

Global Monthly

Sandra Philippen, Chief Economist

sandra.phlippen@nl.abnamro.com

Dreigt de eurozone de aansluiting te verliezen?

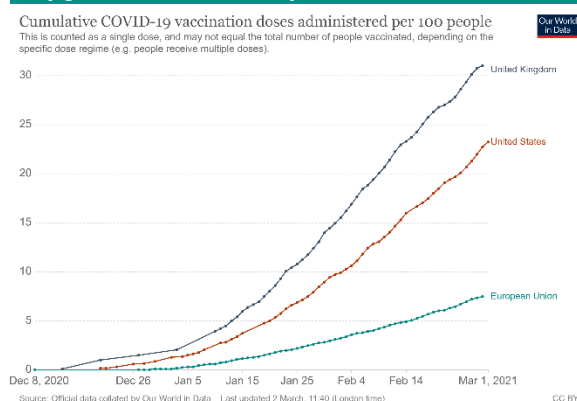
Het startpunt van het economisch herstel is vooral een kwestie van vaccinatiesnelheid, tenminste zolang nieuwe virusmutaties gevoelig blijven voor bestaande vaccins. Ons nieuwe basisscenario gaat ervan uit dat onze economieën tegen de zomer weer open kunnen gaan en het duurzaam herstel kan beginnen. Omdat er rondom het virus en de vaccinaties nog veel onzekerheid is – zo kondigde President Biden vandaag een enorme productieverhoging van vaccins aan waarmee de VS al in mei groepsimmuniteit zou bereiken –, hebben wij twee alternatieve scenario's uitgewerkt. In deze alternatieve scenario's gaan we eerder of juist later weer open. In het kielzog daarvan vallen tweede ronde effecten zoals bedrijfsfaillissementen en werkloosheid lager-, of juist hoger uit.

Het einde van de crisis is dus in zicht, maar er begint zich een divergentie af te tekenen in het herstelpad van de grootste economieën. De pandemie sloeg wereldwijd weliswaar op nagenoeg eenzelfde manier toe, de gevolgen voor het herstelvermogen zijn nogal verschillend.

Die verschillen zijn met name terug te voeren tot beleidskeuzes. Beleidskeuzes over de omgang met de gezondheidscrisis, fiscale steun aan consumenten en ondernemers en ten slotte beleidskeuzes van centrale banken.

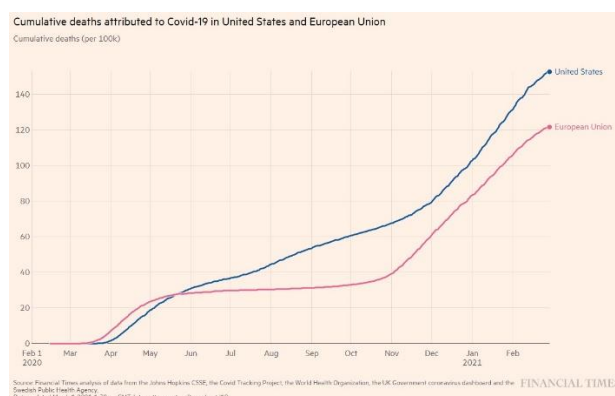
De Chinese overheid heeft duidelijk de strengst denkbare lockdown geïnstalleerd, terwijl de Amerikaanse samenleving sinds de tweede golf van besmettingen nauwelijks nog bereid is om restricties op te leggen. Op het terrein van fiscale steun neemt de VS juist het voortouw met (in procenten bbp) ruim tweemaal zoveel fiscale steun als Europa. Uiteraard zijn ook tal van andere factoren van invloed op de economische impact van het virus en het herstelvermogen daarna: de afhankelijkheid van toerisme, de digitale infrastructuur, de angst voor besmetting en de bereidheid en de snelheid van het vaccineren.

Opgetelde vaccinaties per 100 mensen



Bron: Our World in Data

Opgetelde overlijdens per 100.000 mensen



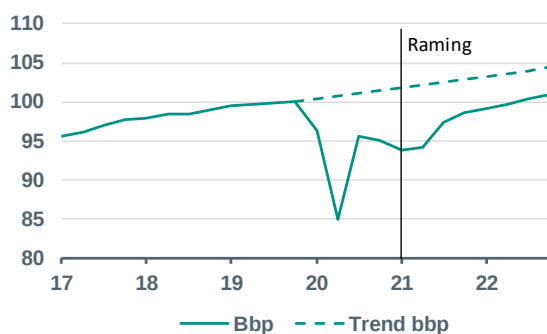
Bron: Financial Times

Het gevolg van al deze verschillen is een sterke divergentie in het herstelpad uit de crisis. De eurozone dreigt daarbij achterop te raken. De lockdown waarin Europa zich momenteel nog steeds bevindt veroorzaakt vooral op de korte termijn veel economische schade: in 2020 bijna twee keer zo veel (-6,8%) dan de schade aan de Amerikaanse economie (-3,5%). Het virus zelf sloeg in termen van het aantal dodelijke slachtoffers (per 100.000 inwoners) juist fors zwaarder toe in de VS. De Chinese overheid heeft relatief kort maar zeer krachtig ingegrepen op de verspreiding van het virus. De economie van China is de krimp van begin 2020 al grotendeels te boven en groeide eind 2020 zelfs alweer harder dan voor de pandemie. Voor 2021 en 2022 verwachten wij in de eurozone respectievelijk 3,3% en 4,2% groei.

De Amerikaanse economie zal in 2021 en 2022 met circa 5,8% en 4,1% groeien. Een wezenlijk verschil! Hiermee kan de Amerikaanse output gap zelfs al eind 2021 sluiten, terwijl het welvaartsniveau van de eurozone zelfs eind 2022 nog 3,3 procent onder het potentiële niveau ligt. Aan dit verschil liggen naast de wezenlijk andere aanpak van het virus en onderliggende structuurverschillen, met name de beleidsverschillen in fiscale stimulering ten grondslag. Zowel de orde van grootte (ongeveer 8 procent van het eurozone bbp versus ongeveer 15 procent van het Amerikaanse bbp) als ook de aard van fiscale steun doen er toe. In de VS vallen vooral de vraagstimulering (denk aan de beroemde checks) op, terwijl in de meeste Eurozone landen vooral balanssteun wordt verleend aan ondernemers op voorwaarde van het in dienst houden van personeel.

Eurozone output gap

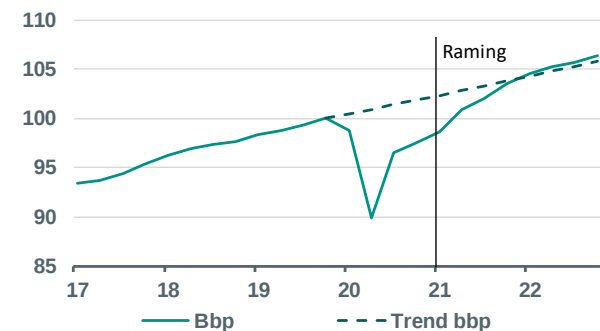
Index, 19Q4=100



Bron: Refinitiv, ramingen ABN AMRO Economisch Bureau

VS output gap

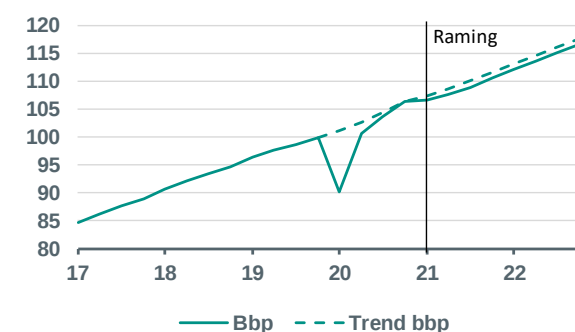
Index, 19Q4=100



Bron: Refinitiv, ramingen ABN AMRO Economisch Bureau

China output gap

Index, 19Q4=100



Bron: Refinitiv, ramingen ABN AMRO Economisch Bureau

Basisscenario

Eurozone & Nederland:

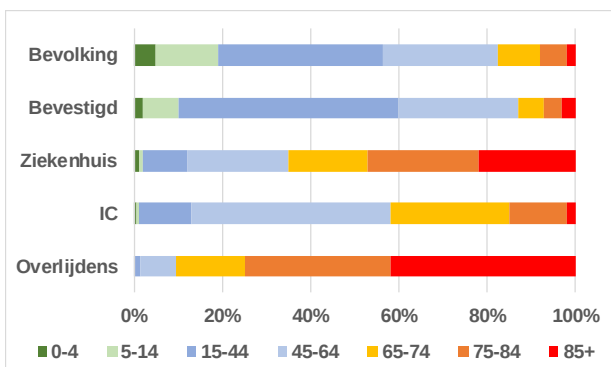
Vaccin versus varianten: later maar dan sneller..

In ons basisscenario gaan wij ervan uit dat lockdown restricties in de eurozone tot juni zullen aanhouden, zo'n 2 maanden langer dan wij eerder hadden ingeschat. Hoewel activiteiten, zoals scholen, die op de korte termijn weinig economische impact hebben mogelijk al eerder open kunnen, gaan wij ervan uit dat niet-essentiële winkels, horeca en andere economische activiteiten vanaf de zomer weer helemaal open gaan. Deze aanname is gestoeld op een aantal argumenten. Om te beginnen veronderstellen wij dat sinds het uitbreken van de crisis restricties zullen aanhouden totdat voldoende mensen gevaccineerd zijn. Dit is om capaciteitsproblemen in ziekenhuizen te voorkomen. De komst van besmettelijkere varianten van het virus zorgt ervoor dat ook besmetting onder mensen van middelbare leeftijd tot capaciteitsproblemen in ziekenhuizen kunnen leiden. De grootste leeftijdsgroep corona-patiënten op intensive care is tussen de 46 en 64 jaar oud (zie figuur). We gaan ervan uit dat restricties veilig kunnen worden versoepeld zodra de helft van de 50-plussers gevaccineerd is, aangezien dit de intensive care capaciteit grotendeels ontlast. Zodra dit veilig kan, zullen restricties sneller kunnen worden afgebouwd dan wij eerder aannamen. Met een werkend vaccin zijn de risico's van een heropleving van het virus – zoals we na afgelopen zomer zagen - beperkt.

De snelheid van vaccineren is dus cruciaal en hoewel sommige landen wat eerder van start zijn gegaan dan anderen, ligt het vaccinatietempo ongeveer gelijk.

Waarom is het belangrijk dat 50+ is ingeënt?

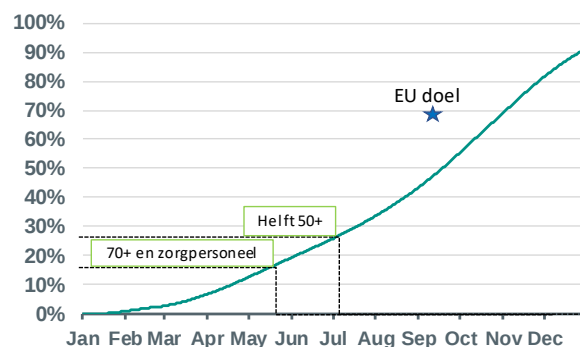
Onderverdeling in %



Bron: NHS England

Verwachte vaccinatiesnelheid

Percentage van de bevolking dat gevaccineerd is



Bron: Economisch Bureau ABN AMRO

Nadat het tempo in het eerste kwartaal van dit jaar vooral bepaald wordt door aanbodbeperkingen, zullen deze in het tweede kwartaal nagenoeg verdwenen zijn. Zodra de oudere beroepsbevolking gevaccineerd is, zal het tempo toenemen. Jongeren zijn immers beter in staat zijn om zelf naar grootschalige vaccinatie locaties toe te komen. Aan het einde van het derde kwartaal zullen voldoende mensen gevaccineerd zijn om samen met de opgebouwde natuurlijke immuniteit groepsimmuniteit te bereiken. Alle economische activiteiten behalve internationaal reisverkeer naar landen zonder groepsimmuniteit zijn dan in principe weer mogelijk.

Restricties tot in het tweede kwartaal minder schadelijk

De consumptieve bestedingen en investeringen in vaste activa zullen bij de aanhoudende restricties tot juni minder sterk terugvallen dan in de eerste lockdown. De lockdownmaatregelen duren weliswaar langer, maar ze zijn minder streng. Daarbij is de maakindustrie in tegenstelling tot de eerste lockdown niet opnieuw geraakt. De fricties die we momenteel zien in een aantal distributieketens zijn tijdelijk en verhullen een stevig achterliggend herstel van de wereldhandel (zie kader).

Tenslotte maakt het ook uit dat het welvaartsniveau al verlaagd was toen de tweede lockdown begon. De consumptie in de eurozone zal in deze tweede lockdown zo'n 6 procent krimpen en de investeringen met zo'n 7,5 procent. Ter vergelijking: tijdens de eerste lockdown namen de consumptieve bestedingen af met 16 procent en de vaste activa investeringen 22 procent. Voor Nederland geldt dezelfde dynamiek, alhoewel de Nederlandse economie in vergelijking met andere eurozonelanden minder terugvalt. De consumptieve bestedingen zullen in deze tweede lockdown ongeveer 5,5 procent terugvallen. Doordat vraaguitval de gehele eurozone raakt tot aan juni terwijl de industriële productie op peil blijft, draagt de export in positieve zin bij aan de Europese economie. In de tweede helft van 2021 zal dit patroon omdraaien, aangezien de binnenlandse vraag dan weer fors zal aantrekken.

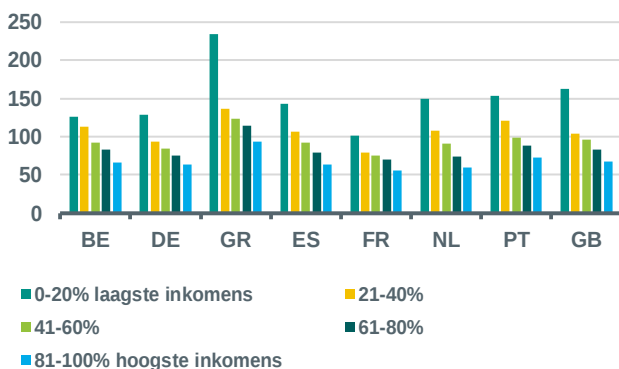
Inhaalgroei ja, maar niet buitensporig

Het economisch herstelpad zal vanaf het derde kwartaal stijl zijn. Enerzijds komt dit door de basiseffecten van het verlaagde welvaartsniveau, maar ook door de opgebouwde besparingen van consumenten. Opgelucht zullen consumenten de diensten die zij nagenoeg anderhalfjaar lang niet konden nuttigen, weer (deels) in kunnen halen. In de tweede helft van 2021 zullen consumptieve bestedingen naar verwachting met 6,5 procent groeien in de eurozone en zo'n 5 procent in Nederland. De investeringen veren dan weer op met ongeveer 8 procent. Daarnaast heeft het Europees herstellfonds een groeiverhogend effect op met name de zuidelijke eurozone-economieën en zal ook het monetaire beleid nog geruime tijd voor soepele kredietvoorwaarden blijven zorgen.

Hoewel de heropeningsstatistieken spectaculair zullen zijn zal het welvaartsniveau nog lang verwijderd blijven van het potentiële niveau. Een belangrijke bron van de achterblijvende groei is een arbeidsmarkt die er slechter voor staat dan de officiële werkloosheidsstatistieken doen vermoeden. De werkgelegenheid is in de crisis met zo'n 3,6 miljoen banen gedaald, terwijl 'slechts' 1,7 miljoen werklozen erbij kwamen. Er zijn ongeveer 1,1 miljoen mensen die niet meetellen in de werkloosheidsstatistiek, maar die ook geen uren maken. Daarnaast zijn er nog zo'n 1 miljoen mensen die zich sinds het uitbreken van corona hebben teruggetrokken van de arbeidsmarkt. De verwachting is dat zodra de groei aantrekt, een deel van deze 'verborgen werklozen' zich alsnog zullen melden op de arbeidsmarkt. We verwachten een verder oplopende werkloosheid richting de 10 procent eind 2021 in de eurozone en 5,5 procent in Nederland zodra de restricties en de fiscale steunmaatregelen worden afgebouwd.

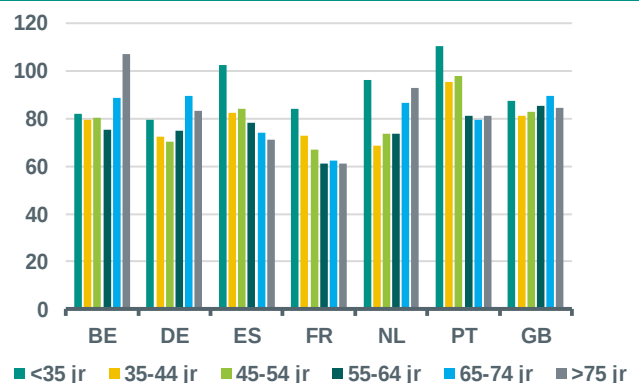
Naarmate de werkloosheid oploopt zullen de consumptieve bestedingen geremd worden. De werkloosheid treft de werkenden in de onderste helft van de inkomensverdeling traditioneel het hardst en ook jongeren onder de 35 jaar zijn oververtegenwoordigd in de groep die met een grotere kans zijn baan verliest. Het zijn de lagere middeninkomens en de jongeren die het grootste deel van hun inkomen consumeren, waardoor hun werkloosheid de consumptieve bestedingen het hardst raakt.

% beschikbaar inkomen dat geconsumeerd wordt
onderverdeeld in hoogte inkomen, 2015



Bron: Eurostat

% beschikbaar inkomen dat geconsumeerd wordt
onderverdeeld in leeftijdscategorieën, 2015



Het Europees herstellfonds kan in potentie tegenwicht bieden aan deze groeiremmende factoren, maar ook hiervan denken wij minder additionele groei te zien dan de Europese Commissie aangeeft. We denken dat in 2021 en 2022 het herstellfonds zo'n 0,3 en 0,4 procent hogere groei kan realiseren. Veel projecten die met bijdragen uit het herstellfonds worden gerealiseerd waren ook daarvoor al voorgenomen en landen die naar verwachting voordeliger kunnen lenen op de kapitaalmarkt, zullen daaraan voorrang geven.

Gecontroleerde steunafbouw voorkomt 'fiscal cliff'

Een spannende periode vormt het afbouwpad van fiscale steun aan het Europees bedrijfsleven. Wij gaan er in ons basisscenario vanuit dat overheden de fiscale steun aan met name het mkb in de zwaar getroffen sectoren geleidelijk zal afbouwen, waardoor een gecontroleerde oploep van faillissementen en werkloosheid zal ontstaan.

Terwijl consumenten hun bestedingen deels weer zullen dirigeren richting dienstenconsumptie, zullen de verstoringen in de distributieketens die aan het begin van 2021 opspelen weer verdwijnen. De handel zal dan het herstel dat al aan het einde van de eerste golf was ingezet, weer oppakken (zie tekstkader).

Wereldhandel kampt met tijdelijke strubbelingen

Na een krimp van 5,3% in 2020 zal de wereldhandel naar verwachting weer 7,5% groeien in 2021. Daarmee zijn de ergste productiestrubbelingen voorbij, op enkele hindernissen na. Zo is er momenteel een tekort aan containers, niet omdat er te weinig van zijn, maar omdat deze niet op de juiste plaats staan. Containers leeg naar China terugsturen was eerder te kostbaar. Zodoende staan er momenteel te weinig containers in China met als gevolg vertragingen en hogere transportkosten.

Verder kampt de industrie met een gebrek aan chips en halfgeleiders. Toen de industriële productie vorig jaar haperde, stelden bedrijven hun bestellingen uit. Nu de chipvoorraden opraken, blijkt dat de productiecapaciteit beperkt is. Als bedrijven voor nieuwe leveranties aankloppen bij chipfabrikanten, mogen zij achteraan de rij aansluiten. De productieovertragingen en stijgende kosten die hieruit voortvloeien zijn tijdelijk.

In navolging van de goederenhandel zal in de tweede helft van dit jaar ook de dienstenhandel aantrekken. Een hogere vaccinatiegraad biedt immers ruimte om contactbeperkingen terug te schroeven. Dienstensectoren zoals het toerisme profiteren daarvan, zodat de wereldhandel verder wordt aangezwengeld.

Enige rem op de internationale handel is er nog wel van de Brexit. Intensievere grenscontroles veroorzaken opstoppen en vertragingen. Om alle rompslomp te vermijden overwegen bedrijven het VK voortaan te mijden. Dat zet weliswaar een rem op het herstel van de internationale handel, maar smooit deze niet.

De Nederlandse uitvoersector lift mee op het handelsherstel en wordt daarbij geholpen door de ruilvoet. Die is vorig jaar wederom verbeterd: de internationale prijs van goederen en diensten die Nederland uitvoert, stijgt harder dan de prijs van goederen en diensten die Nederland invoert. Na een kortstondige terugval in 2020 zal de internationale handel in 2021 weer een bescheiden, positieve bijdrage leveren aan de bbp-groei. (Philip Bokeloh)

China

De Chinese economie groeide eind 2020 al weer harder dan vlak voor de pandemie uitbraak. Dit komt met name doordat na de eerste uitbraak en de zeer strikte lockdown, een serie maatregelen zoals testen en micro-quarantaine met groot succes - maar ten koste van privacy - zijn doorgevoerd. In 2021 en 2022 zal de Chinese economie naar verwachting met respectievelijk 8,5 % en 5,5 % groeien. Toch lijkt ook de Chinese economie wat tekenen van verzwakking te tonen in de cijfers van januari. Dit wordt veroorzaakt door terugvallende export naar landen die nog sterke vraaguitval kennen en door de verandering van de beleidscyclus. Maar ook China blijkt niet immuun voor kleine heroplevingen van het virus, met lokale lockdowns die het herstel in de vrijetijdssector afremmen. Het vaccineren gaat in China beduidend langzamer dan in het westen. In maart verwacht China 3,5% van de bevolking gevaccineerd te hebben. Voor het economisch herstel is dit veel minder cruciaal, omdat de economie al ver voor de eerste vaccinaankondiging alweer fors groeide.

VS

Net als in Europa liggen ook in de VS vooral beleidskeuzes ten grondslag aan de economische impact en het herstel van de economie. Nadat President Biden ook een democratische meerderheid in de Senaat behaalde, was de weg vrij voor een ongekend groot steunpakket van 1,9 biljoen dollar. Dit steunpakket is zo expansief dat het de Amerikaanse economische groei in 2021 en 2022 2,5 procent omhoog kan tillen. Maar dat is nog niet alles. Ook zijn er de zeer beperkte mate van restricties die zijn ingevoerd ondanks opleving van het virus. Dit opgeteld bij een ambitieus pakket aan klimaat- en infrastructuur-investeringen geven samen reden voor een groeiverwachting voor 2021 van 5,8% en voor 2022 van 4,1%.

Het welvaartsniveau in de VS komt al in het tweede kwartaal van dit jaar op het niveau van voor corona uit. Begin 2022 zal ook het verschil tussen het daadwerkelijke en het potentiële welvaartsniveau verdwenen zijn.

Ondanks enorm hoge aantallen ziekenhuisopnames en al meer dan 500.000 overleden corona-patiënten, blijven lockdowns en zelfs restricties nagenoeg afwezig. Afgezien van de beleidsafweging die daarachter schuil gaat, zijn ook de virusbesmettingen gelijkmatiger over het land verdeeld waardoor de ziekenhuiscapaciteit minder in het gedrang is dan tijdens de eerste golf. Het vaccineren gaat in de VS een stuk voortvarender dan in de eurozone. Hierdoor is het ook waarschijnlijker dat voldoende mensen gevaccineerd zijn voordat de meer besmettelijke Britse variant dominant wordt.

Wij volgen de discussie over oververhitting van de Amerikaanse economie met veel aandacht. Toch lijkt het erop dat de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) de fiscale plannen van President Biden voorlopig zal blijven accommoderen door de beleidsrente nog zeker 2 tot 3 jaar rond de nul procent te houden. Als er daarna verkrapping nodig mocht zijn, dan zal dat later en kleinschaliger zijn dan bij eerdere renteverhogingen. We verwachten een milde rentestijging eind 2023.

Zorgen over stijgende yield curve onterecht

De recente stijging van de yield curve (die de rente voor verschillende looptijden weergeeft) heeft tot veel discussies geleid over inflatieverwachtingen en rentestijging. Wij denken dat naast gestegen inflatieverwachtingen ook enige onzekerheid onder investeerders over de exacte werking van het nieuwe beleidsraamwerk van de Federal Reserve een rol speelt. Zolang de inflatieverwachtingen en niet een reële rentestijging de rendementscurve doen toenemen, is er voor de Fed geen reden tot zorg.

Op de markten wordt daar tot dusverre anders over gedacht. Markten lijken een agressieve renteverhoging in te prijzen in de eerste helft van 2023. Dit leiden we af uit de 3-jaars renteverwachtingen (een belangrijke graadmeter voor de lange rente) en uit de 10-jaars reële rente. Beide zijn recent met 30 basispunten gestegen.

Wij zijn van mening dat dit een overtrokken reactie is, omdat a) de inflatieverwachtingen momenteel op het niveau van 2018 liggen, terwijl de macro economie er nu veel slechter aan toe is dan toen, b) er eind dit jaar nog forse overcapaciteit zal zijn in de economie en c) er tijdelijke inflatie heerst door bijvoorbeeld olieprijsstijgingen.

Dit alles maakt dat de inflatieverwachtingen naar onze mening te hoog liggen. Als op 17 maart de nieuwe projecties van de Fed deze overbezorgdheid wegneemt, dan zal de ingeprijsde renteverhogingen weer gaan liggen en zal de yield curve weer afvlakken. (Jolien van de Ende en Bill Diviney)

Tot zover ons basisscenario. Voor de kwartaal-op-kwartaal bbp-ontwikkeling van de grootste conjunctuur economieën en Nederland hebben we nog twee alternatieve scenario's geplot. Deze scenario's zijn slechts beperkt in hun omschrijving omdat wij denken dat de kans op uitkomen van ons basisscenario veruit het grootst is.

Negatief scenario

Ons negatief scenario heeft betrekking op tegenvallers op meerdere fronten:

- Virus & vaccin tegenvallers: Er zijn meerdere omstandigheden aan te wijzen waaronder het afbouwen van restricties later van start kan gaan (zo'n 2 maanden) dan wij in ons basisscenario aannamen. Zo zouden nieuwe varianten van het virus kunnen gaan domineren waar de huidige vaccins niet tegen bestand zijn. Omdat virologen zich nu al op dergelijke

situaties voorbereiden verwachten wij dat dit tot vertraging maar geen ramp zal leiden. Nieuwe varianten van het virus zouden ook dodelijker kunnen blijken waardoor bij dezelfde uitrolsnelheid van een werkzaam vaccin, restricties toch langer zullen moeten standhouden. Vertragingen in de levering van vaccins zelf is natuurlijk ook een belemmerende factor.

- Tegenvallers bij bedrijven: waar wij in ons basisscenario ervan uitgaan dat faillissementen langzaam maar gecontroleerd zullen oplopen naarmate de fiscale steun wordt afgebouwd, zien we in dit scenario een forse faillissementsgolf. Als gevolg daarvan loopt ook de werkloosheid veel hoger op.
- Tegenvallers in het menselijk uithoudingsvermogen: als de sociale onrust over de maatregelen zodanig vormen aanneemt dat het vertrouwen in instituties afbrokkelt, dan komen vele processen in gevaar. In dit scenario leidt het vooral tot een afwijzing van vaccins waardoor het langer zal duren voordat de economie open kan. De tweederonde-effecten zoals werkloosheid en faillissementen zullen hierdoor weer toenemen.

Gelukkig staat hiertegenover ook een positief scenario:

- Virus en vaccin meevallers : in dit scenario worden restricties al eind maart langzaam opgeheven. De Britse variant blijft beperkt, de ziekenhuiscapaciteit nadert niet haar grenzen en met een goedwerkend systeem van massale testen worden economische activiteiten eerder hervat. Het vaccineren krijgt in dit scenario ook een boost, al zal dit ten tijde van het verschijnen van deze publicatie niet meer veel uitmaken.
- Consument gooit alle remmen los: voor de herstart van de economie in dit scenario zouden consumenten hun opgepotte rekeningen van het afgelopen jaar volledig moeten omkeren. De 'boom' in consumptieve bestedingen doet de economische groei fors hoger uitvallen.
- Ook de overheid besluit om fiscale steun voor bedrijven zodanig in tact te laten dat er nauwelijks bedrijven failliet gaan en werkloosheid maar zeer beperkt oploopt.

De gevolgen van deze alternatieve scenario's staan in onderstaande tabel weergegeven naast onze gebruikelijke overzicht van de belangrijkste ramingen.

Indicator	Basisscenario	
	2021	2022
NL - BBP	2.1	4.1
NL - Particuliere consumptie	-0.3	4.9
NL - Investerings	6.3	5.1
NL - Werkloosheid	4.7	5.5
NL - Huizenmarktindex	5.0	1.0
NL - Commercial real estate index	-4.0	1.5
Olie (Brent)	55	56
Eurozone - BBP	3.3	4.2
VS - BBP	5.8	4.1
China - BBP	8.5	5.5
Rentetarieven		
3m interbank rente	-0.55	-0.55
10jr staat	-0.40	-0.40

Bron: Ramingen ABN AMRO Economisch Bureau

	basisscenario (% j-o-j)								negatief scenario (% j-o-j)							
	2021				2022				2021				2022			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
BBP																
Nederland	-4.3	5.6	3.1	4.2	7.5	6.7	1.6	0.8	-5.8	3.3	-3.0	2.3	6.9	6.7	5.6	0.3
Eurozone	-2.5	10.9	1.9	3.8	5.6	5.9	3.1	2.4	-4.5	7.6	-4.4	-1.6	2.2	3.5	4.2	2.5
VS	-0.4	12.3	5.6	6.2	6.2	4.2	3.6	2.6	-2.1	8.5	2.3	1.7	3.6	3.4	2.7	2.9
China	18.0	7.0	5.0	4.0	5.3	5.5	5.5	5.5	16.5	5.5	3.8	2.3	4.8	5.0	5.1	5.2

Bron: Refinitiv, ramingen ABN AMRO Economisch Bureau

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 directeurs, 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.

Voor dat 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