

12 februari 2018

---

Han de Jong  
Chief Economist  
Tel.: 020 628 42 4201  
han.de.jong@nl.abnamro.com

---

## Fundamentals zijn onveranderd, maar wat betekent dat?

- **Daling aandelenmarkten is onterecht gezien economische vooruitzichten**
- **Inflatievooruitzichten VS minder slecht dan marktcorrectie lijkt te doen vermoeden**
- **Er waren echter factoren waardoor een forse correctie op een bepaald moment onvermijdelijk was**
- **Vertrouwen in dienstensector is toegenomen in verschillende landen**
- **Spectaculaire groei van Chinese invoer vertekent het beeld**

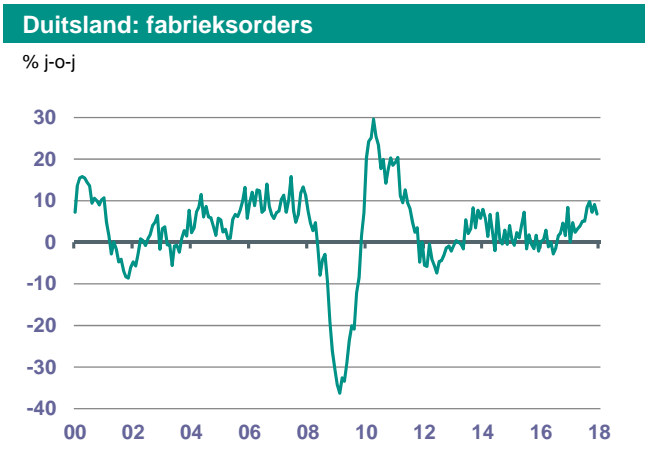
De aandelenmarkt is een instituut dat vooruitkijkt. Wanneer de koersen zo sterk dalen als zij recentelijk deden vanaf het hoogtepunt van 26 januari (d.w.z. in de VS; in de eurozone werd de piek een paar dagen eerder bereikt), moeten beleggers zich afvragen wat de markt probeert te zeggen. Zit hierin een belangrijke boodschap verpakt voor de toekomstige ontwikkeling van de economie? Als dat zo is, dan markeert dit mogelijk het begin van een nieuwe neergang en gaat het niet alleen maar om een correctie.

Volgens ons is er onvoldoende reden om aan te nemen dat de vooruitzichten voor de economische groei of de inflatie zijn veranderd. Wij zien deze marktcorrectie dan ook als een typisch bijkomend verschijnsel van een haussemarkt dat niet is gebaseerd op de fundamentele economische situatie en, nog belangrijker, niet zal resulteren in een situatie die uiteindelijk een daling van de aandelenkoersen rechtvaardigt. Dat betekent uiteraard niet dat een correctie niet pijnlijk is. Marktpartijen waren mogelijk vergeten hoe correcties aanvoelen. Het is namelijk zo'n twee jaar geleden dat we voor het laatst een correctie van 10% meemaakten. Het is vrijwel onmogelijk om op deze correcties in te spelen. Eén manier om te proberen vast te stellen hoe ver de correctie kan gaan en hoe lang deze kan duren, is door naar de volgende aspecten te kijken. Ten eerste heeft de markt gouden tijden achter de rug, waren er al een hele tijd geen grote correcties geweest en was de volatiliteit uiterst gering. Hierdoor neemt de potentiële omvang van een correctie toe. Ten tweede zijn er veel verschillende visies op waardering, maar zijn de meeste mensen het er waarschijnlijk over eens dat aandelen niet goedkoop waren en volgens verschillende maatstaven zelfs erg duur. Hoe duurder beleggers aandelen vinden, hoe groter de potentiële correctie wordt. En ten derde is er de vraag hoeveel beleggers bang worden tijdens een correctie. Ik heb de afgelopen maanden veel beleggers gesproken en kreeg daarbij de indruk van een zeer positief sentiment. Veel beleggers leken te denken dat er niets mis kon gaan. Tijdens een correctie zullen zij mogelijk hun posities afbouwen. De zeer positieve stemming is vanuit een contrair oogpunt een ongunstig teken en wijst er ook op dat een correctie relatief groot kan zijn.

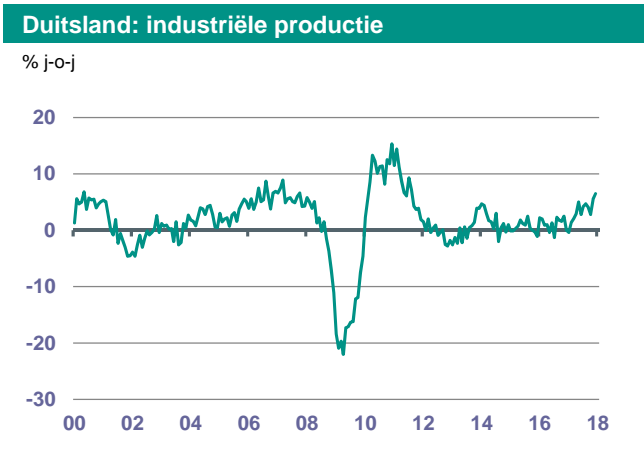
Eind vorige week was de S&P500 met ongeveer 10% gedaald ten opzichte van het hoogtepunt van 26 januari, terwijl de EuroStoxx50 ongeveer 9% had ingeleverd. Het verlies ten opzichte van het begin van het jaar is veel geringer – 2 à 3% – terwijl de S&P op jaarbasis circa 13% hoger is. Voor de EuroStoxx50 is de winst veel kleiner (3% j-o-j).

**Wat staat er in de economische sterren geschreven?**

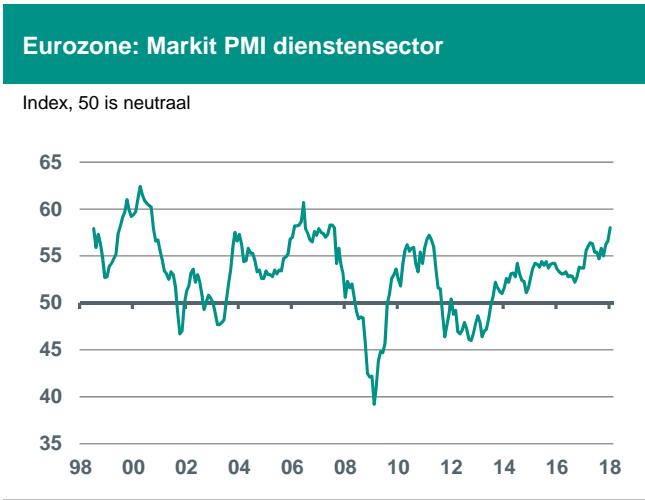
Volgens recente economische indicatoren staan de belangrijkste economieën niet aan de vooravond van een sterke verslechtering van de conjunctuur of inflatie. Vooral de macrocijfers in de eurozone zagen er vorige week goed uit. De industrie draait nog steeds op volle toeren. De Duitse fabrieksorders zijn in december toegenomen met 3,8% m-o-m en 7,2% j-o-j. De ontwikkeling van de industriële productie was minder indrukwekkend: deze daalde met 0,6% m-o-m, maar dit volgde op een toename van 3,1% m-o-m in november. De groei van de Duitse industriële productie op jaarbasis versnelde in december naar 6,5%. Ook in andere landen van de eurozone groeide de productie in december stevig: in Nederland met 5,2% j-o-j, in Italië met 4,9% en in Frankrijk met 4,5%. Interessant is verder de verbetering van het ondernemersvertrouwen in de dienstensector. De Markt PMI voor de dienstensector steeg in januari naar 58,0. Dit is een sterke verbetering ten opzichte van december.



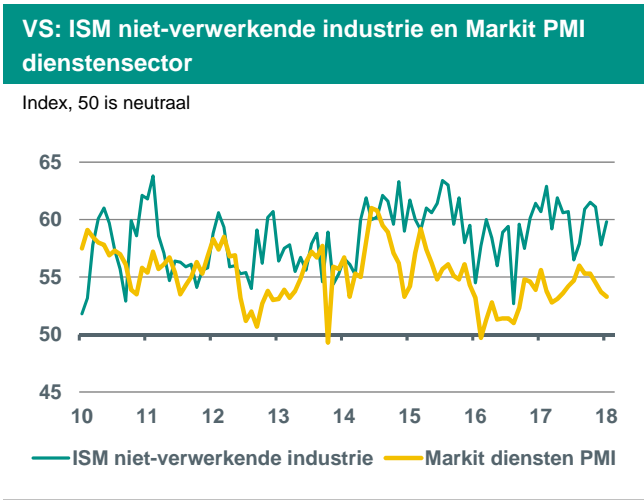
Bron: Bloomberg



Bron: Bloomberg



Bron: Bloomberg



Bron: Bloomberg

Vorige week werden in de VS weinig cijfers bekendgemaakt. De Markit PMI voor de dienstensector was in januari zwak en daalde naar 53,3. Dit betekende de vijfde maandelijkse daling op rij. De concurrerende ISM-index voor het ondernemersvertrouwen in de niet-verwerkende industrie liet in januari echter een sterke stijging zien, van 56,0 naar 59,9, het hoogste niveau sinds 2005.

Ook de Caixin PMI voor de dienstensector in China steeg sterk, van 53,9 in december naar 54,7 in januari.

Als deze verbeteringen van het ondernemersvertrouwen in de dienstensector in deze landen alle deel uitmaken van dezelfde meer algemene ontwikkeling, dan krijgt het conjunctuurherstel in de komende maanden naar verwachting een nog steviger basis.

Chinese statistici hebben voorts de belangrijke handelscijfers voor januari bekendgemaakt. Ik ben vooral geïnteresseerd in de Chinese invoergroei, omdat veel andere landen afhankelijk zijn van de uitvoer naar China. De Chinese invoer is in januari toegenomen met maar liefst 36,9% j-o-j, een sterke versnelling ten opzichte van de 4,5% in december. Voordat we al te enthousiast worden, moeten we wel bedenken dat de datum van het Chinese Nieuwjaar de cijfers mogelijk vertekent. Het Chinese Nieuwjaar valt dit jaar op 16 februari, terwijl dat vorig jaar 28 januari was. Omdat de Chinese economie rond deze datum gedurende ongeveer een week vrijwel tot stilstand komt, telde januari in 2018 drie werkdagen meer dan in 2017. Dat neemt niet weg dat goede vertekende cijfers altijd nog beter dan zwakke cijfers.

#### China: invoer

% j-o-j



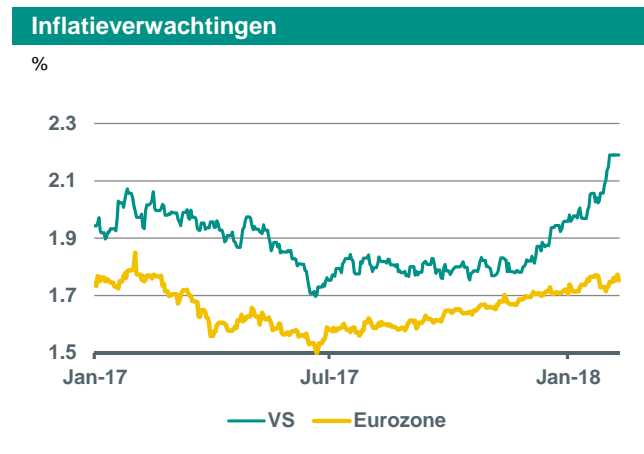
Bron: Bloomberg

Dit alles wijst er niet op dat de wereldeconomie op korte termijn geconfronteerd wordt met een sterke vertraging.

#### Is dit inflatie?

Misschien maken de markten zich meer zorgen over de inflatie dan over de groei. De zogenaamde vijfjaars break-eveninflatie van de Fed begon in december op te lopen, nadat deze sinds begin juli stabiel was geweest rond 1,8%. In december en januari liep dit percentage op naar ongeveer 2% en sinds de aandelenmarkt op 26 januari piekte, zijn hier nog 20 basispunten bijgekomen. Wij zien echter weinig tekenen van een sterke verdere toename van de inflatie. Weliswaar is de stijging van het gemiddelde uurloon in de VS de

laatste tijd versneld, maar het tempo van de loonsverhogingen blijft relatief bescheiden. Het is evenmin waarschijnlijk dat de internationale situatie de inflatie in de VS gaat opdrijven. De inflatieverwachtingen in de eurozone zijn ook toegenomen, maar minder dan in de VS, terwijl in bijvoorbeeld China en Taiwan de inflatie in januari is vertraagd.



Bron: Bloomberg

#### Per saldo

Per saldo zijn wij dan ook van mening dat de vooruitzichten voor de fundamentele economische situatie geen langdurige neergang van de aandelenmarkten rechtvaardigen. Dat betekent niet per se dat de aandelenmarkten hun stijgende lijn snel weer oppakken. De timing van dergelijke marktfluctuaties blijft heel moeilijk voorspelbaar.

#### DISCLAIMER

*Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.*

*U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.*

*Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.*

Alle rechten voorbehouden