Sectorprognoses - Bouw

Madeline Buijs
Sectoreconoom Bouw
Madeline.buijs@nl.abnamro.com

Januari 2019

Hoogconjunctuur blijft in de bouw voor problemen zorgen

De hoogconjunctuur in de bouw zorgt op dit moment voor meer nadelen dan voordelen. De bouwkosten stijgen sterk. Personeel is veel duurder, het duurt langer voordat materialen geleverd worden en daarvan stijgt bovendien de prijs. Hierdoor blijft het rendement van vele bouwbedrijven onder druk. De verwachting is dat de bouwproductie weliswaar blijft stijgen, maar de groei had hoger kunnen zijn. Mede hierdoor blijft de schaarste op de woningmarkt fors.

De problemen in de bouw domineren het nieuws. Enkele willekeurige koppen: ‘Grote bouwers willen oplossing voor noodsituatie’ schreef Cobouw, de Gelderlander sprak over een ‘Tegenvaller: uitstel voor nieuwbouw zwembad in Arnhem en de Leeuwarder Courant schreef een artikel met de titel ‘Nieuwe scholen zijn superduur, bouw in Leeuwarden onder druk’. En zelfs dieren voelen de pijn: het apenverblijf in Ouwehands Dierenpark wordt soberder als gevolg van de gestegen bouwkosten. De kosten voor het verblijf gingen 30% over het budget heen.

De problemen hebben effect op de groei van de bouwsector. De bouwproductie blijft achter bij de vraag. ABN AMRO verwacht hierdoor dat de groei in 2019 en 2020 vertraagt. De groei van de sector komt in 2019 naar verwachting uit op 4% en in 2020 op 2,5%. In 2018 groeide de sector nog met circa 7%.

De reden voor de groeivertraging is dat de enorme vraag naar woningen en kantoren zorgt voor schaarste aan productiemiddelen, waarvan de kosten snel oplopen. Om aan de vraag te kunnen voldoen, hebben bouwbedrijven veel nieuwe personeel nodig of dienen ze verregaand te innoveren. Dit lukt nauwelijks.

Het aantal vacatures in de bouwsector steeg in de eerste drie kwartalen van 2018 met maar liefst 44% op jaarbasis, terwijl het aantal banen in de sector in het derde kwartaal van 2018 nog geen 3% hoger lag dan een jaar eerder. Innovatie in de bouw zou het antwoord op de grote personeelstekorten kunnen zijn, maar het is op korte termijn moeilijk te realiseren.

Volumegroei bouw per branche

	2018	2019	2020
		%-mutaties	
Bouw	**7,0**	**4,0**	**2,5**
Woningbouw	**7,0**	**4,5**	**1,5**
Utiliteitsbouw	**6,0**	**3,0**	**2,0**
Gww	**7,0**	**6,0**	**4,5**
Installatie	**8,0**	**4,0**	**4,0**
Aanverwante sectoren			
Groothandel bouw en hout*	**8,0**	**5,0**	**4,0**
Productie bouw en hout	**6,5**	**4,0**	**2,0**
Verhuur bouwmachines	**7,0**	**4,0**	**2,5**
Architecten*	**5,5**	**4,0**	**4,0**
Ingenieurs*	**7,5**	**4,0**	**2,5**

Bron: ABN AMRO Sector Advisory
*: betreft omzetprognose

Kerncijfers Nederlandse economie

	2018	2019	2020
		%-mutaties	
BBP	**2,6**	**2,0**	**1,7**
- Particuliere consumptie	**2,7**	**2,0**	**1,8**
- Overheidsconsumptie	**1,1**	**2,6**	**1,9**
- Investeringen	**4,7**	**3,4**	**2,3**
- Uitvoer	**2,8**	**3,1**	**2,8**
- Invoer	**3,0**	**3,6**	**3,2**
Consumentenprijzen (HICP)	**1,7**	**2,7**	**1,8**
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	**3,8**	**3,6**	**3,6**

Bron: CBS, TR Datastream, prognoses ABN AMRO Economisch Bureau

ABN·AMRO

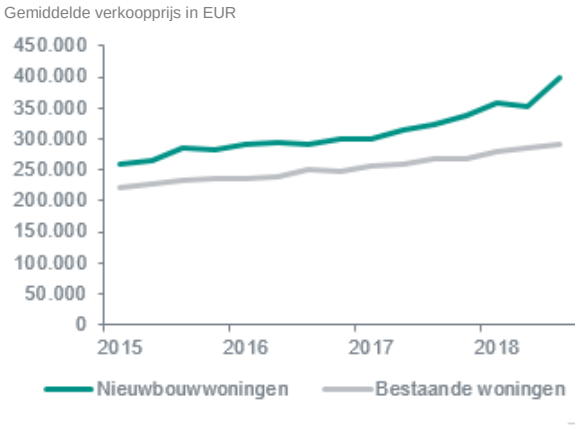
Om de personeelskrapte op te vangen, huren bouwbedrijven noodgedwongen veel zzp'ers in om bouwprojecten op tijd te kunnen starten en te kunnen afronden. Deze zzp'ers vragen echter veel hogere tarieven dan een paar jaar geleden.

Hierdoor stijgen de personeelskosten vaak in een hoger tempo dan waarmee in de begrotingen voor projecten rekening mee is gehouden. Tegelijk nemen de kosten van materialen toe. In de eerste elf maanden van 2018 stegen de prijzen van hout- en bouwmaterialen met 3% op jaarbasis. In 2017 was deze stijging met 1,7% nog relatief beperkt.

Doordat de kosten ineens hoger uitkomen dan bij aanbestedingen is voorzien, gaan projecten vaak op het laatste moment niet door. Steeds meer projecten die op het punt staan om van start te gaan, gaan terug naar de 'tekentafel' om bezuinigingen in het ontwerp te vinden om zo de bouwkosten te drukken. In combinatie met hun volle orderportefeuilles zijn bouwbedrijven hierdoor kritischer op de projecten die zij kunnen aannemen.

Door de hogere kosten bestaat het risico dat alleen projecten met een hoog bouwbudget nog doorgang vinden, projecten waarop de bouwer een gezonde marge kan behalen. Dit lijkt het geval bij de bouw van nieuwe woningen. De gemiddelde verkoopprijs van nieuwe woningen ligt inmiddels ruim EUR 105.000 boven die van bestaande woningen. In figuur 1 is te zien dat dit verschil de afgelopen jaren steeds verder is opgelopen. In het eerste kwartaal van 2015 bedroeg het verschil nog EUR 39.000.

Figuur 1: Prijs nieuwbouw en bestaand



Bron: CBS

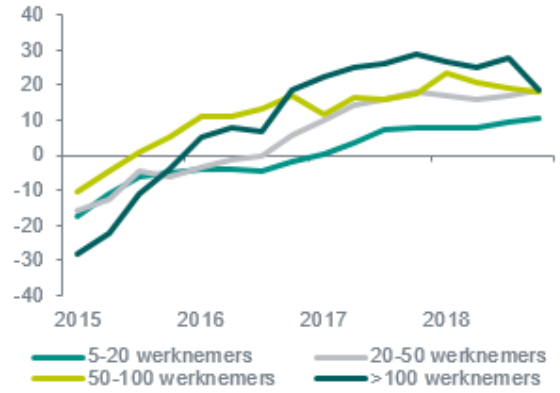
Door deze ontwikkelingen worden niet de woningen gebouwd waar juist veel behoefte aan is, zoals kleine appartementen in de stad. Bouwen in de stad is namelijk duurder dan bouwen in het groen, terwijl de risico's van binnenstedelijk bouwen bovendien hoger liggen.

De krapte en hoge kosten zorgen er in zijn algemeenheid voor dat op dit moment minder gebouwd wordt dan noodzakelijk, waardoor vraag en aanbod niet op elkaar aansluiten. Dat de bouwproductie in de groei wordt geremd, is voor de sector en de Nederlandse economie problematisch.
Individuele bouwbedrijven komen door de snel stijgende kosten in problemen. De druk is het hoogst bij de hoofdaannemers, aangezien zij bij lopende projecten het risico van de stijgende kosten dragen. Onderaannemers hebben het daarentegen veel makkelijker. Van oudsher concurreerden onderaannemers onderling stevig bij het bieden op een project, maar door de grote hoeveelheid werk hebben ze nu de projecten voor het uitkiezen. De macht is hierdoor verschoven naar de lagere regionen van de bedrijfskolom.

Dit zorgt ervoor dat het bedrijfsresultaat van vooral grotere bouwbedrijven, die doorgaans als hoofdaannemer optreden, onder druk staat. De kosten van aanbesteed werk stijgen door de toegenomen macht van de onderaannemers snel, terwijl de opbrengsten achterblijven. Er zijn geen recente cijfers over het bedrijfsresultaat van bouwers, maar de COEN-enquête van het CBS geeft wel zicht op hoe ondernemers over hun winstgevendheid denken. Hun oordeel is nog steeds positief, maar zoals in figuur 2 te zien is, stijgt dit de afgelopen kwartalen niet meer zo hard. Uitzondering zijn de kleine bedrijven. Hoewel zij over het algemeen minder positief zijn over hun winstgevendheid, is hun oordeel is niet negatiever geworden.

Figuur 2: Oordeel winstgevendheid naar grootte bedrijf

Saldo oordeel



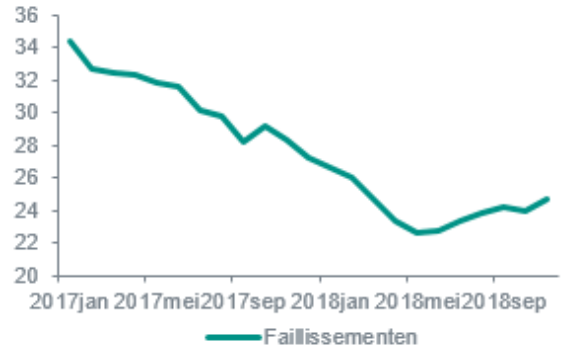
Bron: CBS

De ontwikkeling van het aantal faillissementen geeft een duidelijk signaal dat het bedrijfsresultaat van bouwbedrijven onder druk staat. Dit aantal ligt weliswaar nog laag, maar neemt sinds de zomer van 2018 toe. Dit is duidelijk in figuur 3 te zien. In de periode tussen mei en december gingen 222 bedrijven in de bouw failliet. In dezelfde periode in 2017 waren dit er nog 197. Het gaat hoofdzakelijk om bedrijven die de kosten van aanvaarde projecten te laag hebben ingeschat.

Ondanks de hoogconjunctuur is het voor bouwbedrijven moeilijk om goede resultaten te behalen. De sector moet daarom drastische aanpassingen doorvoeren.

Figuur 3: Aantal faillissementen bouw

Aantal, 3mnd voortschrijdend gemiddelde



Bron: CBS

Innovatie is een goed middel, omdat dit ervoor zorgt dat de kosten dalen en beter onder controle kunnen worden gehouden, er efficiënter wordt gewerkt, er minder personeel nodig is en de arbeidsproductiviteit omhoog kan. Innovatie zorgt voor een hogere rentabiliteit van bouwbedrijven. Voor innovatie is echter kapitaal nodig en het vergt een afwijkende manier van werken. Innovatie levert dus op de korte termijn een extra risico op. En juist een sector die toch al kampt met traditioneel lage marges kan deze extra risico's moeilijk dragen. De bouwsector lijkt op dit punt in een spagaat te zijn beland.

Hieronder wordt per bouwbranche de verwachte groei toegelicht, inclusief de invloed die de stijgende bouwkosten hebben op de branche.

(% volumegroei)	2019	2020
Woningbouw	4,5%	1,5%
Invloed bouwkosten		

Naar verwachting is de woningbouw de komende jaren niet meer de grote groeimotor van de bouwsector. Wij verwachten voor 2019 een groei van 4,5% en voor 2020 een groei van 1,5%. De hoge bouwkosten, gebrek aan capaciteit, lange (bezwaar)procedures bij gemeenten en het beperkt beschikbaar komen van nieuwe en betaalbare bouwgrond speelt de branche parten. Desondanks is de orderportefeuille van woningbouwers nog goed gevuld. In oktober 2018 bedroeg de orderportefeuille 10,8 maanden, een record. Het zal voor woningbouwers moeilijk zijn om al deze projecten op tijd af te ronden. De doorlooptijd van deze orderportefeuille is daarom lang. Door de hogere kosten zijn opdrachtgevers terughoudender om orders in de markt te zetten en woningbouwers zijn steeds kritischer op welke projecten ze aannemen. Het zijn vooral projecten met hoge bouwbudgetten die nog doorgang vinden. Dit zijn vaak projecten waar de grond voor relatief weinig geld is ingekocht. Op deze projecten is voor bouwbedrijven nog een redelijke marge te behalen en durven de opdrachtgevers de aanbesteding ervan aan.

De eerste tekenen voor een afzwakking van de groei in productie van het aantal woningen zijn

al zichtbaar. In de eerste tien maanden van 2018 werden voor 58.485 nieuwe woningen vergunningen aangevraagd. In dezelfde periode in 2017 waren dit er nog 58.922. Een geringe daling, terwijl een forse stijging te verwachten zou zijn, gezien de door het rijk geprognotiseerde woningopgave. Dat bouwers kritischer zijn op welke projecten ze aannemen, blijkt ook uit het type woningen dat op dit moment vooral gebouwd wordt. Het betreft vooral koopwoningen die door commerciële partijen worden neergezet. Daarmee is in het algemeen meer marge is te behalen dan met de bouw van huurwoningen. Aangezien er echter veel vraag is naar huurwoningen in het middensegment, lopen vraag en aanbod sterk uiteen.

(% volumegroei)	2019	2020
Utiliteitsbouw	3,0%	2,0%
Invloed bouwkosten		

De utiliteitsbouw groeit naar verwachting in 2019 met 3% en in 2020 met 2%. De branche blijft groeien, maar niet elk segment zal een even sterke groei laten zien. De waarde van de afgegeven vergunningen voor de utiliteitsbouw steeg in de eerste tien maanden van 2018 met 13,3% op jaarbasis. Deze vergunningen worden vooral afgegeven voor de bouw van kantoren, hallen en loodsen (distributiecentra) en in mindere mate scholen. Deze segmenten zorgen de komende jaren dus voor de groei. Voor winkels worden minder vergunningen afgegeven. De leegstand van winkels is nog hoog, waardoor de vraag naar nieuwe winkels beperkt is.

De aandacht voor duurzaamheid en leefbaarheid betekent veel extra werk voor utiliteitsbouwers. Alle kantoren moeten in 2023 minimaal energielabel C hebben en onze verwachting is dat dit op de langere termijn ook voor andere type gebouwen gaat gelden, waarbij de duurzaamheidseisen bovendien nog strenger gaan worden. Het Economisch Instituut voor de Bouw (EIB) heeft berekend dat alleen al het verduurzamen van kantoren een extra investering van ongeveer EUR 1 miljard gaat opleveren tot 2023. In 2017 bedroeg de productie van de totale utiliteitsbouw bedroeg EUR 15 miljard. Dit is dus een uitdaging, aangezien ook utiliteitsbouwers last hebben van de stijgende bouwkosten en personeelstekort. Dit kan de verduurzaming van utiliteitsgebouwen vertragen.

(% volumegroei)	2019	2020
Gww	6,0%	4,5%
Invloed bouwkosten		

De grond-, wegen- en waterbouw (gww) is de komende twee jaar een belangrijke groeimotor voor de bouwsector. De rijksoverheid gaat namelijk de komende jaren veel in infrastructuur investeren. Afgelopen Prinsjesdag is er EUR 1 miljard extra toegezegd voor infrastructuur. Dit komt bovenop de extra EUR 2 miljard die tijdens Prinsjesdag 2017 voor infrastructuur werd vrijgemaakt. In totaal besteedt de rijksoverheid in de periode 2019-2023 ruim EUR 47 miljard voor de aanleg en onderhoud van infrastructuur. Aan wegen en bruggen wordt veel onderhoud verwacht. Ook provincies en gemeenten voeren hun uitgaven op.

Dat gww-bouwers hierdoor meer werk hebben, blijkt uit hun orderportefeuille. Die loopt de laatste maanden snel op. Lange tijd lag de orderportefeuille tussen de 5,5 en 6,5 maanden. Inmiddels is deze gestegen naar 8,5 maanden. Vooral de grond- en waterbouwers hebben veel werk; hun orderportefeuille lag in oktober 2018 op 10,2 maanden. Wegenbouwers hebben voor 6,9 maanden aan werk.

Of onze groeiverwachtingen uitkomen, is mede afhankelijk van de beschikbaarheid van personeel. Ook gww-bouwers hebben last van tekort aan personeel, zij het dat dit minder nijpend is dan in de woning- en utiliteitsbouw. In de conjunctuurmeting van het EIB van augustus 2018 gaf 15% van de gww-bouwers aan dat zij last hebben van personeelsgebrek. In de woningbouw lag dit op dat moment op 44% en in de utiliteitsbouw op 31%.

(% omzetgroei)	2019	2020
Installatie	4,0%	4,0%
Invloed bouwkosten		

Voor installateurs was 2018 een goed jaar. In de eerste tien maanden van 2018 steeg hun omzet met 8,7% op jaarbasis. Voor 2019 en 2020 wordt wel een afzwakking van de groei verwacht. Installateurs zijn sterk afhankelijk van de woning- en utiliteitsbouw; branches die de komende twee jaar naar verwachting minder hard groeien. Er worden in nieuwe gebouwen en als gevolg van de verduurzaming steeds meer installaties gebruikt. Hierdoor krijgen installateurs een steeds grotere rol in het bouwproces, waarvan zij kunnen profiteren. Techniek Nederland heeft berekend welk deel van de bouwproductie voor rekening komt van de installatiesector. Bij de bouw van nieuwe utiliteitsgebouwen is dit inmiddels bijna 47%. Bij groot onderhoud van woningen is het zelfs bijna 51%. Deze percentages nemen elk jaar nog toe. De inzet op duurzaamheid zorgt ervoor dat de groei van de installatiebranche voorlopig hoger uitvalt dan van veel andere branches in de bouw. Het tekort aan (technisch) personeel kan de installatiebranche echter parten spelen. Overigens zijn installateurs nog wel positief over de ontwikkeling van hun personeelsbestand. Uit een enquête van het EIB en Techniek Nederland blijkt dat 40% van de installatiebedrijven verwacht de komende periode personeel aan te trekken. Wel zijn installatiebedrijven minder positief dan bij de vorige meting in mei 2018.

(% volumegroei)	2019	2020
Productie	4,0%	2,0%
Invloed bouwkosten		

Producenten van hout- en bouwmaterialen profiteren van de sterk groeiende bouwproductie en de bijbehorende vraag naar materialen. Hun productie steeg in de eerste elf maand van 2018 met 6,8% op jaarbasis, terwijl hun omzet met 8,5% op jaarbasis steeg. Door de sterk stijgende vraag zijn producenten in staat om hogere prijzen voor hun producten te vragen. Hierdoor stijgt hun omzet harder dan de afzet. De afzetprijzen stegen in de eerste elf maanden van 2018 met 3% jaarbasis. Daarbinnen stijgen de prijzen van bouwmaterialen harder dan die van hout. Bouwmaterialen worden meer gebruikt in nieuwbouwprojecten, waar de meeste groei te zien is.

Overigens lopen de producenten tegen hun grenzen aan. De bezettingsgraad van de houtindustrie lag in oktober 2018 namelijk op 87,7% en die van de bouwmaterialenindustrie op 85,8%. Deze percentages worden over het algemeen als zeer hoog beschouwd. Doordat naar verwachting de nieuwbouw de komende jaren minder hard groeit, zal dit een dempend effect hebben op de vraag en daarmee de prijs van bouwmaterialen.

(% omzetgroei)	2019	2020
Groothandel	5,0%	4,0%
Invloed bouwkosten		

De groothandel in hout- en bouwmaterialen profiteert van de sterk stijgende bouwproductie en van de sterke omzetstijging van kleine bouwbedrijven; de belangrijkste klanten van de groothandel. Dit resulteerde in een omzetstijging van 8,1% op jaarbasis in de eerste drie kwartalen van 2018. Voor 2019 en 2020 verwachten wij een flinke omzetstijging van de groothandel, maar de groei zwakt wel af. Enerzijds omdat de bouwproductie naar verwachting minder hard stijgt en anderzijds omdat de prijzen voor materialen in de bouw steeds verder oplopen. Door de grote vraag kunnen producenten de prijzen flink verhogen met hogere inkoopprijzen voor de groothandel tot gevolg. Het is echter onzeker of de groothandelsbedrijven deze hogere inkoopprijzen wel kunnen doorberekenen aan de klant. Wanneer dit niet het geval is, komt de marge van de groothandel onder druk.

(% omzetgroei)	2019	2020
Verhuur	4,0%	2,5%
Invloed bouwkosten		

De ontwikkeling van de bouwproductie is direct van invloed op de verhuur van bouwmachines. Volgens de European Rental Association (ERA) is 70% van de vraag naar bouwmachines van de bouw afkomstig. De groei in de branches loopt daarom gelijk op met de bouwsector. Wel is de branche meer internationaal georiënteerd dan de Nederlandse bouwsector. In de verhuurbranche zijn veel grotere bedrijven actief, die heel Europa als afzetgebied hebben. De vraag naar bouwmachines wordt geraakt door de stijgende bouwkosten, omdat bouwprojecten vaker uitgesteld worden waardoor machines op dat moment toch niet nodig zijn. Maar tegelijkertijd is de branche bij uitstek geschikt om snel machines te leveren, waardoor goed op de snel veranderende vraag ingespeeld kan worden.

(% omzetgroei)	2019	2020
Architecten	4,0%	4,0%
Invloed bouwkosten		

Architecten hebben de zwaarste klappen gekregen tijdens de crisis. De branche is hiervan nog steeds niet hersteld. De omzet van de architecten ligt nog 37% onder het niveau van voor de crisis en de recordomzet van destijds wordt voorlopig niet meer gehaald. De branche is sinds de crisis van karakter veranderd en sterk gefragmenteerd. Zo had in het eerste kwartaal van 2009 nog 65% van de bedrijven één werknemer; in het eerste kwartaal van 2019 is dit percentage gestegen naar 81%. Doordat er zoveel zzp'ers in de markt actief zijn, is het moeilijker om schaalvoordelen te behalen en komt de omzet structureel op een lager niveau. Uit onderzoek in opdracht de Branchevereniging Nederlandse Architectenbureaus (BNA) blijkt dat het honorarium van zzp'ers en kleine bureaus lager ligt dan van de grote bureaus.

Dit alles neemt niet weg dat de omzet in 2018 weer flink steeg met 5,6% op jaarbasis in de eerste drie kwartalen van 2018. Architecten zijn voor ongeveer de helft van hun werkzaamheden afhankelijk van de woningbouw, waar zij nu nog van een sterke vraag profiteren. Uit de meest recente conjunctuurmeting van het EIB blijken architecten minder positief over hun omzetverwachting. Architecten hebben net als de andere branches in de bouw last van de hoge bouwkosten. Dit raakt hen indirect. Doordat de besluitvorming en planfase van projecten langer duurt, duren de projecten van architecten ook langer, terwijl er niet meer voor betaald wordt. Het is bovendien steeds de vraag of de projecten waar architecten al in de planfase bij betrokken zijn, wel doorgaan. Of dat er een herontwerp nodig is, wat tijd en geld kost.

(% omzetgroei)	2019	2020
Ingenieurs	4,0%	2,5%
Invloed bouwkosten		

De omzet van ingenieursbureaus steeg in de eerste drie kwartalen van 2018 met 7,7% op jaarbasis. De ingenieurs profiteren van de sterk groeiende bouwproductie, zowel in Nederland als in andere landen in Europa. Ingenieurs zijn vaak actief in het buitenland, waardoor ze minder afhankelijk zijn van de Nederlandse markt. Toch zal de omzet van ingenieurs in 2019 en 2020 minder hard groeien, aangezien ook in de landen om ons heen de groei van de bouwproductie afneemt. Daarnaast hebben de grote ingenieurs last van andere internationale onzekerheden, zoals de brexit en de handelsoorlog tussen China en de Verenigde Staten. Hierdoor kan huiver ontstaan om grote bouwprojecten te starten waar ingenieurs bij betrokken zijn. Ingenieurs hebben over het algemeen minder last van de sterk stijgende bouwkosten, omdat zij vaak later in een project betrokken worden en het dan al duidelijker is of dit wordt afgerond. Bovendien hoeven ingenieurs minder vaak een goedkoper herontwerp te maken als de kosten van een project ineens uit de hand lopen. Ingenieurs houden zich namelijk vaak bezig met de constructie en die kan niet zomaar aangepast worden.

ABN AMRO Sector Advisory

Contactpersoon voor deze publicatie:

Madeline Buijs, Sectoreconoom Bouw
Tel. 06 – 10 97 17 86
madeline.buijs@nl.abnamro.com

ABN AMRO Sector Advisory							
	Sander van Wijk	*Hoofd Sector Advisory*	sander.van.wijk@nl.abnamro.com	**Industrie**	David Kemps	*Sector Banker*	david.kemps@nl.abnamro.com
	Franka Rolvink-Couzy	*Hoofd Sector Research*	franka.rolvink@nl.abnamro.com		Albert Jan Swart	*Sector Econoom*	albert.jan.swart@nl.abnamro.com
	Rishma Hoeba	*Secretaresse*	rishma.hoeba@nl.abnamro.com		Alexander Goense	*Sector Analist*	alexander.goense@nl.abnamro.com
Agrarisch	Pierre Berntsen	*Sector Banker*	pj.berntsen@nl.abnamro.com	**Transport & Logistiek**	Bart Banning	*Sector Banker*	bart.banning@nl.abnamro.com
	Jan de Ruyter	*Sector Banker*	jan.de.ruyter@nl.abnamro.com		Albert Jan Swart	*Sector Econoom*	albert.jan.swart@nl.abnamro.com
	Nadia Menkveld	*Sector Econoom*	nadia.menkveld@nl.abnamro.com		Bram van Amerongen	*Sector Analist*	bram.van.amerongen@nl.abnamro.com
	Martijn Leguijt	*Sector Analist*	martijn.leguijt@nl.abnamro.com				
Food	Rob Morren	*Sector Banker*	rob.morren@nl.abnamro.com	**Bouw**	Petran van Heel	*Sector Banker*	petran.van.heel@nl.abnamro.com
	Nadia Menkveld	*Sector Econoom*	nadia.menkveld@nl.abnamro.com		Madeline Buijs	*Sector Econoom*	madeline.buijs@nl.abnamro.com
	Martijn Leguijt	*Sector Analist*	martijn.leguijt@nl.abnamro.com		Casper Wolf	*Sector Analist*	casper.wolf@nl.abnamro.com
TMT	Steven Peters	*Sector Banker*	steven.peters@nl.abnamro.com	**Vastgoed**	Petran van Heel	*Sector Banker*	petran.van.heel@nl.abnamro.com
	Kasper Buiting	*Sector Econoom*	kasper.buiting@nl.abnamro.com		Madeline Buijs	*Sector Econoom*	madeline.buijs@nl.abnamro.com
	Justine Vijver	*Sector Analist*	justine.vijver@nl.abnamro.com		Casper Wolf	*Sector Analist*	casper.wolf@nl.abnamro.com
Zakelijke diensten	Han Mesters	*Sector Banker*	han.mesters@nl.abnamro.com	**Healthcare**	Anja van Balen	*Sector Banker*	anja.van.balen@nl.abnamro.com
	Kasper Buiting	*Sector Econoom*	kasper.buiting@nl.abnamro.com		Laura Kranenburg	*Sector Analist*	laura.kranenburgf@nl.abnamro.com
	Justine Vijver	*Sector Analist*	justine.vijver@nl.abnamro.com				
Retail	Henk Hofstede	*Sector Banker*	henk.hofstede@nl.abnamro.com	**Thema's**	Loek Caris	*Sector Econoom*	loek.caris@nl.abnamro.com
	Sonny Duijn	*Sector Econoom*	sonny.duijn@nl.abnamro.com		Bram van Amerongen	*Sector Analist*	bram.van.amerongen@nl.abnamro.com
	Selma van der Graaf	*Sector Analist*	selma.van.der.graaf@nl.abnamro.com				
Leisure	Stef Driessen	*Sector Banker*	stef.driessen@nl.abnamro.com	**Grondstoffen**			
	Sonny Duijn	*Sector Econoom*	sonny.duijn@nl.abnamro.com	*- Industriële Metalen*	Casper Burgering	*Sector Econoom*	casper.burgering@nl.abnamro.com
	Selma van der Graaf	*Sector Analist*	selma.van.der.graaf@nl.abnamro.com	*- Agricommodities*	Casper Burgering	*Sector Econoom*	casper.burgering@nl.abnamro.com

Disclaimer

De in deze publicatie neergelegde opvattingen zijn gebaseerd op door ABN AMRO betrouwbaar geachte gegevens en informatie. Noch ABN AMRO, noch functionarissen van de bank kunnen aansprakelijk worden gesteld voor in deze publicatie eventueel aanwezige onjuistheden. De weergegeven opvattingen en prognoses houden niet meer in dan onze eigen visie en kunnen zonder nadere aankondiging worden gewijzigd. Het gebruik van tekst en/of cijfers uit deze publicatie is toegestaan mits de bron duidelijk wordt vermeld.

Teksten zijn afgesloten op 18 januari 2019

ABN·AMRO