

# DE MARKT

Door Joost Groeneveld  
Directeur Wingman Business Valuators

## Fundamentele analyse

**D**e dekkingsgraad is weer in orde. Tenminste, die van het ABP. Daar in Limburg is een klein wonder gebeurd. Binnen één kwartaal is de dekkingsgraad gestegen van 94 tot 105 procent. Een verbetering van bijna 12 procent. Het was eigenlijk 14 procent, maar dat zou te mooi zijn. We worden steeds ouder, dus dan gaan er 2 procentpunten af. Dat was de stand per 1 januari 2011. Op dit moment (2 februari) is de rente alweer hoger en is de AEX-index nog twaalf punten gestegen. Dat zet zoden aan de dijk.

Het grappige is dat het bestuur van het ABP al wel heeft bedacht dat er geen kortingen hoeven te komen, maar over de inflatievergoeding is tot op heden nog geen besluit genomen. Toch noem ik dat een korting, zeker nu de inflatie weer wat oploopt. Bij een jaarlijkse inflatie van 2 procent is het gevolg hiervan dat op onze honderdste verjaardag ons pensioen nog maar 50 procent waard is van het bedrag waarmee we zijn begonnen. En omdat we steeds ouder worden, moeten we daar toch ernstig rekening mee houden.

Zou het bestuur van het ABP bij de berekende dekkingsgraad nu wel of niet hebben gerekend met die inflatievergoeding? Dat is toch wel een verplichting, vind ik. Bij al onze rendementseisen rekenen we met verwachte inflatie, maar nu het om een verzekerde uitkering gaat, snijdt het mes kennelijk aan de andere kant. Als in de dekkingsgraad nog niet met die verplichting is gerekend, gaat bij inflatievergoeding de dekkingsgraad weer omlaag. Dat wordt voor het bestuur een vicieuze cirkel waarvan ik de uitkomst vrees.

En ik vraag me af of die AEX-index ons betrouwbaar informeert: "Bijna de helft van de handel in AEX-aandelen gaat inmiddels buiten de beurs om." (Het Financieele Dagblad, 28 januari 2011). Die handel en dus die prijsvorming vinden in achterkamertjes plaats: 'dark pools' waar gewone stervelingen geen toegang hebben en niets van weten. Dat is juist de bedoeling van de insiders. Voorkennis viert daar per definitie hoogtij. Ze staan niet onder toezicht. Wild West. En ik denk dat een zo grote instelling als het ABP daar toegang heeft. Maar weten doe ik dat niet.

Wat ik wél weet, is dat de noteringen in een niet-efficiënte, niet-perfecte markt geen betrouwbare grondslag zijn voor waardebeoordeling. De term 'marktwarde' verliest dus aan betekenis. De vraag rijst hoe een grote instelling als het ABP in deze situatie haar effectenbezit waardeert. Bij waardering tegen beurswaarde ontstaat toch een waarde-uitdrukking die wordt ontleend aan een markt waarop de onderliggende handel voor een groeiend deel (nu al bijna de helft) niet plaatsvindt. In zulke omstandigheden wordt beurswaarde een niet-controleerbare schijnvertoning.

Maar er is een zonzijde. In plaats van ons te verlaten op een notering waarvoor we zelf als koper of verkoper niet in de markt zijn, moet als vanouds worden gestudeerd op de economische waarde van de beleggingen. Die zou weleens hoger kunnen zijn dan de beurskoersen suggereren. De dekkingsgraad van het ABP zou verder verbeteren. Daar heeft iedereen plezier van. Een uitgelezen kans voor fundamentele analyse. ■

van de Amsterdamse beurs weer. In de berekening van deze indicator worden de beursomzetten en het koersgedrag cumulatief verwerkt. Een stijgende moneyflow duidt op de instroom van vers kapitaal. Een dalende moneyflow geeft aan dat er geld aan de markt wordt onttrokken.

### TREND GEBROKEN

Nu de opwaartse trend van ING is gebroken, is het zaak om goed op steun 8,71 (bodem van 16 februari) te letten. Een meer zijwaarts gericht koersverloop boven deze steun lijkt het meest waarschijnlijk. De weerstand ligt op 9,32 (top van 21 februari). Pas wel op, want een doorbraak en slotstand onder de steun signaleren een nieuwe verzwakking. ING kan dan lagere niveaus gaan opzoeken. De relatieve sterktelijn is omhoog gericht, wat op een sterkere prestatie van ING ten opzichte van de rest van de markt duidt. De oplopende moneyflow wijst op instroom van vers kapitaal. Op 28 januari 2011 hebben we een koopadvies afgegeven. Deze posities mag men aanhouden, zolang de steun 8,71 op basis van de slotkoers intact blijft.

### SCHADE BEPERKT

Samenvattend stellen we vast dat er enkele verzwakkingen zichtbaar zijn bij diverse technische indicatoren, maar dat de schade beperkt is. Het totale technische beeld ziet er nog niet echt dramatisch uit. Vooral nog gaan we ervan uit de beurs een tijdje gaat consolideren boven de korte steun rond 363. Zodra de onzekerheid uit de markt is, zal de opwaartse beweging zich waarschijnlijk voortzetten. Voorlopig kunnen beleggers dus blijven zitten. ■

