

Visie op VS 2020

Group Economics
Financial Markets Research

14 februari 2020

Groei trekt niet aan ondanks handelsbestand

Bill Diviney
Senior Econoom
Tel.: +31 20 343 5612
bill.diviney@nl.abnamro.com

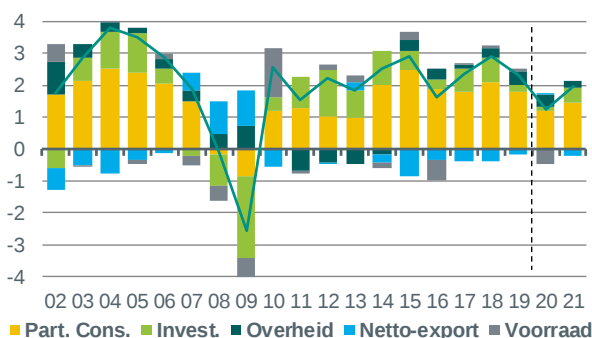
- De groei van de Amerikaanse economie zal dit jaar waarschijnlijk verder vertragen...
- ...doordat de zwakte in de industrie de consumptie en de dienstensector afremt
- De pauze in de handelsoorlog houdt waarschijnlijk wel stand tot de verkiezing in november, maar het risico van een hernieuwde escalatie daarna blijft boven de markt hangen
- Afgezien daarvan houdt de groeivertraging niet alleen verband met de handelsoorlog maar ook met het feit dat centrale banken het beleid maar beperkt hebben verruimd
- Het risico dat de inflatie afneemt pleit voor een nieuwe renteverlaging door de Fed. Beleid blijft in ieder geval verruimend
- De geschiedenis spreekt in het voordeel van een overwinning voor president Trump, maar het is nog vroeg en de democratische voorverkiezingen zijn nog maar net begonnen

Inleiding

De Amerikaanse economie is in 2019 sterk vertraagd en deze vertraging zet zich in 2020 voort. Voor een deel gaat het hierbij om de onvermijdelijke terugkeer naar

Zet u schrap voor een verdere vertraging in 2020...

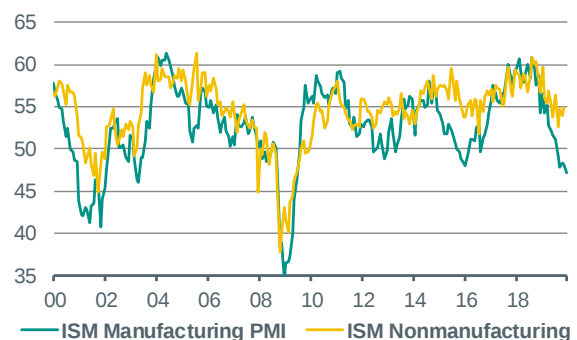
% j-o-j, jaarlijks gemiddelde, bijdrage in pp



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

...door zwakte in de verwerkende industrie

Index, >50 = groei, <50 = krimp



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

de trend, na een uitzonderlijk goede, door stimuleringsmaatregelen gevoede, ontwikkeling in 2018. Maar het is ook zo dat de mondiale vertraging van de industrie in de afgelopen twee jaar eindelijk - vertraagd - gevolgen begint te krijgen voor de verwerkende industrie. Ondanks het 'handelsbestand' met China, verwachten wij op korte termijn geen sterk herstel van de verwerkende industrie. De belangrijkste vraag met betrekking tot de vooruitzichten voor 2020 is daarom in welke mate de zwakke ontwikkeling in de verwerkende industrie (11% van het bbp) overslaat naar de veel grotere dienstensector (70% van het bbp).

Vertraging houdt niet alleen verband met de handelsoorlog

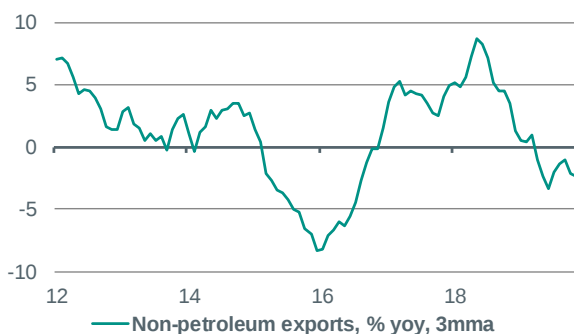
Na een sterke groei eind 2018, is de verwerkende industrie in de loop van 2019 dramatisch vertraagd en is er nu zelfs sprake van een contractie. Onze favoriete graadmeter voor de sector - en de beste indicator voor de bbp-groei - is de door het ISM samengestelde index voor de verwerkende industrie, de PMI. Nadat in augustus 2018 een top van 60,8 werd bereikt, kwam deze index volgens de meest recente cijfers in december uit op het laagste niveau in 10 jaar: 47,2.

Hoewel er sprake is van een aantal 'bijzondere factoren', zoals de verlaging van de productie van de Boeing 737 MAX (die in 2020 een negatief effect van 0,2-0,3 pp gaat hebben op de bbp-groei), doet de zwakte zich voor in alle segmenten van de verwerkende industrie. De zwakte is in overeenstemming met de export, die tevens in mei 2018 een piek liet zien en sindsdien met ruim 5% is afgenomen.

Wat is de oorzaak van deze zwakke ontwikkeling? De meest voor de hand liggende boosdoener is de handelsoorlog. Deze begon echt op gang te komen in 2018 en de VS heeft de protectionistische maatregelen gestaag opgevoerd, vooral waar het China betreft. Inmiddels geldt voor de helft van de invoer uit China een heffing van 15-25%. Hierdoor is de handel tussen de beide landen in de afgelopen 18 maanden sterk afgenomen. De invoer vanuit China was in november 30% lager dan op het hoogtepunt, terwijl de uitvoer naar China met 26% is afgenomen. Het percentage van de totale invoer dat afkomstig is uit China is inmiddels gedaald naar 17%, het laagste niveau sinds 2012. Dit wijst op een opmerkelijke ontkoppeling van de twee grootste economieën ter wereld.

Export krimpt...

% j-o-j, 3mma



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

...en het aandeel van de Chinese import is ingestort

Aandeel goederen uit China in totale import (%)



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

Maar hoewel de handelsoorlog duidelijk een belangrijke factor is, is het misschien te simpel om te stellen dat de mondiale verzwakking van de industrie hier volledig aan te wijten is. Zoals we hebben gezien in de eurozone in 2018, begon de mondiale verwerkende industrie immers al te verzwakken voordat de handelsoorlog uitbrak. Destijds werd de zwakte toegeschreven aan de schuldafbouw in China. De krappe financiële omstandigheden in China, in combinatie met de verkrapping van het monetaire beleid van de Fed zelf, heeft volgens ons ook een rol gespeeld bij de verzwakking van de mondiale industrie. De centrale banken hebben hun beleid sindsdien weliswaar versoepeld, maar de geboden verruiming was minder groot dan die welke in het verleden heeft gezorgd voor een sterk herstel. Dit punt is cruciaal, want als onze belangrijkste aanname zou zijn dat de handelsoorlog de belangrijkste oorzaak is van de vertraging, dan zou het realistisch zijn om na de recente détente tussen de VS en China uit te gaan van een groeiherstel - of zelfs een sterke opleving. Het feit dat de mondiale financiële omstandigheden nog steeds niet heel erg soepel zijn, is een van de twee hoofdredenen waarom wij verwachten dat de groei wereldwijd bescheiden blijft en, in het bijzonder in de VS, nog verder gaat vertragen.

Heffingen blijven een bedreiging

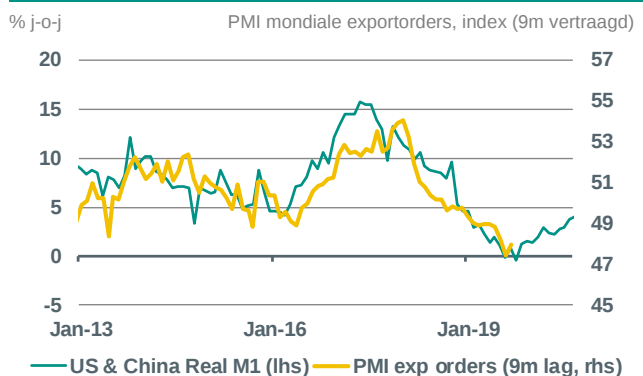
De andere hoofdreden waarom we geen sterk herstel verwachten, is dat de handelsoorlog zelf volgens ons nog lang niet voorbij is. Het recente Fase één-akkoord met China betekent dat de invoerheffingen slechts in beperkte mate worden teruggedraaid. Voor een eventuele verdere vermindering van invoertarieven zullen we waarschijnlijk moeten wachten tot na de presidentsverkiezingen in november. De twee partijen gaan dan beoordelen hoeveel voortgang er is geboekt met betrekking tot de voorwaarden van het akkoord (in het bijzonder of China zich heeft gehouden aan de belofte om de import vanuit de VS op te voeren - en daarmee het bilaterale handelstekort te verminderen). Tegelijkertijd kunnen er ook nieuwe fronten ontstaan in het strijdustige Amerikaanse handelsbeleid, vooral richting Europa. Het belangrijkste risico hier is dat de VS vergeldingsmaatregelen neemt na de invoering van een belasting op digitale diensten door Frankrijk. De VS en de Franse autoriteiten lijken een tussentijds compromis te hebben bereikt, waardoor de heffingen worden uitgesteld tot het eind van dit jaar. Voorwaarde hiervoor is echter dat de OESO

Investerings blijven waarschijnlijk zwak



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

Krappe financiële omstandigheden spelen ook een rol



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

komt met een raamwerk dat ervoor zorgt dat techgiganten worden belast op een manier waar alle partijen zich in kunnen vinden. Dit is geen eenvoudige opgave.

Als de VS de dreiging om een heffing in te stellen doorzet, zou dit niet uitsluitend kunnen gelden voor Franse producten, omdat Frankrijk deel uitmaakt van de EU. Wel kunnen de heffingen worden gericht op goederen die voornamelijk afkomstig zijn uit Frankrijk, zoals kaas en wijn. Het Verenigd Koninkrijk is van plan in april een vergelijkbare belasting in te voeren en kan ook het slachtoffer worden van dergelijke heffingen - juist nu het land een handelsakkoord met de VS moet gaan sluiten om het dreigende verlies van toegang tot Europese markten te compenseren. Al met al verwachten we weliswaar dat de investeringen zich in de tweede helft van dit jaar iets gaan herstellen. Maar de kwetsbaarheid van het akkoord tussen de VS en China - en de kans op nieuwe bronnen van onzekerheid over het handelsbeleid - houden het ondernemersvertrouwen en de uitgaven aan kapitaalgoederen waarschijnlijk onder druk.

Zwakke verwerkende industrie remt ook de dienstensector af

In hoeverre de zwakte binnen de verwerkende industrie overslaat naar de dienstensector is de belangrijkste onzekerheid voor 2020. De verwerkende industrie is nu een relatief klein onderdeel van de economie en vertegenwoordigt slechts 11% van het bbp. Dit geeft echter de indruk dat deze sector minder belangrijk is voor de conjunctuur dan in werkelijkheid het geval is. Als er zich geen schokken voordoen, is de groei binnen de dienstensector over het algemeen stabiel. Het is meestal de verwerkende industrie die ervoor zorgt dat de groei onder of boven het trendmatige niveau uitkomt. Maar wat is het mechanisme dat ervoor zorgt dat zwakte binnen de verwerkende industrie kan leiden tot een tragere groei binnen de dienstensector? Er zijn twee hoofdroutes: 1) een tragere groei van het aantal banen binnen de verwerkende industrie drukt de consumptie, en 2) een zwakkere groei van de segmenten van de dienstensector die zijn gerelateerd aan geproduceerde goederen (bijvoorbeeld onderhoudscontracten voor kapitaalgoederen/machines).

Tragere banengroei gaat consumptie afremmen

Banen buiten de agrarische sector, gemiddelde maandelijkse verandering



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

Consumenten kunnen spaargeld inzetten

Procent van het beschikbare inkomen



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

Vooral ten aanzien van de banengroei zijn er al tekenen dat de zwakte binnen de verwerkende industrie heeft geleid tot een vertraging van de groei. De totale

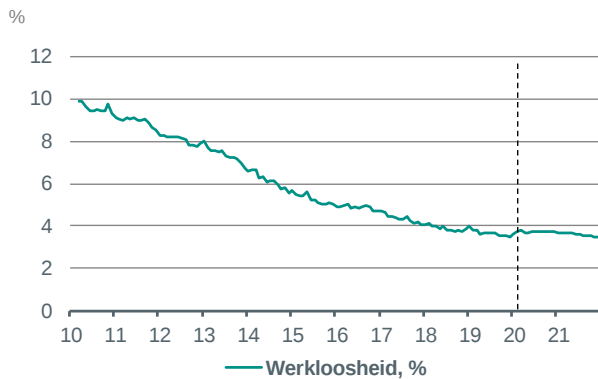
banengroei stort weliswaar niet in, maar is in 2019 wel aanzienlijk vertraagd na een uitstekend 2018: de gemiddelde maandelijkse toename is afgenomen van +223.000 in 2018 naar +176.000 in 2019. Van die 47.000 banen waarmee de groei is afgenomen, betreft verreweg het grootste deel de verwerkende industrie (waar de toename afnam van +53.000 naar +15.000), terwijl het aantal nieuwe banen in de dienstensector veel minder sterk terugliep (van +171.000 naar +161.000). De vertraging van de banengroei in combinatie met stagnerende loongroei drukt nu de totale inkomensgroei. Hoewel consumenten voldoende ruimte hebben om hun spaargeld te gebruiken om de vertragende inkomensgroei op te vangen - en de mate waarin dit gebeurt is een belangrijk punt van onzekerheid - gaan we in ons basisscenario uit van een tragere consumptiegroei in 2020.

Herstel huizenmarkt zet weinig zoden aan de dijk

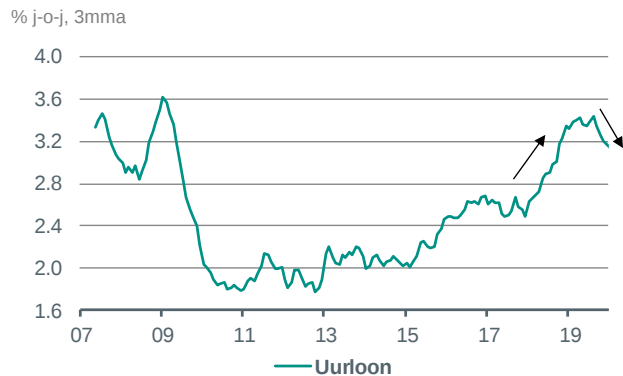
Een van de lichtpuntjes binnen een over het algemeen afzwakkende economie wordt gevormd door de investeringen in woningen, die zijn gestimuleerd door de renteverlagingen door de Fed. Vooral de woningsector herstelde zich langzaam na de grote recessie, gegeven dat de aanzet tot de crisis werd gegeven door het uiteenspatten van de luchtbel op de huizenmarkt. Sinds de terugkeer van de Fed naar een ruimer monetair beleid eind 2018, is de hypotheekrente echter met ruim een procentpunt gedaald. Hierop heeft de woningmarkt snel gereageerd. De woningverkopen zijn sterk toegenomen en de woningbouw trekt aan. Terwijl we vroeger konden rekenen op de huizenmarkt als groeiaanjager, is het belang van deze sector voor de economie sinds de crisis sterk afgenomen. Voor de crisis bereikte de bijdrage van deze sector aan het bbp in 2005 een recordniveau van 6,7%, maar in het derde kwartaal van 2019 waren de investeringen in woningen nog goed voor slechts 3,7% van het bbp. Ook als we uitgaan van een zeer hoog groeitempo - laten we zeggen 10% (onze prognose is een voorzichtige 2,5%) - dan voegt dit nog steeds maar 0,1- 0,2% toe aan het totale bbp.

Zwakkere groei betekent een zwakkere arbeidsmarkt...

Al met al verwachten we dat de bbp-groei in 2020 weer een stapje terug neemt en daalt naar 1,3%, vergeleken met 2,3% in 2009 (wat ook al een significante vertraging betekende ten opzichte van het tempo van 2,9% in 2018). Een dergelijke vertraging impliceert ook een verdere verzwakking van de arbeidsmarkt. Hier verwachten we een daling van de gemiddelde banengroei van +176.000 naar +125.000, gevolgd door een herstel naar +153.000 in 2021. Onze prognose voor 2020 impliceert de zwakste uitkomst sinds 2010, en hoewel we verwachten dat een stijging van de werkloosheid wordt voorkomen door de verwachte stagnatie van de arbeidsparticipatie (die zich de afgelopen jaren niets heeft aangetrokken van de demografische ontwikkeling), verwachten we wel dat de zwakkere arbeidsmarkt de loongroei in bedwang houdt. De loongroei is in het afgelopen jaar inderdaad al vertraagd van een top van 3,4% op jaarbasis in februari naar 2,9% in december. Hoewel we niet uitgaan van een verdere vertraging van de loongroei, verwachten we wel dat de door ons verwachte daling van de banengroei - en een over het algemeen stabiel werkloosheidspercentage - voorkomt dat de loongroei weer aantrekt.

Werkloosheid blijft stabiel op een laag niveau

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

Loongroei neemt af

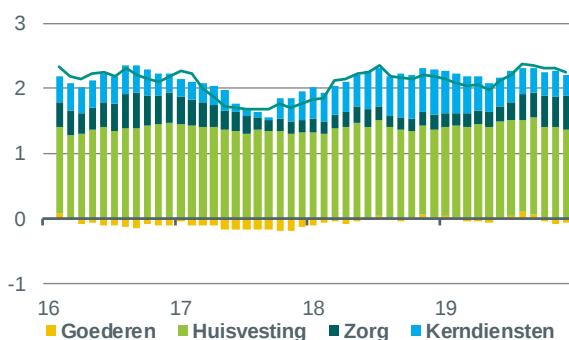
Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

...en neerwaartse risico's voor inflatie

Vertragende groei en vooral vertragende loongroei leveren een neerwaarts risico's op voor de inflatieverwachtingen, precies op een moment dat de meer betrouwbare bronnen van steun voor de inflatie lijken af te brokkelen. Met name de ontwikkeling van de component huisvesting (dat wil zeggen de huisvestingskosten) van de inflatie is in het afgelopen jaar dramatisch gedaald. Deze component daalde van een top van 4,2% 3 maanden-op-3 maanden in mei, naar slechts 2,3% in december - het laagste niveau sinds maart 2013. Dit is significant, want een boven-trendmatige stijging van de huisvestingskosten heeft de inflatie gedurende het grootste deel van de periode sinds de crisis in de buurt van (maar nog wel iets onder) de doelstelling gehouden. Dit komt doordat huisvesting een groot gewicht heeft binnen de indices voor de kern-CPI (42%) en - in mindere mate - de kern-PCE (18%). De recente afzwakking van de stijging van de prijzen van huisvesting komt nog niet tot uiting in de inflatie op jaarbasis. De kern-CPI bedroeg in

Huisvesting is een belangrijke bron van steun voor de kerninflatie...

Bijdrage aan kerninflatie in pp



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

...maar het momentum neemt hier snel af

CPI huisvesting, % 3m/3m saar



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

december 2,3% op jaarbasis. Houdt deze verzwakking aan, dan gaat de kerninflatie in de komende maanden waarschijnlijk dalen, naar 1,8% op jaarbasis tegen het eind van het jaar – en is het risico aanwezig dat het cijfer nog lager uitkomt.

Nog één renteverlaging door de Fed

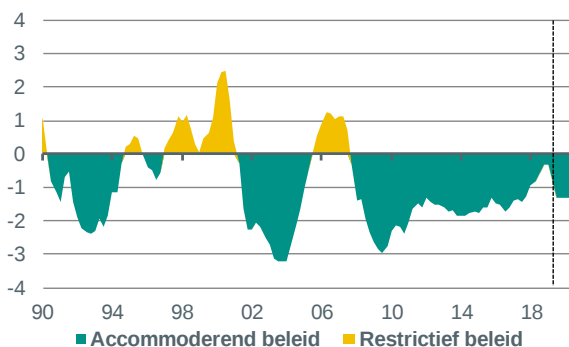
Hoewel de inflatie niet de belangrijkste reden is geweest voor de renteverlagingen door de Fed, is een lagere inflatieverwachting wel een extra reden om verder te verruimen. Ons basisscenario is dat de Fed de rente 'voor de zekerheid' nog één keer verlaagt, waardoor de beoogde bandbreedte voor de Fed funds rate medio dit jaar uitkomt op 1,25-1,50%. De functionarissen van de Fed - zelfs de vriendelijker gestemde FOMC-leden - geven op dit moment aan dat ze over het algemeen tevreden zijn met het huidige beleid. Onze groeiprognose is echter aanzienlijk lager dan de gemiddelde raming van de leden van de FOMC (1,3% tegenover 2,0%) en wij verwachten dat een tragere groei gaat zorgen voor andere ideeën over het beleid naarmate de cijfers die naar buiten komen zwakker worden.

Herziening beleidsraamwerk: meer tolerantie voor inflatie boven de doelstelling?

Cruciaal voor het beleid op langere termijn is de huidige herziening van het raamwerk door de Fed. De uitkomst van de herziening wordt in de eerste helft van 2020 gepubliceerd en kan betekenen dat de huidige inflatiedoelstelling van 2% wordt aangepast. Het lijkt onwaarschijnlijk dat de Fed overgaat tot zoiets radicaals als een op het prijsniveau gericht beleid. Dit zou overmatig prescriptief zijn, doordat het zou inhouden dat de Fed dan 'goed moet maken' dat de inflatie in het verleden is achtergebleven bij de doelstelling of hier voorbij is geschoten. Het is echter mogelijk dat de Fed een gemiddelde inflatiedoelstelling gaat hanteren. Afhankelijk van hoe dit wordt geïmplementeerd, kan dit een significante verandering betekenen. En minder ambitieuze verandering zou zijn dat de Fed een bandbreedte als inflatiedoelstelling gaat toepassen. Wat de Fed ook besluit, het doel zal zijn om expliciet te maken dat de centrale bank even tolerant is met betrekking tot een inflatie die hoger uitkomt dan beoogd, als ten aanzien van een achterblijvende inflatie. Het is nog steeds onduidelijk waarvoor de commissie gaat kiezen. Uit de notulen kan al wel worden opgemaakt dat waarschijnlijk geen enkele verandering op korte termijn resulteert in een beleidsmaatregel, maar dat de Fed er wel van zal worden weerhouden om de rente te verhogen als de inflatie tijdelijk boven de doelstelling uitkomt. De Fed hoopt waarschijnlijk dat een dergelijke stap de afzwakkende inflatieverwachtingen gaat aanwakkeren, waardoor vervolgens de neutrale rente stijgt en de centrale bank meer beleidsruimte krijgt om een toekomstige neergang tegen te gaan.

Monetair beleid blijft waarschijnlijk verruimend

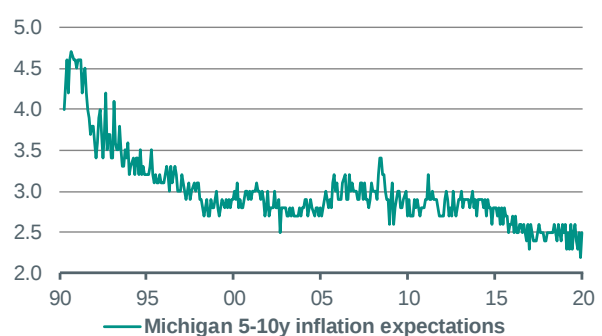
Fed funds rate, pp boven of onder raming neutrale rente (NY Fed)



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

Inflatieverwachtingen kunnen een impuls gebruiken

Inflatieverwachtingen, % j-o-j



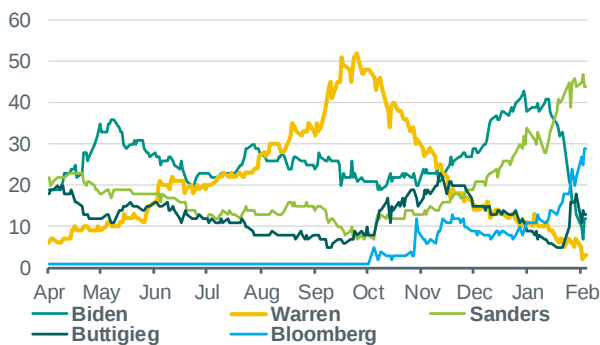
Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

Verkiezing 2020: Sanders, Bloomberg en Buttigieg gaan aan kop

De presidentsverkiezing gaat plaatsvinden over een maand of negen, op 3 november. Voor de financiële markten wordt het waarschijnlijk medio dit jaar interessanter. Na de voorverkiezingen en caucuses die in de komende maanden worden gehouden, zou dan duidelijk moeten zijn wie de Democratische kandidaat wordt. De kansen van Joe Biden zijn een stuk minder geworden, nadat hij slecht scoorde tijdens de caucus in Iowa en de voorverkiezing in New Hampshire. Volgens de bookmakers heeft hij nu nog slechts een kans van 7%. Daarentegen zijn de kansen voor Bernie Sanders, Michael Bloomberg en Pete Buttigieg om de nominatie te winnen een stuk verbeterd. Volgens opiniepeilingen heeft Bloomberg de meeste kans om Trump te verslaan, hoewel de uitslag waarschijnlijk weer even spannend wordt als in 2016. Ondanks (of misschien zelfs dankzij) de impeachmentprocedure tegen president Trump, is diens waarderingscijfer volgens RealClearPolitics in de afgelopen maanden zelfs iets verbeterd, van -12 punten begin november naar -7 punten in de eerste weken van 2020.

Joe Biden en Bernie Sanders doen het weer beter

Impliciete kans op nominatie van de Democratische kandidaten, %



Bron: PredictIt.org, Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

Trump's populariteit is iets toegenomen

Netto waarderingscijfer, %



Bron: RealClearPolitics, Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

Zittende president wordt meestal herkozen

Hoewel het waarderingscijfer van president Trump op dit moment iets lager is dan dat van president Obama en president Bush jr. voordat zij werden herkozen, is het in het verleden zelden gebeurd dat een president niet werd herkozen. Meestal worden presidenten niet herkozen wanneer het land een recessie heeft doorgemaakt. De laatste keer dat dit gebeurde was met George Bush sr. in 1992, toen de VS net uit een recessie kwam. Omdat wij er in onze basisscenario niet vanuit gaan dat de VS dit jaar in een recessie terechtkomt, lijkt het op dit moment iets waarschijnlijker dat president Trump wordt herkozen.

Grootste risico voor markten als een linkse kandidaat president wordt

De verkiezing is van belang voor de vooruitzichten op middellange en lange termijn. Dit geldt vooral voor de consequenties voor multilaterale instellingen zoals de WHO en de toekomst van het Klimaatakkoord van Parijs (zie de nieuwste [Global Monthly](#)). Tijdens onze prognoseperiode (tot eind 2012) blijven de gevolgen van de verkiezing voor de groei waarschijnlijk echter beperkt. De splijting in het Congres (d.w.z. de Democraten hebben de meerderheid in het Huis van Afgevaardigden, de Republikeinen in de Senaat) maakt het heel onwaarschijnlijk

dat er vóór de verkiezing stimuleringsmaatregelen worden genomen en na de verkiezing gaat het enige tijd duren voordat eventueel nieuw beleid macro-economisch effect heeft. Na 2021 betekent het ontbreken van ongerustheid over grote tekorten aan beide kanten van de politieke kloof dat de economie op een of andere manier extra gestimuleerd gaat worden (in het geval van Trump door nieuwe belastingverlagingen en in het geval van een Democratische president door hogere uitgaven aan infrastructuur). Nu de financiële markten gewend zijn geraakt aan het onvoorspelbare en strijd lustige handelsbeleid van president Trump, is het grootste risico misschien wel dat een linkse kandidaat zoals Bernie Sanders de democratische nominatie wint en vervolgens wordt gekozen tot president. In dat geval zullen de markten negatief reageren op de kans dat de belastingen worden verhoogd en strengere regelgeving wordt ingevoerd. Op dit moment lijkt een dergelijk scenario relatief onwaarschijnlijk, maar er kan nog van alles gebeuren.

Belangrijkste prognoses voor de Verenigde Staten

	2017	2018	2019	2020e	2021e
Economische vooruitzichten (% j-o-j)					
Bbp	2,4	2,9	2,3	1,3	2,0
- Particuliere consumptie	2,6	3,0	2,6	1,8	2,1
- Investerings vaste activa	4,2	4,6	1,3	0,6	2,7
- Netto uitvoer (bijdrage in pp)	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	-0,2
Inflatie (CPI)	2,1	2,4	1,8	1,9	1,8
- Kerninflatie (CPI)	1,8	2,1	2,2	2,0	1,9
- Kerninflatie (PCE)	1,6	1,9	1,6	1,8	1,8
Wereldhandel	4,3	4,0	0,0	1,0	2,0
Rente en wisselkoersen (ultimo)					
Fed funds rate (bovengrens)	1,50	2,50	1,75	1,50	1,50
3m-Libor	1,7	2,9	1,7	1,6	1,6
10-jaars rente	2,41	2,68	1,92	1,90	1,90
EUR/USD	1,20	1,15	1,12	1,16	1,20
USD/JPY	113	112	109	112	116
WTI olie (USD/vat, p.j.)	60,4	65,8	61,1	55,0	60,0

Bron: ABN AMRO Group Economics

Meer informatie over Group Economics vindt u op: <https://insights.abnamro.nl/en/>

DISCLAIMER

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

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

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

Alle rechten voorbehouden