. La composante émergente des Fonds a été

réduite, et l'exposition au dollar couverte à 75 %. L'exposition actions des Fonds se situe désormais entre 45 % et 60 % des maximums pour chaque Fonds, mais nous n'hésiterons pas à les réexposer quand nous jugerons la correction des marchés suffisante.

Performances des fonds

	Valeur liquidative	2011	1 an	3 ans	5 ans
CARMIGNAC INVESTISSEMENT A	8 598,88	-4,45%	14,62%	13,64%	41,70%
CARMIGNAC INVESTISSEMENT E	131,91	-4,57%	13,78%	10,09%	
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>222,96</i>	<i>1,30%</i>	<i>17,69%</i>	<i>2,32%</i>	<i>-8,06%</i>
CARMIGNAC GRANDE EUROPE A	139,83	-2,61%	12,94%	-8,81%	4,05%
CARMIGNAC GRANDE EUROPE E	81,24	-2,73%	12,01%	-10,97%	
<i>DJ Stoxx 600</i>	<i>286,47</i>	<i>3,86%</i>	<i>16,54%</i>	<i>-10,19%</i>	<i>-12,63%</i>
CARMIGNAC EURO-ENTREPRENEURS	181,90	-2,89%	18,46%	-6,36%	6,83%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>	<i>186,42</i>	<i>1,79%</i>	<i>25,86%</i>	<i>1,73%</i>	<i>2,38%</i>
CARMIGNAC EMERGENTS	670,43	-8,53%	21,18%	1,46%	18,54%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>	<i>185,73</i>	<i>-6,55%</i>	<i>16,95%</i>	<i>4,27%</i>	<i>22,26%</i>
CARMIGNAC EMERGING DISCOVERY	1 071,35	-8,69%	20,20%	5,59%	
<i>Indice Carmignac Emerging Discovery (Eur)</i>	<i>100,58</i>	<i>-9,71%</i>	<i>17,10%</i>	<i>13,15%</i>	
CARMIGNAC INNOVATION	232,31	3,10%	12,22%	-15,11%	-26,92%
<i>Indice Carmignac Innovation (Eur)</i>	<i>147,37</i>	<i>0,36%</i>	<i>11,11%</i>	<i>16,76%</i>	<i>-3,78%</i>
CARMIGNAC COMMODITIES	414,95	1,73%	43,49%	12,69%	73,24%
<i>Indice Carmignac Commodities (Eur)</i>	<i>373,82</i>	<i>2,23%</i>	<i>25,63%</i>	<i>5,23%</i>	<i>35,42%</i>
CARMIGNAC PATRIMOINE A	5 145,02	-2,27%	4,82%	22,21%	37,07%
CARMIGNAC PATRIMOINE E	132,46	-2,35%	4,30%	19,87%	
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>305,63</i>	<i>-0,61%</i>	<i>10,61%</i>	<i>19,87%</i>	<i>12,65%</i>
CARMIGNAC EURO-PATRIMOINE	270,35	-3,48%	4,12%	-1,97%	2,60%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia Capitalisé</i>	<i>129,78</i>	<i>4,00%</i>	<i>5,38%</i>	<i>-3,29%</i>	<i>0,03%</i>
CARMIGNAC INVESTISSEMENT LATITUDE	215,96	-4,81%	13,16%	17,62%	44,51%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>222,96</i>	<i>1,30%</i>	<i>17,69%</i>	<i>2,32%</i>	<i>-8,06%</i>
CARMIGNAC MARKET NEUTRAL	1 042,05	-4,91%	2,67%	-2,06%	
<i>Eonia Capitalisé</i>	<i>139,46</i>	<i>0,11%</i>	<i>0,49%</i>	<i>4,63%</i>	
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 100	162,99	-4,49%	14,73%	-6,57%	1,46%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>	<i>222,96</i>	<i>1,30%</i>	<i>17,69%</i>	<i>2,32%</i>	<i>-8,06%</i>
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 75	182,79	-4,20%	10,05%	-1,07%	7,51%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>112,10</i>	<i>0,34%</i>	<i>14,10%</i>	<i>13,02%</i>	<i>3,97%</i>
CARMIGNAC PROFIL REACTIF 50	155,47	-3,71%	6,12%	3,36%	11,17%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<i>121,13</i>	<i>-0,61%</i>	<i>10,61%</i>	<i>19,87%</i>	<i>12,65%</i>
CARMIGNAC GLOBAL BOND	967,04	-0,72%	3,81%	-4,14%	
<i>JP Morgan GGB</i>	<i>461,66</i>	<i>-2,61%</i>	<i>4,64%</i>	<i>26,03%</i>	
CARMIGNAC SECURITE	1 537,39	0,29%	2,46%	14,93%	22,60%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>	<i>154,68</i>	<i>0,08%</i>	<i>0,04%</i>	<i>9,91%</i>	<i>18,20%</i>
CARMIGNAC CASH PLUS	10 385,09	0,17%	2,27%	3,43%	
<i>Eonia Capitalisé</i>	<i>139,46</i>	<i>0,11%</i>	<i>0,49%</i>	<i>4,63%</i>	
CARMIGNAC COURT TERME	3 706,91	0,10%	0,46%	4,93%	11,75%
<i>Eonia Capitalisé</i>	<i>139,46</i>	<i>0,11%</i>	<i>0,49%</i>	<i>4,63%</i>	<i>12,30%</i>

Source Morningstar au 28/02/11, les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.



DECOUVREURS DE CROISSANCE

24, place Vendôme 75001 Paris – Tél. : 01 42 86 53 35 – Fax : 01 42 86 52 10
Société anonyme. Société de Gestion de Portefeuille (agrément n° GP 97-08 du 13/03/1997),
au capital de 15 000 000 euros, RCS Paris B 349 501 676.
www.carmignac.com