

Carmignac-fondsbeheerder Frédéric Leroux:

'AMERIKA KOMT HELEMAAL TERUG'

Er komt een groot herstel aan in de Verenigde Staten. Dat verwacht Frédéric Leroux, fondsbeheerder van Carmignac Gestion. De macro-indicatoren wijzen erop dat de investeringen in de Verenigde Staten weer gaan toenemen. Europa staat er echter veel minder goed voor.

Tekst: Robert van den Oever



De Verenigde Staten gaan weer helemaal terugkomen. Het economisch herstel dient zich alweer aan. Dat althans is de mening van Frédéric Leroux, fondsbeheerder van Carmignac Gestion. Beleggers Belangen sprak met Leroux in het kader van een presentatie voor beleggers.

Leroux stelt dat de macro-economische indicatoren erop wijzen dat de investeringen in de Verenigde Staten weer gaan toenemen.

U bent erg optimistisch over de VS. Wat is volgens u de basis van het herstel?

'Het begint met het opnieuw aanvullen van de voorraden. Door de onze-

kerheid in 2009 zijn investeringen uitgesteld en voorraden afgebouwd tot zeer lage niveaus. Toen hebben we het dal gehad. Nu vindt weer aanvulling van de voorraden plaats. Dat is traditioneel de start van een herstelperiode. Vervolgens wordt de herstelbeweging versterkt als de natuurlijke vraag weer aantrekt.

Er is gelegenheid voor nieuwe investeringen ontstaan doordat er de afgelopen tijd sterk in de kosten is gesneden. Er zijn in 2009 heel veel banen verdwenen. De productiviteit bij de overgebleven arbeidsplaatsen is omhooggegaan. Dat effect is echt heel groot. De kosten per product zijn behoorlijk gedaald. Dus: 'corporate profits take off.'

Dat biedt financiële ruimte?

'Zeker. Het stimuleert de mogelijkheden tot investeringen. Dat leidt er vervolgens weer toe dat er weer nieuwe banen bij komen, in ieder geval voor de korte termijn. De cijfers over maart laten dat al zien. We zijn alweer bijna op het punt dat er meer banen bijkomen dan er verdwijnen in de Verenigde Staten.

Als er meer banen komen, stijgen de koopkracht en de consumptie. Die waren teruggelopen door het proces van deleveraging, schuldaufbouw. Zo ontstaat nieuwe groei. Overigens verwacht ik wel dat de schuldaufbouw voorlopig nog doorgaat. Dus een deel van de extra koopkracht zal daaraan besteed worden en niet direct ten goede komen aan de economie.'

Wat zijn de risico's bij dit scenario?

'De overheid moet het monetaire beleid niet wijzigen. Als de rente zou stijgen, zou dat de investeringsruimte remmen. In het algemeen kun je zeggen dat overheden voorzichtig moeten zijn met hun beleid. Als de steunmaatregelen te snel worden afgebouwd en er te snel weer verkrappingsbeleid komt, is dat niet goed. De regering-

Obama doet het goed. Ik denk dat de Amerikaanse overheid het beleid vooralsnog ongewijzigd laat en dat dat het beste is voor de beurs.

Meer concreet is het risico dat er minder banen bij gaan komen dan we nu denken. Dat kan gebeuren omdat de productiviteit is gestegen. Als die op dat hogere niveau blijft, zorgt groei van de vraag niet automatisch voor evenredig meer banen.'

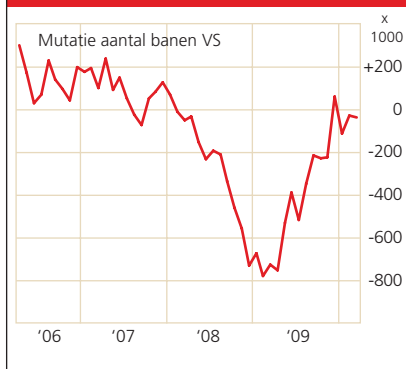
Wat als het besteedbaar inkomen niet stijgt?

'Dat is ook een risico. Het gemiddeld inkomen is vanaf 2008 op jaarbasis gedaald. De daling wordt weliswaar minder, maar het is nog een daling. De hoge schulden spelen ook mee. Dat is een probleem zoals nooit tevoren. Zolang het proces van deleveraging doorgaat, is er minder ruimte voor andere bestedingen en dat remt de groei. Dat gegeven is nieuw. Het kan ertoe leiden dat de groei van de natuurlijke vraag zich deze keer anders ontwikkelt dan in de traditionele scenario's.'

U bent positief gestemd over de VS. Maar hoe staat het met Europa?

'In Europa is de situatie 'tricky'. Een groot probleem in Europa is dat er geen uniform beleid is zoals in de VS. Ook de ontwikkelingen per land zijn erg verschillend. Neem Duitsland en Frankrijk. Export en consumptie van beide ontwikkelen zich totaal verschillend, en dat heeft consequenties voor het beleid. Zie ook de credit default swaps. Die verschillen enorm per land. Die van Griekenland zijn recentelijk enorm opgelopen. Portugal

Het dieptepunt voorbij



is aan het stijgen, en Spanje lag de afgelopen tijd ook wat hoger.

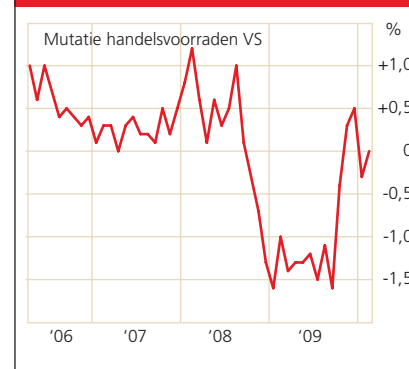
Alles bij elkaar is het onmogelijk om een goed stimuleringsbeleid uit te voeren, vanwege het gebrek aan uniformiteit. Ik denk dat Europa de komende jaren een zwakke groei zal kennen. Dat is niet voor even, maar

'ALLEEN WERKELIJKE MARKTVRAAG KAN DE ECONOMIE WEER VLOTTREKKEN'

gedurende langere tijd. Doordat de VS sterk opkomen, zal de euro eveneens zwak blijven. Trouwens, dat is ook nodig in een situatie van zwakke groei, om de export vanuit Europa op gang te houden. Bij een sterke euro zou je ook nog eens het probleem van een dure export hebben. Ik verwacht voor Europa een lange periode van lage economische groei en lage rendementen op de Europese beurzen.

De nationale overheden moeten voorlopig vasthouden aan hun afzonderlijke steunpakketten. Ik denk dat

Met moeite boven nul



de Europese economie nog niet sterk genoeg is om op eigen kracht verder te gaan. Het punt waarop de natuurlijke vraag het kan overnemen van de overheidsstimuli is nog niet gekomen. Neem het voorbeeld van de slooppremies om de autoverkoop te stimuleren. Die hebben in 2009 de autoverkoop inderdaad sterk opgestuwd, maar wat zien we gebeuren zodra de subsidie op is? Dan zakt de vraag weer. Diezelfde beweging is ook waar te nemen bij de consumptie van duurzame goederen in het algemeen, maar dan minder hevig.'

Toch kan de reddende rol van de overheid niet blijven duren.

'Nee. De overheidsschuld moet echt afgebouwd worden. Alleen werkelijke marktvrage kan de economie weer vlot trekken. Maar het overheidsingrijpen is zo enorm en diepgaand geweest, dat het terugtrekken heel voorzichtig moet gebeuren. Voorlopig moeten de overheden zich nog niet te snel terugtrekken. De natuurlijke vraag is nog niet sterk genoeg om het over te nemen.

Tegelijk mag de situatie van grote overheidsschulden niet te lang duren. Dat is niet goed, je ziet wat er gebeurt met Griekenland, en misschien ook met Portugal en wie weet Spanje. De grote Europese landen zoals Duitsland en Frankrijk zullen dat niet goed vinden, want het tast de positie van de eurozone aan. Overheden moeten, zodra het weer kan, 'lean and mean' worden. De vraag is alleen wanneer dat moment komt. Voorlopig nog niet.'

De risicobeheerder van Carmignac

Frédéric Leroux is fondsbeheerder van zes fondsen van Carmignac Gestion en daarnaast risicobeheerder voor alle fondsen van het Luxemburgse bedrijf. Voor collega-fondsbeheerders van Carmignac is hij het klankbord bij risicovraagstukken. Leroux, die al meer twintig jaar actief is in de beleggingswereld, is in feite de rechterhand van oprichter Edouard Carmignac. Leroux gaat onder meer over het fonds Carmignac Investissement Latitude. Dat belegt uitsluitend in Carmignac Investissement, maar kent meer mogelijkheden tot hedging. Onder Leroux vallen ook de twee Carmignac Patrimoine-fondsen. Die beleggen in internationale aandelen en – om het risico te beperken – voor minimaal 50% in obligaties of de geldmarkt. Sinds oprichting in 1989 hebben de fondsen een jaarlijks gemiddeld rendement behaald van respectievelijk 9,6 (Patrimoine A) en 7,2% (Patrimoine E). In 2010 ziet Leroux in het bijzonder kansen in investmentgrade- en highyieldobligaties nu de balansen van bedrijven sterk opgeschoond zijn.

BELEGGERSBELANGEN.NL