

Transport- en logistieksector verliest koers

Met dreigende krimp wordt 2012 een lastig jaar

In het laatste kwartaal van 2011 heeft de economische verslechtering zich in de transport- en logistieksector snel gemanifesteerd. De ervaring van de afgelopen twee jaar is onvoldoende geweest om bedrijven financieel te doen aansterken. Toch staan transporteurs begin 2012 opnieuw voor de uitdaging de bakens te verzetten en worden flexibiliteit en ondernemerschap op de proef gesteld. Hoewel de nieuwe dip vooralsnog een mild karakter heeft, baart de terugval van de internationale vervoersvraag zorgen. Voor dit jaar zal de sector rekening moeten houden met lichte krimp. Daarmee wacht de sector geen gemakkelijke tijd.

Algemeen deel

Teruglopende exportgroei vergroot economische zorgen

Sinds de herfst van vorig jaar is het economisch klimaat flink verslechterd. De onzekerheid rondom de eurocrisis ondermijnt het vertrouwen van bedrijven en consumenten. Dit heeft zijn weerslag op bedrijfsinvesteringen en de koopbereidheid van consumenten, die ook dit jaar terughoudend zullen blijven. Dit komt bovenop de (extra) overheidsbezuinigingen, die dit jaar effect gaan krijgen. Al met al wordt voor 2012 een moeilijk economisch jaar met een lichte krimp voorzien (tabel 1). Bovendien zijn de risico's

Tabel 1 Relevante groeivoorzichten j.o.j.

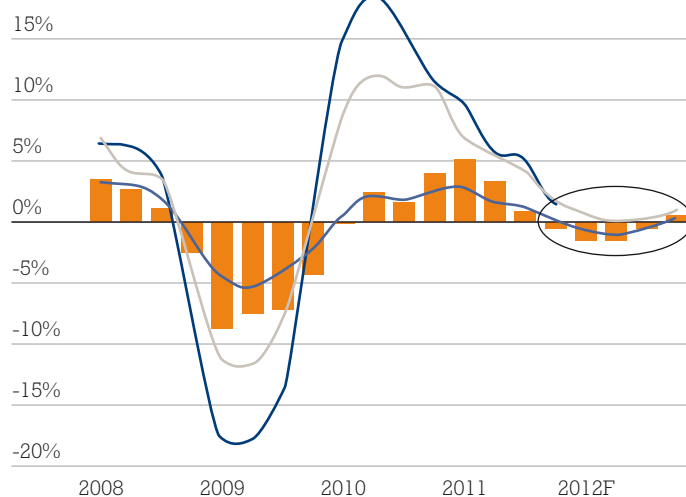
Nederlandse economie	2011	2012F	2013F
Economische groei (BBP)	1,4%	-0,6%	1,2%
Particuliere consumptie	-0,7%	-0,5%	1,0%
Uitvoer	4,5%	0,0%	3,3%
Invoer	4,3%	-1,2%	3,1%
Bedrijfsinvesteringen	6,0%	-3,7%	0,9%

Transport- en logistieksector	2011	2012F	2013F
Volume*			
Wegtransport	1,6%	-0,8%	1,4%
Vervoer over water	2,6%	-1,0%	2,5%
Vervoer door de lucht	2,9%	-2,0%	2,9%
Logistieke dienstverlening	3,2%	-0,5%	3,0%
Transport en logistiek totaal	2,1%	-0,8%	2,0%
Omzet			
Transport en logistiek totaal	4,0%	-1,0%	3,0%

* betreft toegevoegde waarde

Bron: ING Economisch Bureau

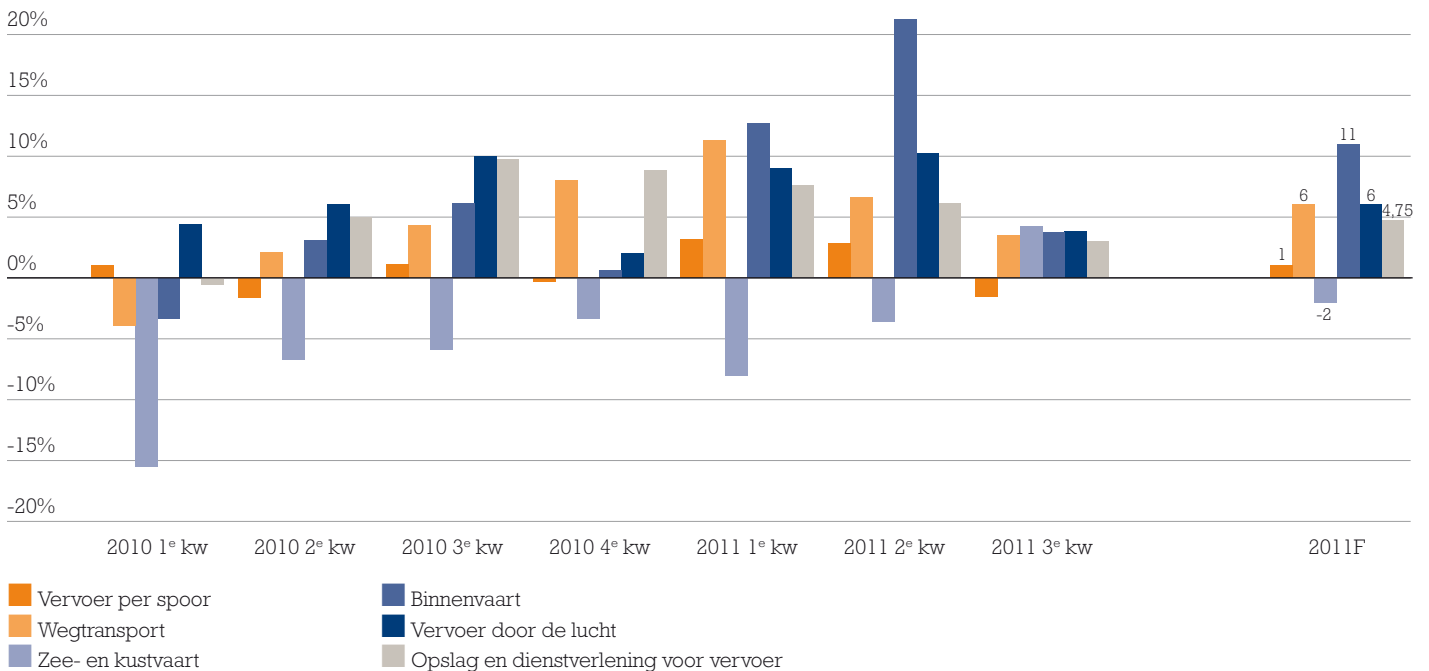
Figuur 1 Wereldhandel en export laten het afweten



■ Volume transport- en logistieksector in % j.o.j.
— Wereldhandel in % j.o.j.
— Nederlandse Export in % j.o.j.
— BBP (economische groei) in % j.o.j.

Bron: CBS, CPB, ING Economisch Bureau

Figuur 2 Omzetontwikkeling per kwartaal naar deelsector in % j.o.j.



Bron: CBS, ING Economisch Bureau

neerwaarts¹. Zorgelijk is dat de traditionele groeimotor van de economie – de export – het in tegenstelling tot vorig jaar laat afweten. Hier ondervindt Nederland veel hinder van en dat is voelbaar in de transportsector (figuur 1)

Transportvolume na omslag uit het goede spoor

Waar 2011 voortvarend van start ging met een gemiddelde volumegroei van 5,1% in het eerste kwartaal, heeft de verslechtering van het sentiment na de zomer voor een omslag gezorgd. De marktverandering komt op een moment dat de sector juist de opgaande lijn te pakken had. Dat het tot ver in 2011 nog relatief goed ging, blijkt uit de banengroei die anders dan in andere sectoren tot en met het derde kwartaal stand hield². Al met al komt de gemiddelde volumegroei over vorig jaar naar verwachting gemiddeld toch nog uit rond 2%.

Vooral zwakke vervoersvraag in eerste helft 2012

Begin 2012 kleurt het vooruitzicht volstrekt anders dan een half jaar eerder. De economische onzekerheid heeft ook het fundament voor de transportsector verzwakt. Mede doordat bedrijven voorraden terugschroeven, zal dit in de eerste helft van het jaar het sterkst voelbaar zijn. In lijn met

dit beeld zijn de vooruitzichten voor dit jaar bijgesteld en gaan we uit van een lichte volumekrimp van 0,8%. Het conjunctuurgevoelige vervoer door de lucht en over het water hebben het meest last van de terugslag. Al met al zorgen de verslechterde vooruitzichten ervoor dat het herstelpad dat na 2009 is ingeslagen zal worden verlengd.

Omzet stijgt nog flink in 2011...

Met dank aan een sterke start heeft de transport- en logistieksector het jaar 2011 naar verwachting met een gemiddelde omzetstijging van 4% afgesloten. De jaarresultaten zullen voor veel bedrijven dus nog meevallen. Los van de binnenvaart is vooral opvallend dat het wegvervoer – nog altijd de grootste deelsector – een sterk eerste jaarhelft kende. Hierdoor zal er voor deze markt een omzetgroei van ca. 6% uit de bus komen (figuur 2), waarmee de sector beter presteert dan verwacht.

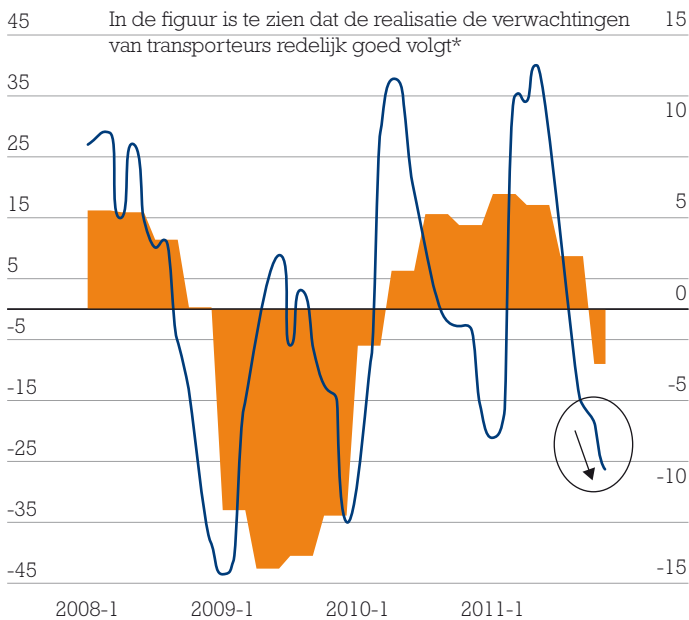
...maar dreigt te dalen in 2012

Dit jaar ziet het er een stuk somberder uit, wat blijkt uit de inschatting van bedrijven. De prijzen in de transport- en logistieksector hebben zich in het verleden sterk gevoelig getoond voor veranderingen in de economie. Aangezien de verwachting is dat vervoersprijzen hooguit zullen stabiliseren gaan we er vanuit dat de omzet een lichte krimp zal vertonen (-1%). Per werknemer gaat het hierbij om een daling van ca. € 1.500.

¹ In geval van een EMU-break-up scenario verslechteren de vooruitzichten sterk

² Bron: CBS

Figuur 3 Stemningsindicator omzet transport- en logistiekbedrijven



■ Ontwikkeling werkelijke omzet in % (rechter as)
 — Verwachte ontwikkeling omzet (volgende drie maanden) (linker as)

score: Het saldo is het verschil tussen antwoordpercentages toegenomen/groot/verbeterd en afgenomen/klein/verslechterd.

* De correlatie tussen omzet en verwachte omzet is 0,6

Bron: CBS

Prijseffect werkt extra hard door bij afnemende bedrijvigheid

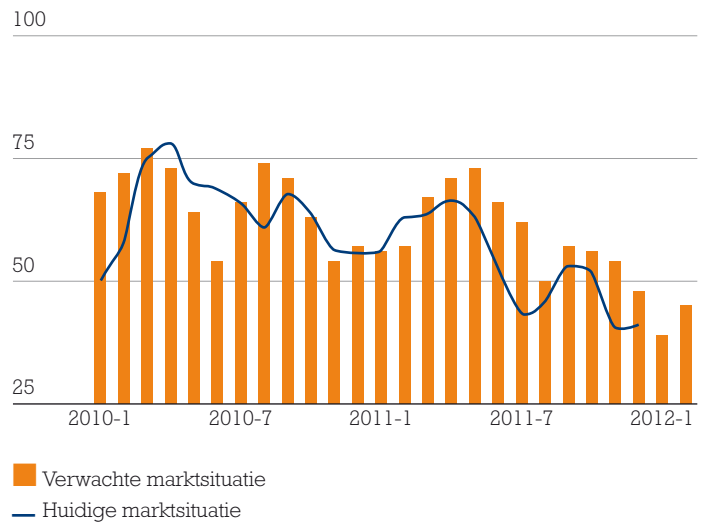
De ervaring leert dat vervoersprijzen gemiddeld doorgaans met 1 à 2 kwartalen vertraging reageren op een daling van de vervoersvraag. Aangezien de vervoersvraag na de zomer van vorig jaar in moeilijker vaarwater kwam, zal dit in het begin van dit jaar – traditioneel ook een moment voor nieuwe contractonderhandelingen – merkbaar gaan worden. Vervelend is dat de kosten van transporteurs deze verandering nauwelijks zullen volgen.

Inflexibele kosten maken efficiënte inzet van materieel en personeel in 2012 cruciaal

Afgezien van de relatief hoge kosten van huisvesting en materieel is het niet de verwachting dat de loonkosten een pas op de plaats maken³. Ook is de verwachting dat de brandstofkosten in 2012 onverminderd hoog zullen blijven. Hoewel de wereldeconomie afkoelt, blijven de geopolitieke risico's voor opwaartse prijsdruk zorgen, wat de tijdelijk

³ De looneis 2012 van FNV voor de CAO goederenwegvervoer is 2,5%

Figuur 4 Ook het vertrouwen van expediteurs* is weggezakt...



■ Verwachte marktsituatie
 — Huidige marktsituatie

* betreft onderzoek onder Europese expediteurs.

Bron: Danske bank

afnemende vraag naar olie compenseert. Het Centraal Planbureau voorziet voor 2012 een gemiddelde olieprijs van \$ 112, terwijl ook voor de toekomst van een aanhoudend hoog niveau wordt uitgegaan⁴. Dit betekent dat de brandstofkosten bij niet of onvoldoende afdekking druk zullen blijven uitoefenen op de resultatenrekening.

Dit alles heeft een negatief effect op de financiële positie van de transport- en logistiekbedrijven. Efficiënte inzet van personeel en materieel is het komende jaar dus cruciaal om het rendementsverlies te beperken. Gemiddeld is een achteruitgang in rendement naar verwachting niet te vermijden. Het Economisch instituut voor Midden- en kleinbedrijf (EIM) gaat voor de transportsector uit van een daling van het resultaat met gemiddeld 6,5% voor dit jaar. Voor veel bedrijven zal het zwaar worden om dit op te vangen, de reserves zijn immers erg gering.

In de tweede helft van deze publicatie volgt een verdieping naar deelsectoren

Wegvervoer

Wegvervoer heeft een relatief goed jaar achter de rug

Het wegvervoer heeft eigenlijk niet zo'n slecht jaar achter de rug. Dit is opvallend aangezien de detailhandelsverkoop – een indicator voor het distributievervoer – ook vorig jaar licht zijn gedaald. Vooral in de eerste helft van het jaar is de omzet van wegtransporteurs met 9% flink hoger uitkomen

⁴ Bron: IEA

Tabel 2 Volume ontwikkeling binnenlandse verladers

	2010	2011F	2012F
Bouw	-11,9%	3,8%	-2,0%
Industrie	6,0%	3,0%	-1,0%
Detailhandel (totaal)	0,1%	-1,0%	-0,5%
Supermarkten	1,6%	-0,5%	0,0%
Kledingwinkels	1,2%	-2,0%	-1,0%
Elektronicazaken	2,5%	3,0%	3,0%
Woninginrichting	-3,9%	-3,0%	-2,0%
Groothandel	6,6%	1,0%	0,0%

Bron: ING Economisch Bureau

dan in 2010. Een belangrijke verklaring hiervoor is dat de bouwsector (goed voor ca. 25% van de vervoersvraag) zich enigszins heeft kunnen herstellen (tabel 2). Daarnaast heeft ook het wegvervoer geprofiteerd van de exportgroei. Overigens zal de omzet na dit jaar nog wel zo'n 5% onder het piekniveau van 2008 blijven steken.

Negatieve trend vrachtprijzen tot staan gebracht...

Na twee jaar waarin de vrachtprijs het kostenniveau bij lange na niet kon bijhouden, is het een opsteker dat deze weerstand eindelijk is gebroken. Vorig jaar zijn transporteurs voor het eerst weer in staat geweest om de vrachtprijzen per saldo met 4% te verhogen. Hiermee is het gemiddelde rendement ook voor het eerst sinds jaren licht verbeterd en daarmee de negatieve trend tot staan gebracht⁵.

...maar 2012 wordt opnieuw uitdagend

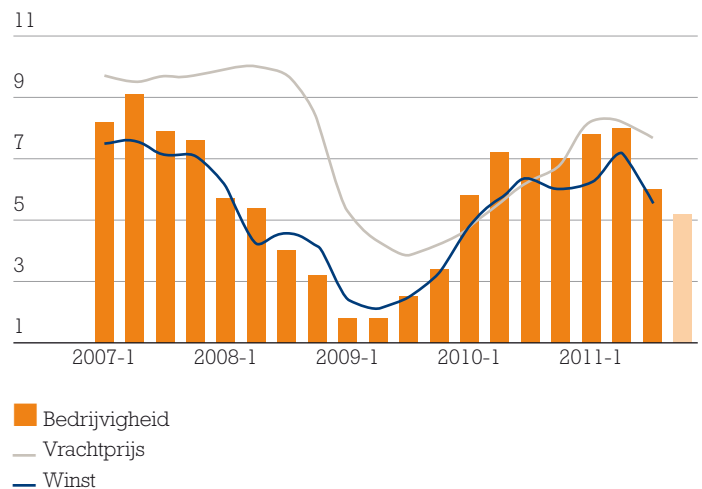
Een nieuwe vertrouwensbreuk bij consumenten heeft het distributievervoer naar winkels geen goed gedaan. Ook de bouwsector vertoont opnieuw krimp, die doorwerkt. Met name het eerste kwartaal zal daarmee jaar op jaar een forse terugslag te zien geven. Het sterke eerste kwartaal van vorig jaar speelt hierbij een rol, maar dit komt niet in de laatste plaats doordat de uitgaven van consumenten dan het meest zullen worden teruggeschroefd. Gezien het verleden staat dit ook bekend als het laagseizoen in het wegvervoer. Naar verwachting zullen de kosten in het wegvervoer over heel 2012 met zo'n 2% oplopen. Het zal lastig worden om dit door te berekenen aan opdrachtgevers.

Hersteld evenwicht tussen vervoersvraag en vloot maakt uitgangspositie sterker

Positief is dat de balans tussen vraag naar vervoersdiensten en aanbod van materieel medio 2011 vrijwel weer is hersteld. Dit blijkt ook wel uit de bezettingsgraad die een stijgende lijn heeft doorgemaakt.

⁵ Bron: NEA

Figuur 5 Stemningsindicatoren van het wegvervoer dalen weer



Bron: TLN

Box 1 Doorpakken in stedelijke distributie juist nu belangrijk

Ook buiten de filebestrijding blijven er knelpunten die aandacht vragen. Belangrijk voor het wegvervoer zijn het aanpakken van de hindernissen op het vlak van stedelijke distributie⁶. Na oplevering van het eind rapport van de ambassadeur stedelijke distributie dreigt stuurloosheid. Naast dat er milieuzones zijn, kan elke stad/gemeente nog altijd zijn eigen regels over bijvoorbeeld de maximumlengte en laad- en lostijden stellen. Over de hele linie leidt dit tot een piekbelasting in de ochtend, waarbij volgens schatting bovendien 30% te veel vrachtwagens worden ingezet. Hier is nog veel vooruitgang te realiseren, wat juist nu de nodige lastenverlichting kan geven voor transporteurs.

De uitgangspositie van het Nederlandse wegvervoer is daarbij aanzienlijk verbeterd en dat is gezien de tegenwind bemoedigend.

Afgenomen filedruk is zeer welkom

Iets wat de wegtransportsector het afgelopen jaar ook heel goed uitkwam is de afgenomen filedruk. Traditioneel is dit een grote plaaggeest die zich bovendien in een grote kostenpost vertaalt. Een combinatie van een afkoelende economie en de effecten van de spoedaanpak wegverbreding die

⁶ Dit thema kwam o.m. naar voren in het rapport '42 knelpunten rond het transport van goederen' van de commissie Noordzij.

onder het vorige kabinet is ingezet heeft ervoor gezorgd dat de filedruk in 2011 met maar liefst 27% is afgenomen⁷. Intelligente navigatiesystemen en tijdsindicatieborden langs de wegen dragen er daarnaast toe bij dat automobilisten bij stremming vaker een andere route nemen wat positief uitwerkt.

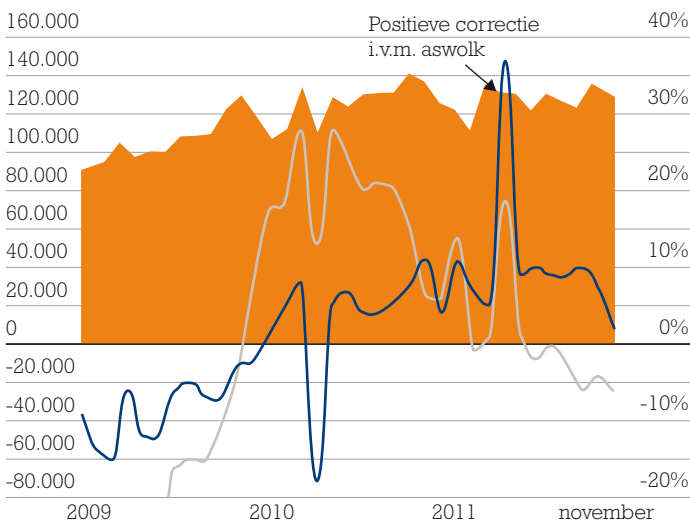
Waar het motto van de vorige minister verantwoordelijk voor verkeer benutten, beprijzen en bouwen was, legt de huidige minster vooral de nadruk op het laatste. Of het voortvarende beleid op het vlak van infrastructurele uitbreiding en verbetering in het huidige tempo kan worden voortgezet, is de vraag. Wel is de verwachting dat de filedruk dit jaar niet of nauwelijks zal oplopen, wat goed nieuws is voor het wegvervoer.

Luchtvervoer

Luchtvervoer temporeert en geeft de richting aan

Het vervoer door de lucht geldt als vroege logistieke indicator bij uitstek. Na de recessie in 2009 bleek dit duidelijk toen bedrijven voorraden sterk hadden afgebouwd en toch van het eerste herstel wilden profiteren. Aangezien juist de korte levertijden van het luchtvervoer onderscheidend zijn, vertaalde dit zich toen in een snelle marktverbetering. Sinds de zomer van vorig jaar duikt de groei van de goederen-

Figuur 6 Vroege indicator luchtvervoer wijst op een correctie



- Cargo overslag in ton
- Ontwikkeling cargo overslag j.o.j. (rechter as)
- Ontwikkeling passagiersaantallen j.o.j. (rechter as)

Bron: Schiphol, ING Economisch Bureau

⁷ Bron: ANWB

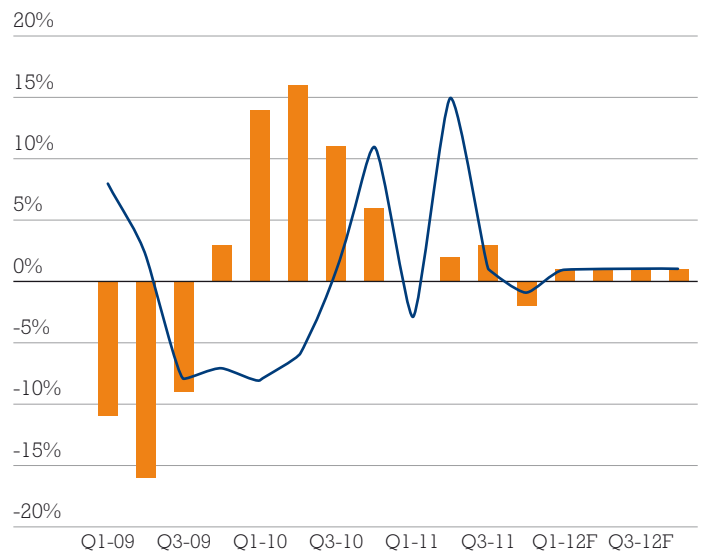
verslag op jaar basis weer onder nul (figuur 6), waarmee het luchtvrachtvervoer een voorloper is van de sector. Zo worden hoogwaardige elektronica- als computeronderdelen en chipmachines veelal via de lucht vervoerd. Dit zijn bij uitstek de producten waar een verandering in de vraag het eerst merkbaar is. Al met al is de verwachting dat het luchtvervoer in de tweede helft van 2012 weer in de groene zone belandt.

Vervoer over water

Zeehavens zien overslag stagneren

De overslag in de zeehavens geeft het tempo aan voor zowel het vervoer over water als over het spoor. Terwijl een licht dalend percentage van 66% van de overslag naar het achterland vervoerd wordt, stijgt het zee-zeevervoer, waarmee de Nederlandse zeehavens hun strategische ligging benutten. Met de stagenerende wereldhandel is ook de swung uit de havenoverslag. Zo heeft de Rotterdamse haven 2011 afgesloten met een stijging van krap 1%. Overigens is in contrast daarmee wel een nieuw overslagrecord van 433 miljoen ton neergezet. In de Amsterdamse haven is een overslaggroei van 3% gerealiseerd. Het zal een uitdaging worden om de overslag in de havens in 2012 vast te houden. In het vierde kwartaal daalde de Rotterdamse overslag voor het eerst sinds het voorjaar van 2009. Lichtpunt is dat de industriële productie van grootafnemer Duitsland zich in

Figuur 7 Goederenoverslag in de grootste Nederlandse zeehavens per kwartaal j.o.j.



- Totale aan-en afvoer j.o.j. Haven Rotterdam
- Totale aan-en afvoer Amsterdam excl. NZKH

Bron: Havenbedrijf Rotterdam/Amsterdam, Prognose ING Economisch Bureau

Tabel 3 Economisch belangrijke landen voor internationaal vervoer

	2011F	2012F	2013F
1. Duitsland	2,9%	0,4%	2,0%
2. België	0,2%	-0,4%	0,3%
3. Frankrijk	0,2%	-0,5%	1,0%
4. Verenigd Koninkrijk	1,0%	0,3%	2,1%
5. Italië	0,4%	-1,1%	0,2%

Bron: ING Economisch Bureau

vergelijking met andere landen relatief goed houdt (tabel 3). Dit beperkt de teruggang tegelijkertijd ook voor de binnenvaart en het spoor.

Zeevervoer in woelig water

Het traditioneel zeer conjunctuurgevoelige zeevervoer heeft een jaar van grote tariefdruk achter de rug. Na de snelle opleving vanaf eind 2009 kampt de sector opnieuw met de gevolgen van overcapaciteit. Aangezien rederijen schepen vaak grotendeels vol moeten hebben om winst te maken, zorgt dit voor verlies. Vooral voor containerschepen zijn er ten tijde van de opleving alweer veel nieuwe orders geplaatst, wat in combinatie met de sterke schaalvergroting een risico vormt voor de toekomst.

Met de schaalvergroting en de afkoelende economie is de kans groot dat de vaarschema's zich weer meer gaan concentreren op de grote havens. Hiervan kan Rotterdam profiteren. Ook ontstaan er daarmee meer kansen voor feederverkeer en andere kustvaart.

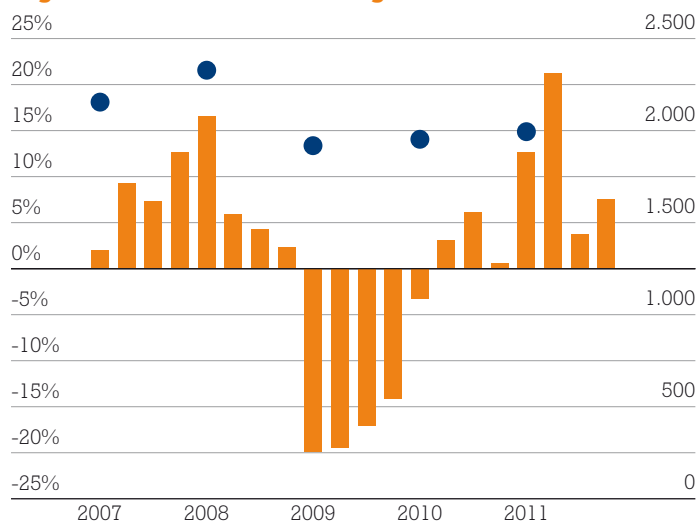
Op naar just-in time in zeevervoer?

Een interessant nieuw logistiek principe dat onlangs door de marktleider in de containervaart is geïntroduceerd, is het zogenoemde 'Daily Maersk'-concept. Hiermee garandeert de rederij dagelijkse aanloop voor het East-Westbound verkeer (Azië-Europa) en wordt een stap gedaan richting een grotere leveringsbetrouwbaarheid. Het wordt hiermee immers mogelijk om vertragingsschade te claimen. De constructie zal naar verwachting ook door andere rederijen overgenomen worden. Dit is een positieve ontwikkeling, aangezien het gevolg is dat de storende vertraging die tot meerdere dagen kan oplopen beperkt wordt. Hier profiteren ook logistieke ketenpartners van.

Laag water stuwt binnenvaartomzet...

Bedrijven in de binnenvaart hebben het afgelopen jaar een tegenstrijdige fase doorgemaakt. Terwijl de sector zich in een lastig parket van hardnekkige overcapaciteit, te hoge financieringskosten en te lage vrachtprijzen bevindt, zorgde een lange periode van laag water tijdelijk voor een aanzienlijke verbetering van de propositie. De capaciteit halveerde hierdoor op sommige trajecten, met een gunstig effect op

Figuur 8 Omzetontwikkeling en niveau Binnenvaart



■ Omzetontwikkeling (j.o.j)
● Omzetniveau * € 1 mln. (rechter-as)

Bron: CBS, ING Economisch Bureau

de overcapaciteit tot gevolg. Daarnaast ontvangen bedrijven laag watertoeslagen, wat de inkomsten deed verbeteren. Al met al heeft dit tot een omzetstijging van naar verwachting 11% geleid en is de penibele financiële positie iets verbeterd (figuur 8).

...maar duurzaam herstel komt niet dichterbij

Hoewel de prijsgedreven opleving verlichting bracht, is de situatie er structureel niet op vooruit gegaan. Met de achteruitgang van de industriële productie en normalisering van de tarieven zal de omzet in de eerste helft van dit jaar aanzienlijk lager uitvallen dan vorig jaar. Zo is de vloot (in tonnage) ook in 2010 en 2011 per saldo nog gegroeid waarmee de disbalans vooral onder grotere schepen groter dan 1.500 ton verder toeneemt. Al met al zorgt dit ervoor dat duurzaam herstel in de sector niet dichterbij komt

Voor meer een diepgaandere analyse van de binnenvaart, raadpleeg de sectorvisie binnenvaart die in het eerste kwartaal van 2012 verschijnt.

Spoorvervoer

Spoor groeit met de rem erop

Het spoorvervoer heeft het afgelopen jaar geprofiteerd van het lage water en de leveringsbetrouwbaarheid van de binnenvaart die daarmee onder druk kwam. Dit ondanks dat het grootste rangeerterrein van Nederland – De Kijfhoek – door een ongeval niet volledig kon worden benut. De omzet is op jaarbasis naar verwachting met 3 tot 4% gestegen. Waar mogelijk zijn verladers uitgeweken, maar

van een blijvende substantiële verschuiving van water naar spoor is geen sprake. Hiervoor is het spoor in veel gevallen nog geen volwaardig alternatief. Het beslag dat het personenvervoer op capaciteit legt, werkt beperkend. Bovendien wordt de ladingcapaciteit van de binnenvaart niet gehaald. Ook laat de liberalisering van de Europese spoormarkt nog te wensen over. Wel zijn er steeds meer treinverbindingen vanuit de zeehavens met het achterland.

Containervervoer per spoor heeft wel grote potentie

Met name op het vlak van containervervoer heeft de groei van het spoorvervoer zich doorgezet. Zo is de Betuwelijn het afgelopen jaar naar verwachting opnieuw flink in gebruik gegroeid en worden multimodale terminals in het achterland beter benut. Ook zullen de beide geplande railterminals op de Tweede maasvlakte ervoor zorgen dat het spoor vaker wordt ingezet⁸.

Logistieke dienstverlening

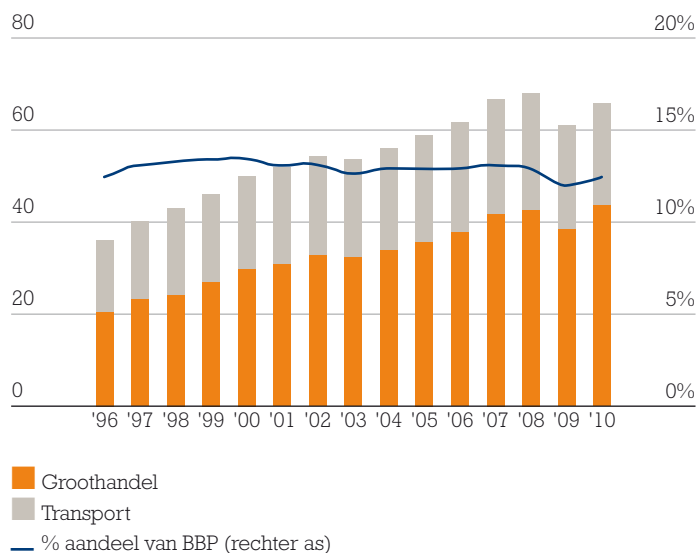
Warehousing is de ware groeimotor van transport & logistiek

Toekomstige groei in transport en logistiek moet in belangrijke mate komen van logistieke dienstverlening. Het gaat dan vooral om 'value added logistics'. Steeds meer traditionele transporteurs ontwikkelen zich tot bredere logistieke dienstverlener waarmee een hoger rendement kan worden behaald. Dit komt ook terug in de ambities van het nationale topteam logistiek. Vaak bieden bedrijven daarmee een totaaloplossing aan klanten. Het gaat dan om een reeks van activiteiten rondom het fysieke transport. Met de steeds verder gaande uitbesteding van logistieke activiteiten door de industrie heeft de dienstverlening zich verbreed. Opvallend is dat de echte logistieke groei van de afgelopen jaren te danken is aan de groothandel (waar warehousing in principe onder valt). Warehousing concentreert zich in Nederland met name in de regio Rijnmond, Noord-Brabant en Limburg, waar zich veel Europese distributiecentra (EDC's) bevinden.

Hogere toegevoegde waarde warehousing vertaalt zich in betere tarieven

Uitgedrukt in een aandeel van de economie werd de recente vooruitgang van de transport- en logistieksector vooral in de logistieke dienstverlening geboekt (figuur 9). De afgelopen vijf jaar is de omzet hier met 2,5% per jaar het sterkst gestegen (tegenover een sectorgemiddelde van 1,4%). In de praktijk blijkt met deze ontwikkeling de grens tussen groothandel en transport ook steeds verder te vervagen. De activiteiten worden verspreid over verschillende soorten bedrijven verricht.

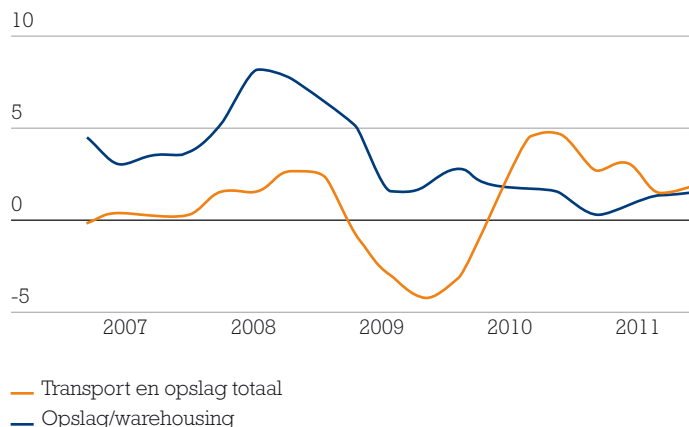
Figuur 9 Groei is vooral te vinden in de groothandel gerelateerde logistieke dienstverlening (ontwikkeling aandeel in % van BBP)



Bron: CBS

De betere prestaties van warehousing komen tot uitdrukking in de omzet- en prijsontwikkeling. Waar de prijzen in transport en logistiek sinds begin 2007 gemiddeld 0,9% per jaar zijn gestegen, was de groei van de tarieven in opslag/warehousing met 3,3% veel hoger (figuur 10). Dit geeft aan dat met deze activiteit structureel een hogere prijs wordt gerealiseerd en de winstgevendheid dus groter is.

Figuur 10 Prijsontwikkeling van opslag en warehousing op lange termijn bovengemiddeld



Bron: CBS

⁸ Zowel de nieuwe terminal Rotterdam World Gateway als de nieuwe APM terminal worden volgens planning uitgerust met een spoorterminal.

Meer weten?
Kijk op ING.nl/zakelijk
Of bel met

Rico Luman,
Sectoreconoom Transport
& Logistiek
020 563 98 93

Machiel Bode,
Sectormanager Transport
& Logistiek
020 652 20 75

Wilt u nieuwe publicaties per e-mail ontvangen?
Ga naar ING.nl/kennis

Disclaimer

De informatie in dit rapport geeft de persoonlijke mening weer van de analist(en) en geen enkel deel van de beloning van de analist(en) was, is, of zal direct of indirect gerelateerd zijn aan het opnemen van specifieke aanbevelingen of meningen in dit rapport. De analisten die aan deze publicatie hebben bijgedragen voldoen allen aan de vereisten zoals gesteld door hun nationale toezichthouders aan de uitoefening van hun vak. Deze publicatie is opgesteld namens ING Bank N.V., gevestigd te Amsterdam en slechts bedoeld ter informatie van haar cliënten. ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie is geen beleggingsaanbeveling noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. Deze publicatie is louter informatief en mag niet worden beschouwd als advies. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijke zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in dit rapport heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in dit rapport kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. ING Bank N.V. noch één of meer van haar directeuren of werknemers aanvaardt enige aansprakelijkheid voor enig direct of indirect verlies of schade voortkomend uit het gebruik van (de inhoud van) deze publicatie alsmede voor druk- en zetfouten in deze publicatie. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. In Nederland is ING Bank N.V. geregistreerd bij en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten.

De tekst is afgesloten op 23 januari 2011.

