



## Inhoud week 7

DONDERDAG 18 FEBRUARI 2010

Hebben we nog iets te zeggen over ons eigen geld? **2**Als de euro valt **3**Afrikaanse reus ontwaakt **4**Historie en toekomst van de kredietcrisis (deel 1) **5**Plaatste AEX definitieve top op 345,56 punten? **8**Cijfers zorgen voor een levendige beursweek **9**

PORTEFEUILLE	Totaal	Sinds
Stand donderdag 12.00 uur		
Industrie & Dienstverlening	46,7%	aug '04
Consument Cyclisch	20,2%	aug '04
Energie en Financiële dienstv.	88,1%	aug '04
TopPortefeuille	14,7%	jan '08
RatioPortefeuille	-9,5%	feb '08

BELEGGINGSFONDS	Totaal	Sinds
Stand donderdag 12.00 uur		
BeursBulletin Beleggingsfonds	-14,7%	nov '08
DJ EuroStoxx50	6,3%	nov '08

## AandelenAlert bouwt winst verder uit

AandelenAlert sloot 2009 af met een winst van 37% (na aftrek van kosten) en staat voor 2010 alweer op winst. En dat terwijl de AEX voor dit jaar op een verlies staat. AandelenAlert speelt in op zowel stijgende als dalende koersen.

Wilt u meer weten? Klik dan [hier](#)!

PORTEFEUILLE	Totaal	Sinds
Stand donderdag 12.00 uur		
AandelenAlert	49,5%	apr '03
OptieAlert	51,7%	apr '03
IndexAlert	12,8%	dec '04
OlieAlert	64,3%	jan '04
ProtectiePortefeuille	-27,6%	mei '08

## AEX weer in de aanval

De afgelopen weken lag de AEX-index onder zware verkoopdruk vanwege de Griekse tragedie, waarbij de AEX in korte tijd bijna 10% verloor. Het derde (61,8%) Fibonacci retracement level, gerekend vanaf de bodem van oktober 2009 tot de top van januari, werd aan een zware test onderworpen. De AEX moest diep door de knieën, maar veerde sterk op vanaf deze steungrens rond 315 punten. Daarbij vormde de index middels een koersiaat deze week een 'island reversal' wat een sterk teken is. De AEX vond rond dit niveau eveneens steun bij de stijgende steunlijn sinds vorig jaar september.

Er ligt evenwel nog altijd een aantal gevaren op de loer. De schuldenproblematiek van Portugal, Ierland, Italië, Griekse en Spanje (PIIGS), blijft een mijnenveld dat het vertrouwen in de euro geen goed doet. Duitsland blijkt ook niet immuun voor de Griekse problemen. Zo heeft Duitsland samen met Frankrijk circa \$ 119 miljard aan exposure in Griekenland. Inclusief Spanje, Portugal en

Ierland, bedraagt het risico voor hen zelfs meer dan \$ 900 miljard. De eurozone is derhalve nog niet uit de gevarenzone.

Onlangs werd bekend dat Griekenland in 2001, volledig onzichtbaar, via Goldman Sachs miljarden aan leningen heeft gekregen. Welke andere (Europese) landen zouden deze 'wisseltruc' eveneens hebben toegepast om de situatie wat rooskleuriger voor te stellen? De lijst met landen waarvan de premies voor 'Credit Default Swaps' (CDS) stijgen, blijft overigens maar groeien.



## Betalen voor behaald rendement

De meeste financiële producten kennen (hoge) kosten, ongeacht of deze producten nu rendement voor u opleveren of niet. Vaak betaalt u per jaar, maar dat kan ook anders. Eerlijker is om de prestatie te belonen. Wij werken bij AandelenAlert met rendementsabonnementen en dus niet met tijdsabonnementen.

Kiest u bijvoorbeeld voor een rendement van 30% (na aftrek van transactiekosten) dan ontvangt u onze tips totdat dit rendement in onze modelportefeuille is bereikt en stopt uw abonnement dus niet na bijvoorbeeld een jaar. Kiest u bijvoorbeeld voor 30%, dan ontvangt u adviezen totdat € 6000 winst is

behaald met een modelportefeuille van € 20.000. Met dit systeem weet u vooraf waar u aan toe bent en kunt u exact berekenen wat het abonnement u oplevert.

Misschien vraagt u zich af hoe lang het duurt voor dit rendement is behaald. Dit is afhankelijk van de marktontwikkelingen. Bij mooie trendmatige bewegingen gaat dit sneller dan bij een zijwaartse markt. Toch zijn we ook in staat gebleken om in de huidige zijwaartse markt rendement te maken. AandelenAlert sloot 2009 af met een winst van 37% (na aftrek van kosten) en versloeg daarmee de AEX-index. Voor 2010 staat AandelenAlert alweer op winst. En dat

terwijl de AEX voor dit jaar op een verlies staat.

Wij doen dit door long posities in te nemen op aandelen die het goed doen en short posities in te nemen op aandelen die er zwak bij liggen. Uitgangspunt is het beperken van verliezen. De winsten kunnen daarentegen onbeperkt doorgroeien.

AandelenAlert speelt in op zowel stijgende als dalende koersen. Hiermee wordt dus tevens het risico ingeperkt, omdat we op dit moment evenveel short als long posities hebben ingenomen. Wij hebben immers een gemeenschappelijk belang om een mooi rendement te behalen, maar zonder daarbij grote risico's te lopen. Klik [hier](#) voor meer informatie.



Harm in het kort

### Macrocijfers VS

De industriële activiteit in New York is in februari sterker gegroeid dan verwacht. De Federal Reserve van New York publiceerde de Empire State Manufacturing-index die in februari uitkwam op 24,9 versus 15,9 in januari. Na een scherpe daling in december staat de index nu weer op het hoogste niveau sinds oktober 2009. De detailhandelsverkoop stegen in januari met 0,5% op maandbasis. In december daalden de detailhandelsverkoop met 0,1% versus een eerdere gerapporteerde -0,3%. Het aantal in aanbouw genomen woningen steeg in januari op maandbasis met 2,8% versus een verwachte stijging van 5,9%. Het aantal bouwvergunningen daalde in januari met 4,9%.

### Macronieuws Europa

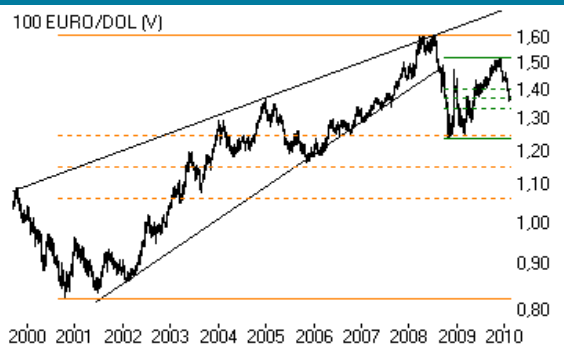
Duitse institutionele beleggers en analisten zijn in februari opnieuw negatiever geworden. De ZEW-index van het gelijknamige onderzoeksbureau, daalde van 47,2 punten in januari tot 45,1. Het vertrouwen in de Duitse economie daalde voor de vijfde achtereenvolgende maand. Het dieptepunt van de recessie is volgens experts voorbij, maar de zorgen over de overheidstekorten en de euro zijn nog niet verdwenen. Het Duitse bureau voor de statistiek meldde dat de Duitse economische groei in het vierde kwartaal tot stilstand kwam. Op jaarbasis bedroeg de krimp in dat kwartaal 1,7%, na in de maanden juli tot en met september een krimp van 4,7% te hebben opgetekend.

## Hebben we nog iets te zeggen over ons eigen geld?

De Tweede Kamer was vorige week unaniem: geen Nederlands belastinggeld naar Griekenland, ook niet via de Europese Unie. Na afloop van een vergadering van Europese ministers van financiën nam (draaikont) Bos daar al weer afstand van: de expertise van het IMF is welkom, maar we lossen dit binnen Europa wel op. Met andere woorden: Nederlands belastinggeld wordt toch in Griekenland gepompt, ondanks dat iedere Nederlander daar op tegen is.

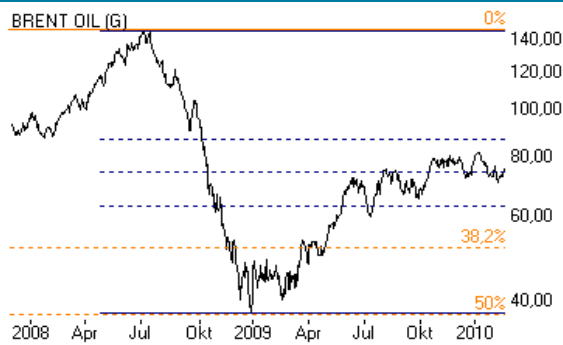
Het lijkt een beetje op het referendum. In 2005 wees een ruime meerderheid van de Nederlandse kiezers het voorstel voor een Europese Grondwet af. Ondanks de duidelijke uitslag, is het er toch gewoon doorgedrukt. Hebben we nog wel iets te zeggen over ons eigen land? Of wegen de belangen van bijvoorbeeld Duitsland zwaarder? Duitse banken hebben miljarden aan vorderingen in Griekenland uitstaan. Frankrijk wil Griekenland helpen. Onder meer Spanje en Portugal, landen die ook in financiële moeilijkheden zitten, steunen dat idee. Als doekje voor het bloeden, heeft Bos wel toegezegd dat hij wel eerst naar de Kamer komt voordat hij Nederlands belastinggeld in Griekenland steekt. Al met al ziet het er niet gunstig uit voor Europa. Of we nu kijken naar het westen (Ierland, VK), het zuiden (PIGS, Frankrijk, Oostenrijk, België) of het oosten (Roemenië, Slovenië en Litouwen), het beeld stelt niet echt gerust. Dit is overigens ook duidelijk te zien wanneer we kijken naar de indices van de verschillende landen. De DAX leefde recent op in de dalende trend sinds begin dit jaar. Het 38,2% Fibonacci retracement level, gerekend vanaf top in januari tot de bodem van februari vormt veel weerstand. De CAC40 worstelt met hetzelfde 38,2% Fibonacci retracement level, maar oogt aanmerkelijk zwakker. De Eurostoxx50 heeft eveneens last van het 38,2% Fibonacci retracement level.

### EURO OP ZOEK NAAR DE BODEM



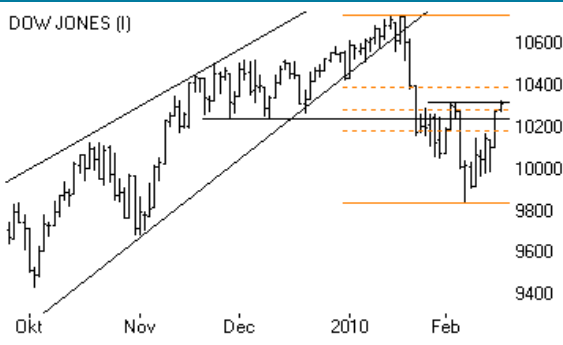
In 2008 viel de euro uit een stijgend wigpatroon, na een top rond \$ 1,60 te hebben bereikt. Rond \$ 1,25 bevindt zich het eerste Fibonacci retracement level, gerekend vanaf de bodem in 2001 tot aan de top in 2008. De euro zette sinds maart 2009 vanaf dit niveau opnieuw de aanval in, maar ketste in december af op de \$ 1,50-grens. De euro is de afgelopen weken steeds verder weggezaakt voornamelijk vanwege de Griekse schuldenproblematiek. Het is zorgwekkend dat ook Oostenrijk, België, Portugal en Frankrijk steeds verder in de problemen komen. Rond \$ 1,37 bevindt zich het 50% Fibonacci retracement level, gerekend vanaf de bodem in 2008 tot aan de top in 2009. Dit steunniveau werd doorbroken, zodat de euro nu op zoek is naar de volgende bodem. Het volgende Fibonacci retracement level ligt rond \$ 1,33.

### BRENT CONSOLIDEERT IN STIJGENDE TREND



Brent-olie bereikte in juli 2008 een recordniveau rond \$ 147 per vat, maar implodeerde vervolgens tot \$ 35 per vat. De olieprijs veerde zeer sterk op vanaf het 50% Fibonacci retracement level, gemeten vanaf de bodem in 1999 tot aan de top van 2008. Daarbij valt de sterke correlatie met de euro/dollar op: sinds maart vorig jaar steeg de olieprijs hand in hand met de euro/dollar. Brent wist in januari weliswaar opnieuw een hogere top te vormen, maar de laatste weken nam Brent echter gas terug en ging daarbij op zoek naar de volgende bodem. Daarbij werd Brent onder druk gezet door de sterker wordende dollar (oftewel een dalende euro/dollar). Onlangs doorbrak Brent de bodem van december 2009. Brent herstelde zich vervolgens, maar is nog steeds op zoek naar richting binnen de stijgende trend sinds maart 2009.

### DOW WORSTELT MET FEBRUARITOP



De Dow steeg vanaf het dieptepunt in maart 2009 rond 6470 punten explosief. In mei vorig jaar kreeg de 'moeder aller indices' bovendien steun in de rug middels het koopsignaal van de Coppock-indicator (zie het weekblad van BeursBulletin.nl). Deze 'rouwindicator' geeft echter alleen niet aan wanneer er zich een 'nieuw sterfgeval' voordoet. Vanwege de doorbraak van de neklijn voltooide de Dow een omgekeerde hoofd-schouderformatie, wat tevens een betrouwbaar koopsignaal opleverde. De Dow luide weliswaar het nieuwe handelsjaar 2010 in door een hogere top te vormen, maar sindsdien is het beeld snel verslechterd. De Dow doorbrak in januari de stijgende steunlijn sinds maart vorig jaar, wat een teken aan de wand was. De Dow werd met man en macht boven de psychologisch belangrijke (steun) grens van 10.000 punten getild. Het herstel dat volgde, heeft de Dow tot aan de februaritop gebracht. Een doorbraak hiervan opent de jacht opnieuw op de top van januari. De Fibonacci retracement levels, gemeten vanaf de top van januari naar het dieptepunt van februari, vormen in het herstel bij zowel de Nasdaq als S&P500 echter voor de nodige weerstand. De VS ogen derhalve gezonder dan Europa.



# Als de euro valt



Harm  
van Wijk

**Willem Middelkoop publiceerde in september 2007 zijn bestseller "Als de dollar valt". Als we nu kijken naar de koers van de euro uitgedrukt in dollars (de euro/dollar), dan zien we dat in de afgelopen jaren niet de dollar, maar juist de euro minder waard is geworden. De waarschuwing van Middelkoop kwam voort uit de grote problemen van de Verenigde Staten van Amerika. Staat de Europese Monetaire Unie er dan misschien nog slechter voor dan de VS?**

Hayman Advisors waarschuwde in 2006 reeds voor de subprime-hypotheken. Het Amerikaans investeringsbedrijf verdiende in de afgelopen jaren dan ook honderden miljoenen dollars door te speculeren op een waardedaling van subprime-hypotheken. In april 2009 waarschuwden zij dat het einde van de euro aanstaande is. Opnieuw werden zij aanvankelijk weggehoond. In april 2009 stond de euro/dollar overigens lager dan nu, dus je moet soms wel een lange adem hebben. Zij lijken echter nu toch opnieuw het gelijk aan hun zijde te krijgen.

Volgens The New York Times heeft Goldman Sachs Griekenland in 2001 miljarden geleend, onzichtbaar voor de buitenwereld. Hiermee heeft Goldman Sachs de stabiliteit van de euro in gevaar gebracht, aldus de krant. De schuldenproblematiek van onder meer Griekenland, Spanje en Portugal werpt een donkere schaduw over de aandelenmarkten. Omdat de 'rijke' landen van Europa, zoals Duitsland en Nederland, Griekenland waarschijnlijk toch wel te hulp zullen schieten, legden de Grieken prompt het hele land stil middels stakingen.

De arbeiders konden er immers niets aan doen, zeiden ze, dus hoefden ze ook niet voor de gevolgen op te draaien. Het is overigens wel de vraag hoe het kan dat een gemiddelde havenarbeider in Griekenland € 120.000 verdient en dat ambtenaren toeslagen ontvangen als ze bijvoorbeeld op tijd op hun werk komen. Wanneer ze overigens niet op tijd zijn en dus geen toeslag ontvangen, ontvangen ze alsnog een toeslag omdat ze geen toeslag hebben gehad.

In een interview meldde Georgos Papaconstantinou, als nieuwe minister van

financiën, "In Kolonaki (een chique wijk in Athene) wonen 150 particuliere artsen. Dit zijn de artsen waar alle politici heen gaan. De helft van hen geeft een jaarincome op van minder dan € 30.000 en nog een derde van die groep van minder dan € 10.000." Laten we het positief benaderen en stellen dat er veel ruimte is voor verbetering. Momenteel bedraagt het tekort van Griekenland niet minder dan 13% van het bbp. De Griekse regering is voornemens vergaande bezuinigingen door te voeren en heeft onder meer aangekondigd dat ambtenaren (ongeveer een kwart van alle werkende Grieken), circa 5,5% minder gaan verdienen.

Maar Griekenland is maar 1 van de eurolanden die in de problemen zit. Inmiddels zagen ook Oostenrijk, België, Frankrijk, Italië en natuurlijk Ierland de premie van de Credit Default Swaps (CDS) steeds verder oplopen. Deze instrumenten worden door marktpartijen gekocht om zich in te dekken tegen faillissementen.

Maar het gevaar komt niet alleen uit het zuiden en het westen. Wanneer gekeken wordt naar de toename van short-posities in staatobligaties, dan vallen met name landen op uit Oost-Europa. Roemenië gaat aan kop met een stijging van 60%, maar Slovenië en Litouwen mogen zich ook verheugen in een toename van de interesse in *short*-posities.

Tegenover persagentschap Bloomberg verklaarde Hayman-directeur Richard Howard vorig jaar dat de kans bestaat dat Duitsland de euro als betaalmiddel zal afschaffen, op het moment dat andere Europese landen niet meer aan hun financiële verplichtingen kunnen voldoen. Mochten landen als Spanje en Italië op een nationaal faillissement afstevenden, dan zal Duitsland niet bereid zijn om deze landen te helpen. In plaats daarvan zal de grootste

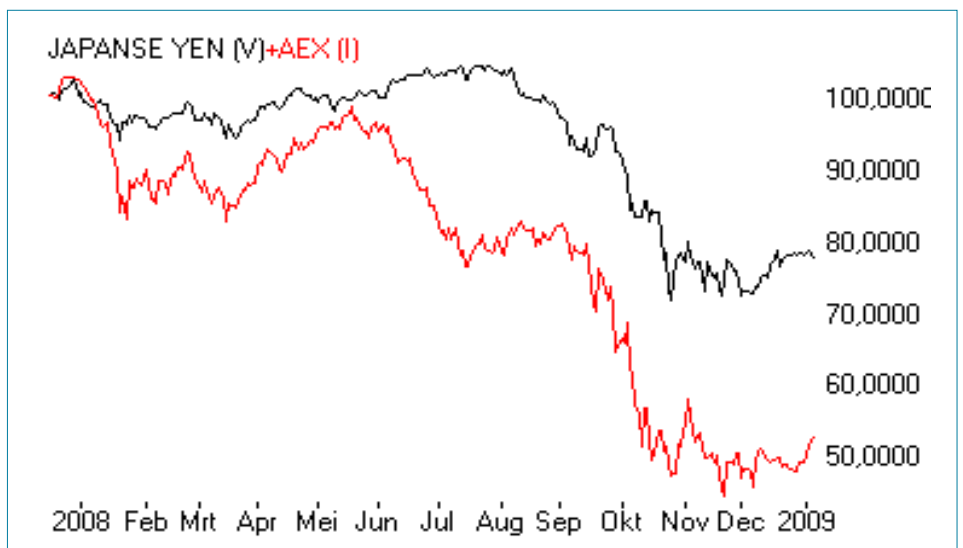
economie van Europa de muntunie liever de rug toekeren, zo meent Howard.

Uiteraard is niet iedereen het eens met de visie van Hayman Advisors. De Duitse schatkistbewaarder Peer Steinbrück, bijvoorbeeld, liet vorig jaar weten dat als de 'zwakkere broeders' in de problemen komen, zij wel degelijk hulp kunnen verwachten van de meer kapitaalkrachtige landen. Maar ja, hij zou niet de eerste politicus zijn die het één zegt en het ander doet.

De recente Europese top laat duidelijk zien dat voorlopig alleen verbale steun wordt gegeven. "Griekenland kan rekenen op de Europese lidstaten als het echt nodig is, maar dat is nu nog niet het geval", verklaarde president Herman Van Rompuy. Aangezien de lijst met Europese landen die in de problemen zit, steeds langer en langer wordt, is dit overigens ook niet meer dan logisch.

De problemen van de PIIGS (Portugal, Ierland, Italië, Griekenland en Spanje) hebben de euro behoorlijk onder druk gezet. Zal de euro deze crisis overleven? De tijd zal het leren. De schuldenproblematiek in de eurozone werpt wel een schaduw over de wereldwijde aandelenmarkt. De sterk verzwakte euro (versus de dollar) en de Japanse yen drukken op de aandelenkoersen.

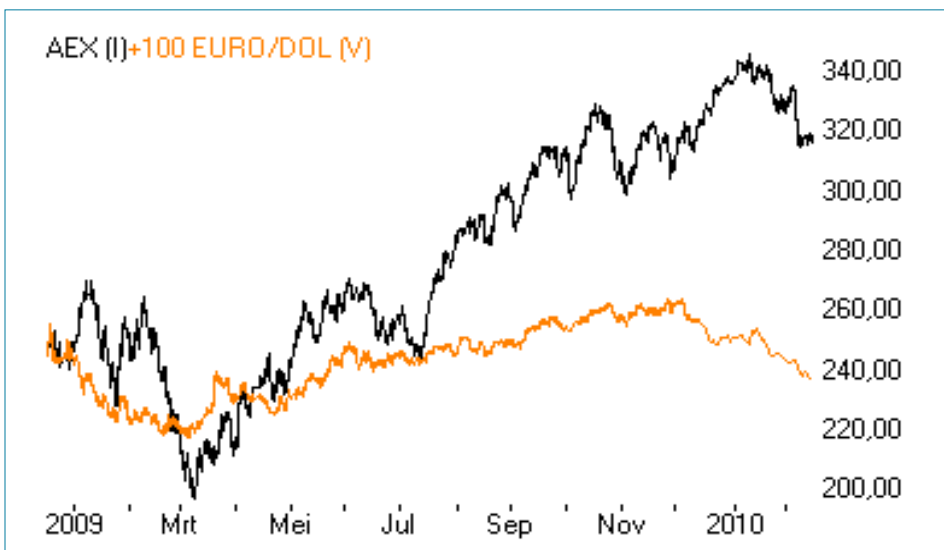
De Japanse yen werd in 2008 sterker ten opzichte van de dollar en de euro. Dit had tot gevolg dat de zogenoemde *carry trades* moesten worden teruggedraaid. Aandelen werden verkocht om de leningen, in de duurder wordende yen, terug te betalen waarmee een vicieuze cirkel op gang werd gebracht. In 2008 daalde de euro en de AEX onder andere vanwege het terugdraaien van deze grootschalig opgezette *carry trades*.



Samen met de *credit crunch* werd er een gevaarlijke kettingreactie teweeg gebracht. Op de aandelenbeurzen werden in 2008 de aandelen gemiddeld circa 50% goedkoper, doordat deze luchtbel leeg liep. In november 2009 waarschuwden wij op DFT.nl (<http://www.telegraaf.nl/dft/goeroes/harmvanwijk/article5336998.ece>) voor het gevaar van een nieuwe luchtbel, ditmaal middels leningen in dollars. Want of je nu 0,5% rente betaalt voor een lening in yens of 0,5% rente betaalt voor een lening in dollars, maakt niet veel uit. Totdat deze valuta in waarde gaat stijgen natuurlijk.

Sinds vorig jaar maart steeg de AEX hand-in-hand met de stijgende euro/dollar. In december begon de euro/dollar echter terrein te verliezen. Vanaf januari is de AEX overigens bezig met een inhaalrace. Nu de spiraal de andere kant op gaat, kan dit verstrekkende gevolgen voor de aandelenmarkten hebben.

Indien het '2008-scenario' zich herhaalt, ziet het er dramatisch uit voor de AEX.



De vraag is nu dus wat er eerder valt: de euro of de dollar. Of misschien toch de Japanse yen? Het feit dat Japan een staatschuld heeft die tweemaal groter is dan het BNP, maakt Japan namelijk de wereldkampioen geld uitgeven dat er niet is. Het komende jaar blijft het interessant om de

valuta te blijven volgen, wanneer u wilt weten wat de AEX gaat doen.

Met vriendelijke groet,

[ HARM VAN WIJK  
BEURSBULLETIN.NL ]

## Afrikaanse reus ontwaakt

**In de meeste landen een doodnormale zaak, maar voor Nigeria een absolute primeur: verkiezingen waarbij zowel de aftredende als de nieuwgekozen president niet tot het leger behoort. Pas in april 2007 maakte het olierijke en dichtbevolkte land voor het eerst zo'n machtswisseling mee. En Nigeria, veel geplaagd door corruptie en militaire dictaturen, boekt de laatste jaren langzaam maar zeker vooruitgang. Nu de overheid probeert de economie minder afhankelijk te maken van grillige olieprijsen, ontstaan interessante perspectieven voor beleggers.**

Vriend en vijand zijn het erover eens dat Nigeria een land is met potentie. Sla de lijstjes er maar op na: veruit het hoogste inwonertal van Afrika, waar het de één-na-grootste olieproducent is (na Angola) en mede daardoor de één-na-grootste economische macht (na Zuid-Afrika). Zakenbank Goldman Sachs ziet genoeg kansen voor Nigeria om in de komende eeuw uit te groeien tot een van de vijftien grootste economieën ter wereld. Het IMF voorspelt weliswaar dat de Nigeriaanse economische groei in 2009 uitkomt op 2,7%, de voorgaande jaren ging het steeds om minimaal 6% en ook vanaf 2010 zullen die oude waarden - naar verwachting - weer worden benaderd.

De tijdelijke terugval komt voort uit de gekelderde olieprijs, als gevolg van de financiële crisis. Het is een van de nadelen van de weinig veelzijdige economie, die zijn wortels vindt in de nalatigheid van

vroegere militaire bestuurders. In 1966, slechts zes jaar na de onafhankelijkheid, kreeg de voormalige Britse kolonie zijn eerste coup voor de kiezen. De Nigeriaanse oliesector werd het slachtoffer van wanbeheer, leed onder een gebrekkige infrastructuur en bleek een voedingsbron voor corruptie. Pas vanaf 1999 is in Nigeria sprake van structureel democratisch bestuur. Economische hervormingen hebben sindsdien de staatsschuld en inflatie flink teruggeschroefd, terwijl de regering de ergste uitwassen van corruptie probeert uit te bannen.

### Wapenstilstand

Onder de in 2007 aangetreden president Umaru Yar'Adua zijn onlangs twee belangrijke stappen gezet. In oktober beloofde de regering 10% van de olie-inkomsten rechtstreeks af te staan aan de verpauperde bevolking van de olierijke Nigerdelta. De lokale rebellenbeweging MEND, die de oliesector sinds 2006 met aanslagen en ontvoeringen probeerde te ondermijnen, kondigde daarop een wapenstilstand aan. Ten tweede vond afgelopen zomer een intensieve operatie plaats van de Nigeriaanse Centrale Bank, die alles uit de kast trok om de financiële sector van het land op te schonen.

Redenen voor Intereffekt Investment Funds om de Nigeriaanse aandelenportefeuille van het Intereffekt Emerging Africa Fonds weer uit te breiden, zegt fondsbeheerder Roy Rus. "In december 2008 hadden we de helft van onze positie ver-

kocht. Geweld, zwakke banken, een lage olieprijs: de risico's waren te groot." Banken verstrekten vrij willekeurig leningen aan beurspeculanten en kwamen bij het aanbreken van de crisis in flinke problemen. Sinds de zomer van 2009 worden die praktijken beteugeld en neemt de interesse van buitenlandse investeerders volgens Rus weer toe. "Een aantal fondsen in de Nigeriaanse beursindex voorziet het komende jaar dan ook forse groei."

### Voedingsindustrie en banken interessant

Het Emerging Africa Fonds concentreert zich in Nigeria slechts in geringe mate op olie. Populairder zijn de niet-conjunctuurgevoelige consumentenmarkt (bijvoorbeeld de voedingsindustrie) en bovenal de financiële dienstverlening. Rus: "Banken zijn in Nigeria dé groeiemarkt. Kijk naar de beurs, waar zij 70% van de fondsen uitmaken. Daar hebben we onze portfolio dan ook op aangepast." Wij beleggen momenteel bijna 25% van onze portefeuille in Nigeria. Van dit percentage is 80% belegd in Nigeriaanse banken.

Banken hebben onder zware koersdruk staan in 2008 en 2009, maar de onderliggende fundamenten zijn voor de betere Nigeriaanse banken niet veranderd. Nigeriaanse banken hebben hierdoor een lage koers-winstverhouding (K/W), zeker ten opzichte van de verwachte winstontwikkeling. De K/W voor het boekjaar 2010 ligt voor de sector op 9,7. De verwachte winstgroei voor komend jaar ligt op 20%. De verwachte winstgroei voor de



komende twee jaar komt maar liefst uit op ruim 75%.

Naast de bankensector, biedt de groeiende consumentenmarkt mogelijkheden. Nigerian Breweries, een bierbrouwer en Dangote Sugar Refinery, die suiker produceert en raffineert zijn hier voorbeelden van. Met een jonge bevolking, een stijgend gemiddeld inkomen en de trek naar de stedelijke gebieden kent Nigeria een prima uitgangspunt voor verdere groei. Risico's blijven er natuurlijk ook duidelijk aanwezig. De instabiliteit in de olierijke Niger Delta, de hoogte van de olieprijs (*het* exportproduct) en de mogelijke onrust ten tijde van komende verkiezingen.

{ INTEREFFEKT INVESTMENT FUNDS N.V.  
INTEREFFEKT FRONTIER MARKETS TEAM }  
16 februari 2010

### In a nutshell...Nigeria

Met bijna 150 miljoen mensen is de Federale Republiek Nigeria qua inwonertal het achtste land van de wereld. Er leven zeker 250 etnische groeperingen. De Hausa, Yoruba en Ibo maken samen zo'n 40% van de bevolking uit. De noordelijke helft van Nigeria is overwegend islamitisch, het zuiden christelijk. De havenstad Lagos verloor zijn functie als hoofdstad in 1991 aan Abuja, 'neutraal' gelegen in het midden van het land.

Van de beroepsbevolking werkt

70% in de landbouw, 10% in de industrie en 20% in de handel en (financiële) dienstverlening. De helft van het bruto binnenlands product (bbp) komt voort uit de olie, plus vrijwel alle (95%) buitenlandse valuta. Nigeria behoort tot de OPEC en is van plan de bewezen oliereserves te verhogen van 36 naar 40 miljard vaten.

Bevolking:	149,2 miljoen (schatting 2009)
Bevolkingsgroei:	2% (2009)
Taal:	Engels (handelstaal), Hausa, Yoruba
BBP:	165,4 miljard US dollar (2009)
BBP per hoofd van de bevolking:	2,199 US dollar (2009)
Inflatie:	12% (2009)
Belangrijke handelspartners:	Invoer: China, Nederland, VS
	Uitvoer: VS, Brazilië, Spanje

## Historie en toekomst van de kredietcrisis (deel 1)

**In 2007 begon de kredietcrisis als gevolg van de hypotheekcrisis in de Verenigde Staten. In de gehele westerse wereld was sprake van een onroerend goed 'bubble', maar de Verenigde Staten spanden de kroon. Hypotheekverstrekkers aldaar hadden op ongekende schaal hypotheekleningen verstrekt aan mensen die de lasten niet konden dragen. Er was geen inkomen, geen eigen vermogen nodig en afbetaling werd gedaan door de schuld te verhogen, er van uitgaande dat huizenprijzen alsmaar zouden stijgen.**

Zodra de rente steeg en de huizenwaarde daalde, ontstonden er acute problemen. Dat het zover kon komen, was voor een belangrijk deel te wijten aan de overvloed aan geld en de deregulatie in de financiële sector, waardoor de banken veel meer konden uitlenen zonder toezicht. Verbijsterend zult u zeggen. Het werd echter gewoon genegeerd door de beleggende struisvogels.

Vervolgens kregen zakenbanken enorme klappen, aangezien dergelijke hypothecaire leningen ('sub prime' leningen) door hen 'gesecuritiseerd' waren en als waardepapieren op de markt werden gebracht en verhandeld. In een paar jaar tijd had iedere zichzelf respecterende bank en institutionele belegger (die geacht worden meer dan gemiddelde kennis te bezitten met betrekking tot beleggingen) flink wat leningen in hun portefeuille opgenomen.

Inmiddels waren ook de boekhoudregels veranderd, waardoor partijen elk kwartaal moesten rapporteren op basis van "marktwaaarde". Zodra de markt voor hypothecaire leningen illiquide

werd in de moeilijkere tijden, zakte de "waarde" als een baksteen in diep water, tot op de bodem dus. Dat de waarde van de hypothecaire leningen, waarvan 90% wel gewoon hun betalingen ontving, alleen gekoppeld werd aan de slecht presterende 10% werd blijkbaar door de efficiënte en rationele markt niet ingeprijsd. Hoezo marktwaaarde? Allemaal tegelijk door de exit deur. Men zou zeggen als de markt dan zo gedereguleerd was, dat alles mag, waarom dan niet de waardebepaling ook gedereguleerd? Het gevolg was dat wereldwijd deze leningen afgewaardeerd moesten worden, kwartaal na kwartaal.

De eerste echte onrust ontstond toen Bear Stearns in de problemen kwam in juni 2007, doordat hedgefonds die belegden in sub prime leningen, ingestort waren. Daarna kwamen meer financiële partijen in moeilijkheden en sloeg de kredietcrisis, zij het eerst langzaam, ook over naar Europa, Engeland, Frankrijk, Duitsland en Nederland niet uitgezonderd. Na de 1e golf van de kredietcrisis hebben in de VS o.a. Countrywide, American Home Mortgage en Merrill Lynch het erg moeilijk, alsook Europese banken als Royal Bank of Scotland, UBS, Credit Suisse, ABN Amro enzovoorts.

De 2e ronde van de crisis kwam in juli 2008. De belangrijke hypotheekverstrekker IndyMac viel om, Merrill Lynch kwam veel dieper in de problemen en werd niet lang daarna overgenomen door Bank of America voor een fractie van de oorspronkelijke waarde. Net als Bear Stearns die voor een schijntje werd verkocht aan JP Morgan Chase. In deze gevallen speelden de Amerikaanse over-

heid en Federal Reserve een belangrijke rol om de crisis te bezweren.

De paniek begon pas echt met het faillissement van Lehman Brothers, wat de overheid en autoriteiten gewoon lieten gebeuren. Terwijl andere grote partijen niet failliet mochten gaan, omdat dan het gevaar bestond dat het financiële systeem zou instorten, werd dit risico niet toegedicht aan Lehman Brothers. Dat was een misrekening van de eerste orde.

Verdwijnt het vertrouwen, dan is het dweilen met de kraan open. Korte tijd later moest de Amerikaanse overheid Fannie Mae en Freddie Mac (de grootste landelijke hypotheekverstrekkers) overnemen, alsook AIG, de grootste schadeverzekeraar, waar voor een bedrag van circa \$ 150 miljard ingepompt werd. Het was goedkoper geweest om Lehman te redden en de piramide structuur niet te laten instorten.

Lehman Brothers was groot genoeg om een kettingreactie te veroorzaken, die het vertrouwen in het financiële bestel dusdanig op de proef stelde, dat het schudde op zijn grondvesten.

De vertrouwenscrisis veroorzaakte bijna een implosie in de financiële wereld, immers als de overheid belangrijke partijen niet meer redt, wie dan wel? In Nederland kennen we de problemen van Fortis, die kopje onder ging, ABN Amro alsook Aegon die het net gered hebben. Dit werd betuigd met ongekende financiële injecties om de motor op gang te houden, waarbij het smeermiddel van de motor natuurlijk geld was. Door het



gebrek aan vertrouwen ontstond er vervolgens een liquiditeitscrisis.

Banken wilden elkaar gedurende lange tijd nauwelijks meer geld uitlenen, want wie kon zeggen of een financiële partij de volgende dag nog bestond? Hiervoor waren keiharde garanties van de Fed en in Europa van de ECB nodig om dat weer op gang te krijgen. Bankers zaten ook in spagaat, laten we het eens voor hen opnemen. Enerzijds de terreur van de boekhoudregels om tegen irreële marktwaarde (af) te waarderen, anderzijds de ongelooflijke druk om meer eigen vermogen aan te houden in verhouding tot uitstaande leningen (solvabiliteit). Daarvoor moet er minder uitgeleend worden. En dan nog de druk om door te gaan met kredietverlening aan bedrijven en particulieren, terwijl ook nog eens de economische vooruitzichten slecht waren.

Westerse en Aziatische overheden hebben op ongekende schaal de economie gestimuleerd om de daarop volgende vrije val te keren. Ook al werd een recessie, zoals gebruikelijk, veel te lang ontkend, waardoor maatregelen te laat zijn genomen. Net als beleggers willen overheden bij voorkeur liever geen slecht nieuws horen. De monetaire autoriteiten met de Fed voorop, hebben nadat het kalf verdronken was, de rentes aanzienlijk verlaagd. In de VS ging de rente van 5,25% naar circa 0%. Europa is veel langzamer gevolgd want men dacht op een eiland zonder economische betrekkingen te leven.

### Oorzaken kredietcrisis

Laten we een aantal oorzaken even op een rijtje zetten. Vele factoren hebben we jaren eerder genoemd, echter de markt of de gevestigde belangen weten de afrekening vaak lang te rekken.

*De psychologie van de mens*  
Dit blijft een onveranderlijke, bepalende factor voor alle gebeurtenissen, alsook voor de oorzaken hieronder beschreven. Op de beurzen, het gedrag en beslissingen van

beleidsbepalers en van alle deelnemers aan de economie:

- Gedreven door groepsge drag, eigenbelang, hebzucht, angst, en ego, dat niet wil leren van zijn fouten.
- Kuddegedrag waardoor ieder zich aansluit in het feestgedrang. Indien men niet deelneemt aan het feest, is men een outcast.
- Het eigenbelang van de banken om andere banken geen geld meer uit te lenen.
- De hebzucht van beleggers om meer rendement te willen hebben zonder de risico's nog te willen zien.
- De hebzucht van bankiers om zichzelf hoge bonussen uit te keren.
- De angst die alle feestgangers tegelijk naar de uitgang doet rennen en paniek veroorzaakt.
- Het ego dat doet verlangen naar macht, waardering en roem, zodat bijvoorbeeld Alan Greenspan gedurende decennia elke recessie bestreed met veel nieuw geld om de beste economische periode op zijn naam te hebben geschreven. Daarmee de kredietcrisis gezaaid te hebben en vervolgens een boek te schrijven om zichzelf te rechtvaardigen.

### Fed politiek van geldcreatie

Sinds de aandelenrash van 1987 heeft de Fed bij elke dreigende recessie en crisis zijn toevlucht genomen tot het overspoelen van de markt met liquiditeiten. Gedurende de jaren in de aanloop naar de kredietcrisis konden institutionele partijen geld lenen tegen circa 1% (Fed funds) om dat vervolgens uit te zetten tegen een veel hogere rente bij eenieder die maar wilde lenen, met of zonder onderpand. Ook escaleerde, door deze lage rente, de vraag naar hoger renderende leningen, zoals verhandelbare hypotheekleningen. Deze rol wordt door de Fed ontkend. Bernanke meldde recent nog dat "het moeilijk was om de oorzaak van de huizenprijs bubble toe te dichten aan de monetaire politiek of de macro-economische omgeving".

### Deregulering (van het financiële systeem)

Gedurende de twee decennia voorafgaand aan de crisis werd het toezicht en de eisen (inzake onderpand, toekennen van leningen en solvabiliteits-eisen) voor het verstrekken van leningen versoepeld.

### Falend toezicht

Overheden, monetaire autoriteiten en toezichthouders hadden geen besef van de risico's en wilden geen spelbreker zijn op het feestje dat gevierd werd. Nu het mis is gegaan, rollen ze over elkaar heen om scherper toezicht te houden, waardoor nog veel meer gesaneerd dient te worden en de effecten op de economie negatiever zullen zijn.

*Politieke druk en wetgeving*  
"The regulators were the key source of systemic risk that created the housing bubble, fed the mortgage boom and made the crash so widespread and catastrophic."

Onder enorme politieke druk werden banken bijvoorbeeld ook gedwongen om kansarmen leningen te verstrekken. Een voorbeeld: President Bush had uitgevonden dat veel Amerikanen zich niet een eigen huis konden veroorloven omdat ze het geld niet hadden voor de "downpayment". Deze moest dus afgeschafte worden. Men zou zeggen dat er een belletje moet gaan rinkelen als mensen geen geld hebben.

### Securitiseren van hypothecaire leningen

Hypothecaire leningen werden in stukken geknipt en verhandelbaar gemaakt, alsof de markt liquide genoeg was en de waarde goed kon worden geprijsd. Zodra de onzekerheid toesloeg, ontstond een illiquide markt die tot veel lagere waarderingen leidde van alle leningen, wat weer enorme afboekingen op balans tot gevolg had.

### IFRS en soortgelijke boekhoudregels

Het streven was om zoveel mogelijk tegen marktwaarde te waarderen. Ter bevordering van de transparantie diende dit in de kwartaalrap-

## Colofon

**Hoofredacteur**  
Drs Harm van Wijk

**Eindredactie**  
Stijn van Opstal MSc

**Redactie**  
André Schel tens  
Robert Schutte  
Drs Richard de Wilde

**Klantenservice**  
klantenservice@beursbulletin.nl  
Telefoon: (+31) (0)20 - 33 75 765  
Telefax: (+31) (0)84 - 750 25 78  
Westerdok 174  
1013 BH Amsterdam

**Vormgeving**  
Sync // design | online - Haarlem

### Externe medewerkers

Marco Balk  
Guy Boscart  
Marten Bruinsma  
Leon van Dam  
Satilmis Ersintepe  
Harry Geels  
Elmer Hogervorst  
Richard de Jong  
Rombout Kerstens  
Ivan Snurer  
Albert Spits  
Eelco Ubbels  
Paul van der Veer

### Abonnementen

Abonnementen kunnen op ieder gewenst moment ingaan en stoppen automatisch. Adreswijziging s.v.p. één week van tevoren per e-mail doorgeven.

Portefeuille	Proef	Jaar
Sectorportefeuille	€ 199	€ 595
TopPortefeuille	€ 199	€ 595
RatioPortefeuille	€ 199	€ 595
Alle (5) aandelenport.	€ 349	€ 1395
OlieAlert	€ 99	€ 349
Protectie	€ 99	€ 349
IndexAlert	-	€ 199*
OptieAlert	-	€ 199*
AandelenAlert	-	€ 199*

\*Vanafprijs; afhankelijk van het gewenste rendement

Een proefabonnement loopt drie maanden. Deze tarieven gelden onder voorbehoud. Klik op de links voor actuele tarieven.

### Advertenties

BeursBulletin.nl  
Telefoon: (+31) (0)20 - 33 75 765  
Telefax: (+31) (0)84 - 750 25 78

E-mail: adverteren@beursbulletin.nl

### Website

www.beleggen.com  
www.beursbulletin.nl

### Koersgegevens en Grafieken

Wall Street Professional

### Disclaimer

Voor onze disclaimer, zie [www.beursbulletin.nl](http://www.beursbulletin.nl)



portage doorberekend te worden. Dat werkte averechts en veroorzaakte een enorme kettingreactie.

#### *De rol van de banken bij elke crisis*

Bij elke belangrijke crisis in de afgelopen 300 jaar spelen banken een belangrijke rol. Eerst door ongebreidelde kredietverlening als de economie groeit. Zodra het kaartenhuis instort door faillissementen, werkeloosheid of andere problemen wordt de kredietkraan dichtgedraaid. In goede tijden mag ook alles, in slechte tijden wordt het toezicht verscherpt en nog steeds hebben beleidsmakers geen idee hoe het zover kon komen.

#### *Fraude van de rating agencies zoals Fitch, Moody's en S&P*

Dit is ook een interessante. De 'rating agencies' werden door belanghebbende partijen betaald om hun leningen te waarderen. Zo kon het gebeuren dat de hypothecaire leningen een 'Triple A' waardering kregen, de hoogste waardering. Ongelooflijk maar waar. Vele institutionele partijen mochten alleen in 'Triple A' beleggen, dus dat kwam goed uit, want met een dergelijke waardering was iedereen gedekt.

#### *Streven naar aandeelhouderswaarde*

Ook aandeelhouders hebben druk uitgeoefend op de onderneming om zoveel mogelijk aandeelhouderswaarde te creëren. Op korte termijn wel te verstaan.

#### *Dekkingsgraad pensioenfondsen*

De instortende marktwaarde van aandelen, obligaties en onroerend goed deden het belegde vermogen van institutionele beleggers onder het minimum vereiste vermogen (dekkingsgraad) dalen. Toezichthouders werden wakker en oefenen druk uit om maatregelen te nemen om dit te herstellen, echter zonder er een toverstaf bij te leveren. Aandelen verkopen of niet meer bijkopen drukt de aandelenmarkt nog meer en wederom is een kettingreactie het gevolg. Vooral de Nederlandse markt kent deze impact met zéér grote institutionele beleggers, zoals ABP.

Een aantal van de oorzaken genoemd hebbende, is het natuurlijk duidelijk dat wantoestanden alleen kunnen ontstaan omdat beleidsmakers dat toestaan, door politieke, financiële belangen, door ego, het streven naar roem en macht of door incompetentie. Aan de andere kant dient men zich te realiseren dat het een cyclus is, die zich keer op keer herhaalt.

#### **Impact**

Het hierboven beschrevene heeft een bijzonder negatieve invloed gehad op waardering van aandelen, obligaties en onroerend goed. Op hun diepste punt zijn aandelen 50% tot 70% in waarde

gedaald. De Dow Jones daalde van een hoogtepunt van 14000 punten naar 6500 punten. De AEX daalde van circa 500 punten naar 195 punten in maart 2009. Behalve staatsleningen zijn leningen van mindere kwaliteit fors in waarde gedaald. Staatsleningen echter werden een vluchthaven en zouden wel eens een nieuwe bubble kunnen blijken te zijn.

De pensioenfondsen zagen hun dekkinggraad dalen tot onder het vereiste, absolute minimum van 105. De dekkinggraad is wat de financiële autoriteit vereist met betrekking tot de waarde van de portefeuille in verhouding tot de verplichtingen. Het ABP bijvoorbeeld zag de dekkinggraad in korte tijd dalen van boven 150 naar 82. Thans is dat opgekrabbeld tot boven 100, deels door de lage rente (wat weer schijnwinsten geeft door waarderingsregels). De politieke druk was groot om aandelenbelangen af te bouwen wat in 2009 parallel liep met het dieptepunt van de markt in 2003. De situatie zal lange tijd problematisch blijven.

De onroerend goed prijzen in de VS zijn inmiddels al met gemiddeld circa 20% gedaald. Vooral in Spanje en Engeland zijn de huizenprijzen al significant gedaald, de rest van de landen in mindere mate, maar deze zullen ongetwijfeld volgen.

Door de eerder beschreven vertrouwens- en kredietcrisis is wereldwijd de economie eind 2008 en begin 2009 in een ongekende vrije val gekomen. Na een -wederom ongekend- stimuleren van overheden is deze val tot staan gekomen. Overheden hebben op ongekende schaal (men spreekt van \$ 9000 miljard) geld in het financiële systeem en de economie gepompt.

Zoals al eerder aangegeven, zijn vele bedrijven en met name financiële partijen failliet gegaan, of al dan niet net

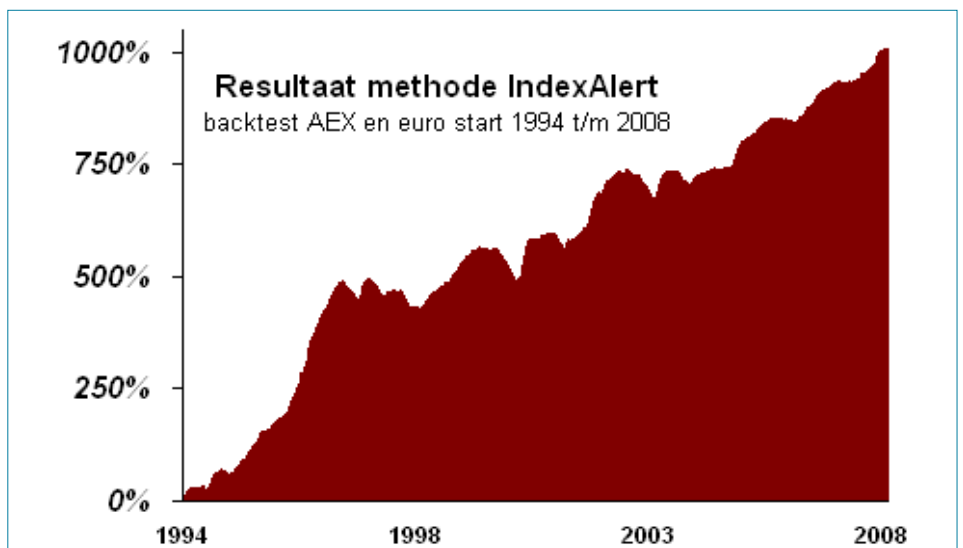
op tijd overgenomen. Burgers worden getroffen door werkeloosheid, daling van de huizenprijzen en verdamping van hun vermogen van gemiddeld 25% of meer. Tot op heden is het vertrouwen in de Europese Unie en de VS en derhalve ook in de euro en dollar gehandhaafd, ondanks het enorme beroep op de kapitaalmarkt om de financiële injecties te financieren. Ook in groter verband werkt de G20 redelijk goed samen, waardoor er wel neiging tot protectionisme is, maar dit beperkt is gebleven. De kredietcrisis sloeg in een vroeg stadium over naar IJsland en recentelijk naar Dubai en Griekenland. Daar ligt nog een gevaar voor de toekomst.

#### **De economie**

Na een vrije val is de economie in de westerse wereld licht aan het herstellen. De huizenprijzen in de VS maken ook een herstel door. Eenieder, zelfs beleidsmakers die graag een positief bericht laten horen, is het er wel over eens dat het herstel zwak is, te zwak om de economie op eigen kracht een sterk langdurig herstel te laten doormaken.

De consument heeft gemiddeld genomen in 2009 nog weinig last gehad voor wat betreft het besteedbaar inkomen, maar zal dat in 2010 sterk gaan merken. Huizenprijzen in Europa dalen nog steeds en de werkloosheid neemt toe. De bouwsector is bezig met een enorme krimp. Banken zijn erg terughoudend met kredietverlening. De (vermogens) positie van overheden, het bedrijfsleven, institutionele beleggers en consumenten zijn danig aangetast. Zal de economie dusdanig aan kracht gaan winnen dat we het kredietmonster definitief kunnen temmen? Volgende week het vervolg.

[ RICK VERSTEEG  
DIRECTEUR MATRIX ASSET MANAGEMENT B.V.  
MATRIXAM.NL ]



# Plaatste AEX definitieve top op 345,56 punten?



Leon van Dam

**De Griekse staatsschulden beheersen het nieuws en hiermee direct de beurs. Na een eerste felle daling naar 311,53 punten zien we de laatste sessies een beurs die tussen hoop en vrees beweegt. Gisteren werd alle schroom afgeworpen en steeg de beurs richting de weerstand rond 323/324 punten.**

Ik hoor en lees direct alweer veel positieve commentaren en de blik wordt hier en daar alweer omhoog gericht. Dat klopt echter niet direct met het voorkeurscenario.

## Voorkeurscenario

De beweging vanaf 195 punten verloopt/verliep via een groot ABC-patroon en dit betekent dat de index niet impulsief omhoog is gegaan (geplaatste langere termijn bodem) maar correctief (tussentijdse bodem). De A en B van dit patroon zijn inmiddels geplaatst en de C-golf kan inmiddels ook geplaatst zijn op 345,56 punten (zie de grafiek).

We kregen vervolgens een eerste negatief signaal vanwege de doorbraak van 335 punten (overlapping van golven) en een tweede negatief signaal vanwege de doorbraak van 323 punten. De ultieme bevestiging dat de index op weg is naar 195 punten en lager is er echter (nog) niet: hiervoor zou de index onder 296,50 punten moeten sluiten in het grotere plaatje. In dat geval krijgen we een serieuze overlapping voor de lange termijn.

## Samenvattend

- Tussentijdse bodem is geplaatst op 194,99 punten.
- Golf A en B zijn geplaatst.
- Golf C kan geplaatst zijn op 345,56 punten. Onder 296,50 punten (slot-basis) krijgen we een bevestiging van een negatief lange termijn scenario.

Ik voel vanwege de twee eerste negatieve signalen (doorbraak 335 en 323 punten) momenteel heel veel voor een geplaatste top op 345,56 punten. De eerste grote dalingsgolf is toen begonnen en momenteel lijkt de index via golf 3 op weg naar 300/303 punten. De stijging van deze week is naar mijn mening slechts een wat uitgebreidere correctie in deze subgolf en ik verwacht in de komende weken een verdere daling. De stop-loss voor 'short' posities blijft onverminderd op 345,56 punten. Een schot voor de boeg voor een positiever scenario zou nu een doorbraak van 337 punten zijn. Dit heeft echter op dit moment zeker niet mijn voorkeur.

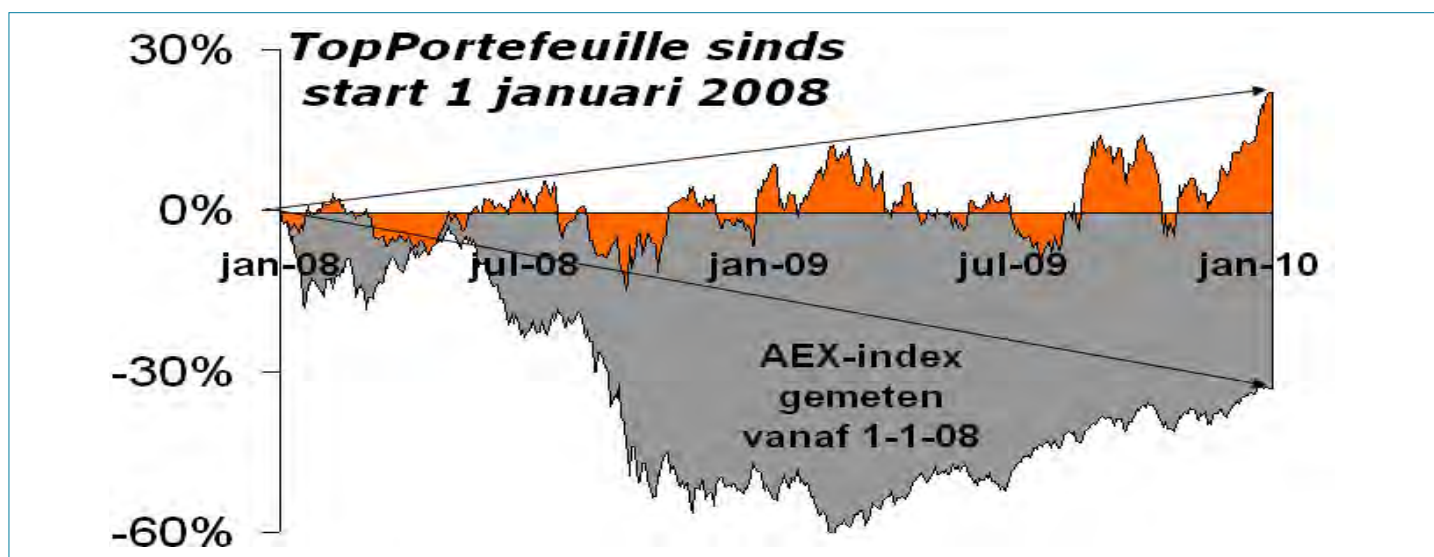
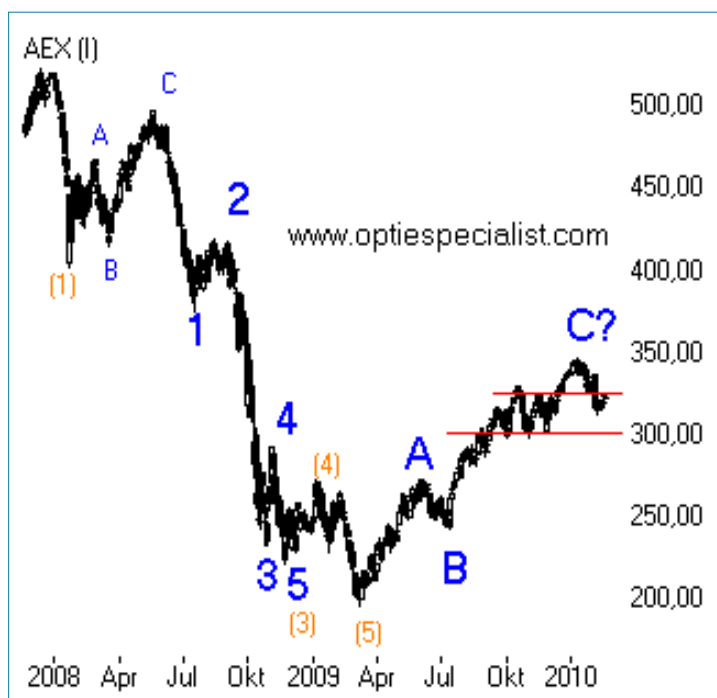
## Conclusie

De AEX heeft in 2009 koersoverlappings laten zien, welke niet meer behoren bij een impulsieve stijging vanuit de EW-theorie. Ik acht de kans dan

ook zeer groot dat we in het eerste kwartaal van 2010 de definitieve top van het ABC-patroon hebben gezien: de C-golf kan haar top geplaatst hebben op 345,56 punten en inmiddels zijn we dan begonnen aan de eerste fase van de daling die de index uiteindelijk onder 195 punten zou kunnen brengen.

De ultieme trigger voor een trendwijziging van de markt ligt daarbij nog altijd op een stand van 296,50 punten. Hieronder is de daling richting 195 punten, en mogelijk lager, met grote waarschijnlijkheid begonnen voor de komende maanden/jaren.

[ LEON VAN DAM  
OPTIESPECIALIST ]



# Cijfers zorgen voor een levendige beursweek

De Amsterdamse beurs werd deze week overspoeld met bedrijfsnieuws. Dit zorgde voor een hosannastemming onder beleggers in onder meer Imtech, TomTom en financials SNS Reaal en ING. Het tegenovergestelde was het geval bij BAM Groep en Akzo Nobel, die fors moesten inleveren na (zwaar) tegenvallende resultaten.

[ DOOR DE REDACTIE ]

No.	STIJGERS ▲	Koers 18/02	+ %
1	Imtech	21,89	11,4
2	SNS Reaal	4,01	10,8
3	TomTom	5,92	10,6
4	BinckBank	13,25	7,3
5	ING	6,75	6,4
6	Koninklijke Ten Cate	19,10	6,2
7	Nutreco	43,75	5,9
8	Sligro	23,20	5,6
9	Brunel	28,00	5,1
10	Wavin	1,60	5,0

Overzicht gebaseerd op koersen van 10:00 uur

No.	DALERS ▼	Koers 18/02	- %
1	BAM Groep	5,99	14,3
2	Akzo Nobel	38,94	8,6
3	Randstad	32,60	2,1
4	DSM	32,68	1,8
5	Grontmij	16,30	1,5
6	Draka	11,95	1,3
7	Pharming	0,45	1,1
8	BallastNedam	14,78	0,9
9	USG People	13,28	0,9
10	Delta Lloyd	16,17	0,5

Overzicht gebaseerd op koersen van 10:00 uur

## Imtech verast met goede resultaten

Imtech was deze week de grote winnaar op het Damrak met een stijging van meer dan 11%. Beleggers beloonden het aandeel voor de goede jaarcijfers. De technische dienstverlener boekte in 2009 een winststijging van 11% op jaarbasis, waarmee de verwachtingen ruimschoots werden overtroffen. Voorts voorziet het bedrijf voor dit jaar een verdere verbetering van het bedrijfsresultaat dankzij organische groei en overnames. Analisten van RBS verhoogden hierop het advies voor het aandeel van 'hold' naar 'buy' met een koersdoel van € 24. Ook KBC Securities verhoogde het koersdoel (naar € 27), vanwege de positieve resultaten die het bedrijf in een moeilijke markt wist te realiseren.

De nettowinst van SNS Reaal (+10,8%) was over de tweede helft van 2009 beter dan verwacht. Binnen het concern was de retailbank de belangrijkste aanjager van dit positieve resultaat, dankzij hogere marges op spaargeld. Analist Thomas Nagtegaal van RBS blijft echter voorzichtig, met het oog op de marges en verliezen op slechte leningen. Ondanks de ogenschijnlijk aantrekkelijke waardering handhaaft RBS daarom het hold-advies, met een koersdoel van € 5,50.

Dramatische kwartaalcijfers van ING (+6,4%) werden door beleggers toch positief ontvangen. De bankverzekeraar maakte bekend dat het, na enkele kwar-

talen van winst in de laatste maanden van 2009, opnieuw in de rode cijfers is beland. Het nettoverlies van € 712 miljoen is voor een groot deel veroorzaakt door een voorziening voor de verhoogde vergoeding van de Nederlandse staatssteun. De onderliggende resultaten van ING's verzekeringsdivisie waren ook niet geweldig: een verlies van € 47 miljoen versus een verwachte winst van € 380 miljoen. ING heeft laten weten de opsplitting van de bank en de verzekeringstak niet te willen overhaasten en dat het voorkeur heeft voor een tweede beursnotering.

TomTom heeft in het vierde kwartaal van 2009 een hoger resultaat geboekt dan verwacht, dankzij een explosieve omzetgroei uit nieuwe activiteiten, hogere kostenbesparingen en lagere marketinguitgaven. "De industrie waarin wij opereren ondergaat een aanzienlijke verandering", stelt CEO Harold Goddijn, verwijzend naar het gratis beschikbaar stellen van spraakgestuurde navigatie door Google en Nokia. Hij ziet hiervan echter een beperkt effect op de omzetstroom uit navigatiesystemen (pnd's). In Europa blijft TomTom marktleider met een redelijk stabiel marktaandeel van 46%. In de Verenigde Staten loste Goddijn een oude belofte in, door het marktaandeel flink op krikken van 20% naar 29%. Het aandeel schoot na bekendmaking van deze cijfers omhoog, waardoor de verslagweek meer dan 10% hoger werd afgesloten.

## BAM verliest geloofwaardigheid

Bouwbedrijf BAM Groep (-11,5%) werd deze week fors afgestraft na een winstalarm. Het bouwbedrijf verwacht over 2009 een flink lager nettoresultaat vanwege extra waardeverminderingen en voorzieningen op vastgoedprojecten in Nederland. Enkele maanden geleden, tijdens de presentatie van derdekwaartaalcijfers in november, stelde BAM Groep de winstverwachting ook al neerwaarts bij. "Daarmee verliest BAM's management aan geloofwaardigheid", stelde een analist van Petercam. De effectenbank paste het advies aan van 'add' naar 'under review'.

Ook AkzoNobel kreeg deze week flinke klappen te verwerken. Beleggers zetten het aandeel lager nadat het bedrijf de resultaten van het vierde kwartaal van 2009 bekendmaakte. De omzet daalde sterker dan verwacht en ook werd er onverwacht een nettoverlies geboekt van € 60 miljoen, door herstructureringskosten en incidentele posten in verband met een kartelboete van

de Europese Commissie. Het aandeel werd na het uitkomen van dit nieuws massaal gedumpt en sloot de week met een verlies van 8,6%.

Ook Randstad presenteerde haar resultaten van het vierde kwartaal van afgelopen jaar, die redelijk in overeenstemming waren met de verwachtingen. Analist Marc Zwartsenburg van ING Research vindt de opmerkingen van het bedrijf over het begin van 2010 bovendien bemoedigend. De omzet over het vierde kwartaal komt iets onder zijn verwachting uit, maar de brutomarge over het laatste kwartaal is in zijn ogen verbeterd.

Pharming (-1,1%) heeft over 2009 ruim 22% meer verlies geboekt dan in 2008. Het nettoverlies kwam over 2009 uit op € 32,1 miljoen, tegen € 26,2 miljoen een jaar eerder. Pharming herhaalde bij de cijferpublicatie wel dat het dit jaar een commerciële deal voor Rhucin, een medicijn tegen aanvallen van erfelijke angio-oedeem, verwacht.

### IMTECH INSTALLEERT ZICH OP DE TOP

