

Global Monthly

Macro Team

abn.amro.group.economics@nl.abnamro.com Bill Diviney: 06 4778 4657

Zal de Europese economie een Russische afsluiting van gas overleven?

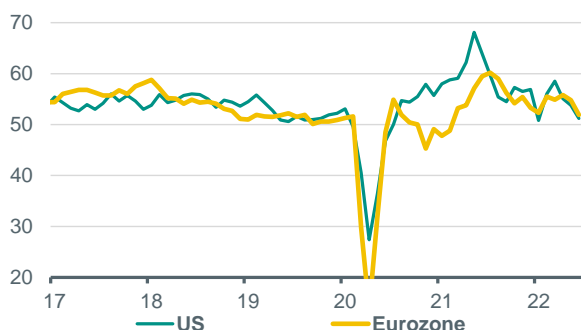
- ▶ Wij verwachten een sterke stijging van de rentevoeten en een stagnerende groei in het komende jaar
- ▶ Tegen deze achtergrond begint de dreiging van een abrupte stopzetting van de Russische gasleveringen aan Europa zich af te tekenen, waardoor het vooruitzicht van een mogelijk diepe recessie ontstaat
- ▶ Wij beschrijven hoe een gas afsluiting door de economie kan sijpelen en beleidsmakers' reactie

Global View: Een nieuwe aanbodschok treft Europa, terwijl de economie al tekenen van vertraging vertoont

Het risico van een recessie is de afgelopen maand verder toegenomen, nu economieën steeds meer tekenen van vertraging vertonen en verwachtingen voor een verkrapping van centrale bank beleid sterk zijn toegenomen als gevolg van grotere inflatierisico's. Donderdag bleek uit de voorlopige PMI's voor juni dat de groei aan beide kanten van de Atlantische Oceaan sterk vertraagde, gedreven door toekomstgerichte indicatoren zoals nieuwe orders en verwachtingen van bedrijven over toekomstige vooruitzichten. Tegen deze achtergrond is het de afgelopen dagen steeds duidelijker geworden dat de Europese economie het komende jaar waarschijnlijk opnieuw door een aanbodschok zal worden getroffen. Rusland lijkt de gasleveringen aan Europa abrupt te gaan afsluiten, vooruitlopend op de meer geleidelijke afbouw van Russische energie die tot dusverre door de Europese regeringen is nagestreefd.

Voorlopige PMI's wezen op een vertraging in juni...

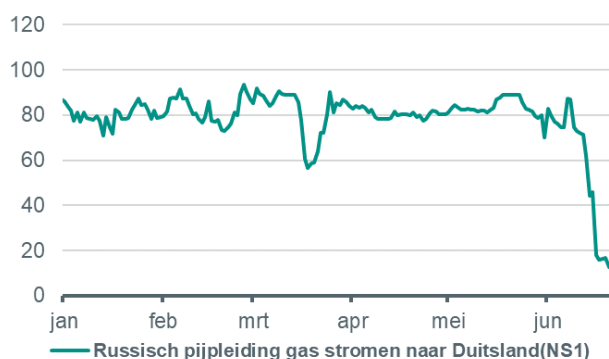
Samengestelde voorlopige PMI's, >50 = groei, <50 = inkrimping



Bron: Refinitiv

...terwijl een Europees energietekort dreigt

Miljoen kubieke meter per dag



Bron: Bloomberg

In de *Global View* van deze maand concentreren wij ons op het meest waarschijnlijke toekomstscenario voor een gas stopzetting dat onderweg is, en op de economische gevolgen daarvan. Voordat dit risico zich de afgelopen week begon af te tekenen, hadden wij onze groeiprognozes al aanzienlijk naar beneden bijgesteld, met een verwachte stagnatie aan beide zijden van de Atlantische Oceaan als ons nieuwe basisscenario voor 2023. Deze neerwaartse bijstellingen zijn het gevolg

van de enorme klappen die de hoge inflatie - die zwaar op de consumptie drukt - aan de reële inkomens heeft toegebracht en van de forse rentestijgingen die wij nu voor het komende jaar verwachten. Een abrupte stopzetting van de Russische gasleveringen zou echter een nog donkerder scenario betekenen - met mogelijk een diepe recessie in de economieën van de eurozone en het Verenigd Koninkrijk in het komende jaar.

De vernieuwde knelpunten in aanbod waartoe een Russische gas stopzetting zou leiden, doen zich voor tegen de achtergrond van een wereldeconomie die te kampen heeft met zware tegenwind van een hardnekkig hoge en verruimde inflatie en een wereldwijde monetaire verkrapping als reactie daarop. Daarom beginnen we met het macro- en rentebasis scenario, waaraan wij sinds vorige maand reeds aanzienlijke aanpassingen hebben aangebracht (zie tabel hieronder). Vervolgens schetsen wij een mogelijk verloop van de gas stopzetting en de gevolgen daarvan voor de Europese economie. Deze analyse is weliswaar toegespitst op de eurozone, maar gezien de integratie van het VK in de Europese gasmarkt zouden de gevolgen vergelijkbaar zijn met die van de eurozone. Aangezien deze ontwikkelingen nog nieuw en veranderlijk zijn, geven wij vooralsnog slechts een globale indicatie van de aanpassingen die wij waarschijnlijk in onze prognoses zullen aanbrengen. We zullen ons basisscenario concreter bijstellen naarmate duidelijker wordt hoe de toekomst eruit zal zien.

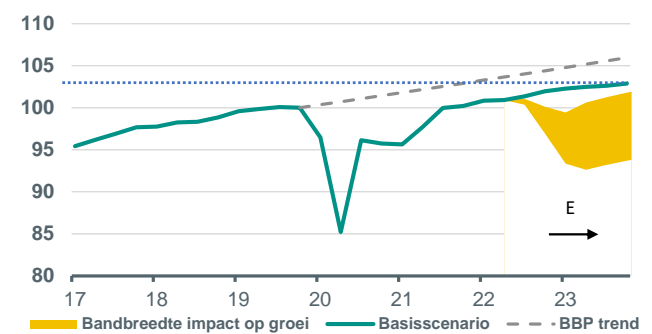
Voorspellingen

| | 2022 | 2023 |
|---------------------------------------|------|------|
| Inflatie eurozone | 7.4 | 3.7 |
| Amerikaanse inflatie | 9.0 | 4.6 |
| Groei eurozone | 2.9 | 1.3 |
| Groei VS | 2.5 | 1.3 |
| ECB | 0.75 | 1.00 |
| Fed | 3.75 | 3.00 |
| Rendementen obligaties eurozone | 1.65 | 1.35 |
| Rendementen op Amerikaanse obligaties | 3.70 | 2.80 |
| EUR/USD | 1.00 | 1.15 |

Rood = opwaartse aanpassing waarschijnlijk, blauw = neerwaartse aanpassing waarschijnlijk. Bron: ABN AMRO

Voorspelling Eurozone

Index, 19Q4 = 100



Bron: Refinitiv, prognoses ABN AMRO Economisch Bureau

Ons nieuwe basisscenario voor inflatie en mondiale verkrapping

We hebben onze prognose voor renteverhogingen voor zowel de Fed als de ECB verhoogd. In de VS zien we een aanhoudend sterke vraag ondanks de hoge inflatie. Bovendien zien we bij de FOMC-leden een meer *hawkish* reactie. Daarom verwachten we nu dat de bovengrens van de bandbreedte van de Fed begin 2023 op 4% zal uitkomen, maar het risico voor deze prognose is nog steeds opwaarts. Ook voor de ECB hebben wij onze visie gewijzigd. Na de waarschijnlijke verhoging met 25 bp in juli gaan wij uit van een verhoging met 50 bp in september, gevolgd door stappen van 25 bp totdat de depositorente in februari 1% bereikt. Voorheen verwachtten wij slechts twee verhogingen van 25 bp in juli en september. De voornaamste redenen voor onze gewijzigde visie op de ECB zijn drieledig:

Ten eerste is de inflatie sneller blijven toenemen dan verwacht. Hoewel bewijs suggereert dat het overgrote deel wordt aangedreven door geïmporteerde inflatie aan de aanbodzijde en tot op zekere hoogte door een inhaalslag na de lockdown, creëert het nog steeds uitdagingen voor de ECB. Daarbovenop is er zorg dat de aanhoudend hoge inflatiecijfers de inflatieverwachtingen op losse schroeven zullen zetten, vooral gezien de mogelijkheid dat schokken aan de aanbodzijde hardnekkiger zullen zijn.

Ten tweede is er het algemeen idee dat een zeer accommoderend monetair beleid niet langer passend is, alhoewel de ECB niet veel kan doen aan inflatie gedreven vanuit de aanbodkant. De ECB wil daarom het beleid normaliseren of terugbrengen naar meer neutrale niveaus. Hoewel er veel onzekerheid bestaat over waar neutraal is, bestaat er in de Raad brede overeenstemming over dat het veel hoger is dan het huidige niveau en ook boven de nul procent ligt.

Ten derde betekent de opwaartse bijstelling van ons profiel voor de doelbandbreedte van de Fed dat er extra neerwaartse druk op de euro zal zijn als de ECB de rente in de komende maanden niet blijft verhogen. Een zwakkere koers is in dit klimaat onwenselijk, want dat zou de geïmporteerde inflatie doen toenemen. In tegenstelling tot afgelopen jaren leven we nu in een wereld van 'omgekeerde valutaoorlogen'. Voor alle duidelijkheid: de ECB zal de val in de euro niet kunnen voorkomen, maar zij kan wel de omvang van de daling beperken.

Zowel voor de Fed als voor de ECB worden de pieken van de bandbreedte verwacht in februari 2023. Als gevolg van het aanzienlijk verkrappend monetaire beleid hebben wij ook onze groeiverwachtingen voor zowel de VS als de eurozone voor volgend jaar naar beneden bijgesteld en aanpassingen gemaakt in onze prognoses voor de obligatierente en de FX voorspellingen, gezien onze verwachting dat de renteverhogingen zullen doorzetten.

Tegen deze achtergrond van reeds aanzienlijke mondiale turbulentie is de impact van een gas stopzetting van Rusland naar Europa zowel moeilijk te kwantificeren als potentieel zeer ingrijpend. In deze maand richten wij ons vooral op de impactkanalen.

De waarschijnlijke weg voor Poetin's gas stopzetting

Vijf Europese landen zijn momenteel volledig afgesneden van de invoer van Russisch gas. Dit zijn Polen, Finland, Nederland, Bulgarije en Denemarken. Ook de uitvoer naar Duitsland en Italië daalt: de levering via NordStream1 aan Duitsland daalt met 60% en die aan Italië met 50%. De totale daling van de Russische gasexport naar Europa bedraagt op dit moment ongeveer 60 bcm.

De verminderde gasinvoer maakt het moeilijk om de Europese gasvoorraden vóór oktober tot ongeveer 80% te vullen (de EU-doelstelling). Op dit moment zijn de Europese [gasvoorraden](#) voor ongeveer 55% gevuld (waarvan Duitsland: 59%, Nederland: 49%, Italië: 55%, Frankrijk: 59% en Spanje: 71%). Portugal en Polen hebben al volledig gevulde voorraden. Zelfs met gevulde voorraden kan een koude winter echter betekenen dat de energiezekerheid in het gedrang komt.

Beoordeling van de aanbodschok

Wat betreft de mate waarin de gasafsluiting kan evolueren, zien we drie mogelijke scenario's:

1. De situatie zal blijven zoals het is (een verlies van -60 bcm)
2. De Russische uitvoer naar Europa zal nog verder dalen tot 2/3 van de invoer in 2021 (-100 bcm)
3. We zien een volledige stopzetting van de verdere Russische gasexport naar Europa (-155 bcm)

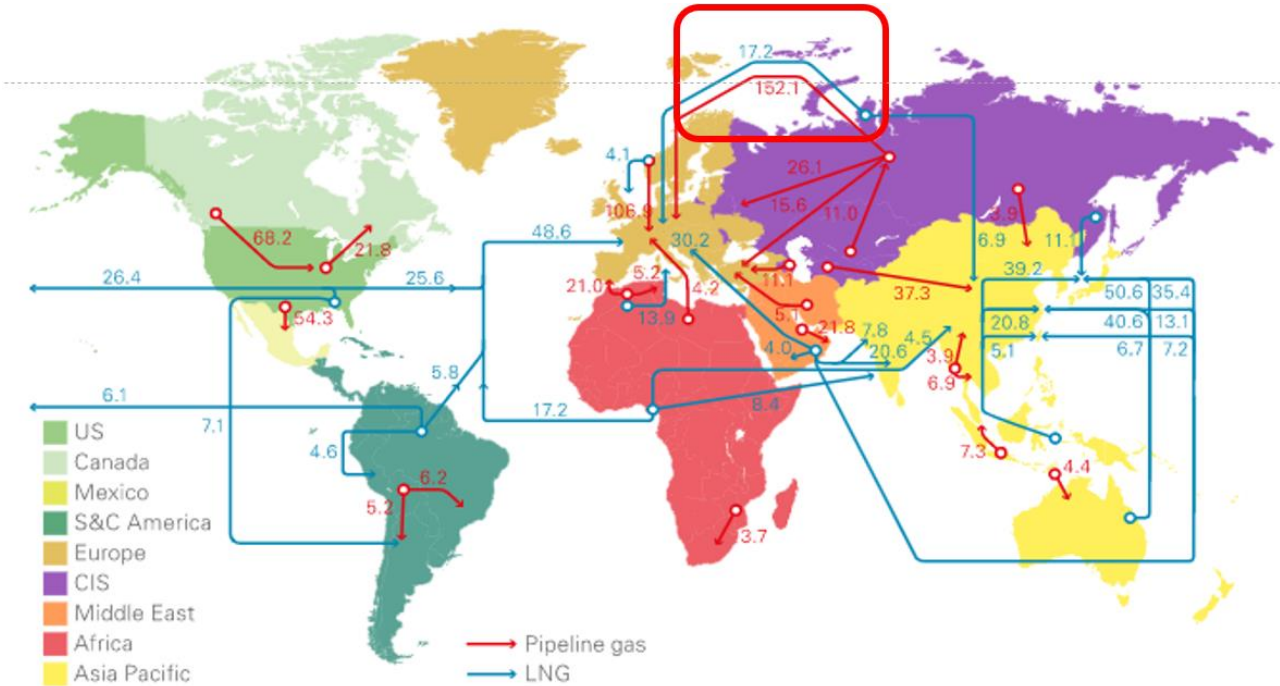
Het eerste scenario komt erop neer dat de uitvoering van de door het IEA gepubliceerde 10 stappen ter vermindering van de gasafhankelijkheid zou volstaan om het hoofd te bieden aan de verminderde gastoevoer uit Rusland. Dit is een combinatie van LNG-diversificatie, diversificatie van pijpleidingen, bio-energie, energie-efficiëntie en een verhoogd gebruik van warmtepompen en wind-/zonne-energie. Een scenario dat volgens ons een uitdaging is, maar haalbaar zonder veel bijkomende economische schade.

Scenario 2, een daling van de Russische gasexport met 2/3e, lijkt het meest waarschijnlijk. Dit zou Europa veel verder in een serieuze energiecrisis duwen. Het betekent tekorten, afhankelijk van de (weer gerelateerde) vraag, in combinatie met hogere energieprijzen (gas, kolen, olie, koolstof, elektriciteit) en minder vervangingsmogelijkheden gezien de intrinsieke starheid van de gasinfrastructuur en de aanhoudende wereldwijde zoektocht naar LNG nu pijpleidinggas niet meer beschikbaar is.

Vanuit Russisch perspectief zou het behouden van 1/3^e van de export al tekorten en economische schade in de EU veroorzaken, maar ook de prijzen opdrijven en daarmee nog steeds een hoge winst opleveren (ook al zijn de exportvolumes lager). Hoewel voor het grootste deel van de Russische export naar Europa langetermijncontracten tegen goedkopere prijzen gelden, geldt dat voor een groot deel niet, en kan een deel van het gas dat niet langer naar Europa wordt geëxporteerd, via LNG-transporten naar Azië worden gevoerd.

Belangrijkste handelsbewegingen aardgas 2020 - handelsstromen wereldwijd

X bcm



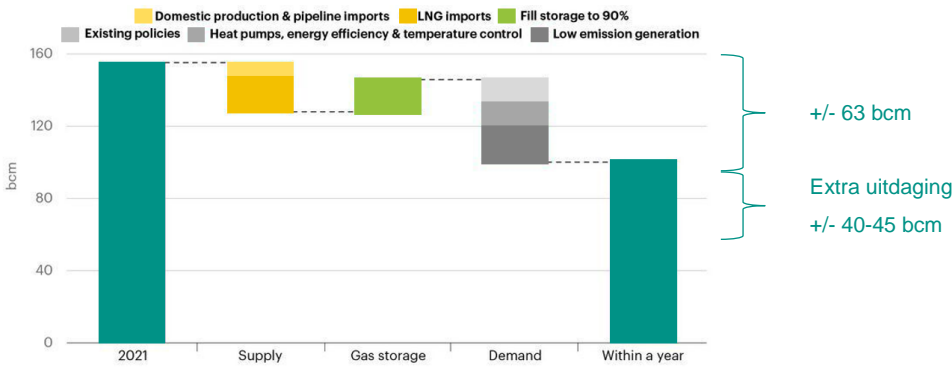
Bron: BP

De 20 bcm-uitdaging

In dit 2/3-reductiescenario kan de eerste 60 bcm gasreductie (waar we nu voor staan) als haalbaar worden beschouwd volgens het 10-stappenplan van het Internationaal Energieagentschap (IEA).

10-stappenplan van het IEA om 1/3^e van de EU-gasimport uit Rusland te verminderen

Bcm / EU-gasimport uit Rusland



Bron: IEA

Een vermindering van 2/3^e uitvoer van gas zou betekenen dat van de 100 bcm gas die nu nog wordt ingevoerd, in de komende maanden nog eens 40-45 bcm minder Russisch gas naar Europa zal worden uitgevoerd. De recente aankondigingen van heropende kolengestookte elektriciteitscentrales om een omschakeling van gas op kolen mogelijk te maken, zouden ruwweg 22 bcm kunnen opvangen (waarvan 25% in Nederland en Duitsland). Ervan uitgaande dat de energiebesparingen binnen korte termijn relatief klein zullen zijn (mogelijk 5 bcm bovenop de reeds veronderstelde energiebesparingen in het IEA-plan), zal de grootste last op de schouders van de industrie terechtkomen. Dit impliceert een daling van het verbruik door de industriesector met 15-20% (20 bcm).

Helemaal geen gas uit Rusland

In het geval van een volledige stopzetting van de gaslevering (scenario 3) zal Europa een extra tekort van 50 bcm moeten opvangen (bovenop de uitdagingen van scenario 2) door een combinatie van vraagvermindering in de industrie, maar ook enigszins bij huishoudens of zelfs bij de elektriciteitsopwekking. Dit zou tot ernstige problemen en tekorten leiden. Zie het kader hieronder voor een vergelijking van diverse studies over de economische gevolgen van een dergelijk scenario voor de Duitse economie.

Alle scenario's zullen ertoe leiden dat de gasprijzen langer hoog zullen blijven. De tekorten op de markt zouden gedeeltelijk worden opgevangen door vernietiging van de vraag, maar de krappe marktomstandigheden zullen de komende jaren waarschijnlijk aanhouden. De omschakeling van gas naar kolen zorgt ook voor opwaartse prijsdruk op kolen en koolstofemissierechten en zou niet veel helpen voor de hoge gasprijzen aangezien de nadruk zal blijven liggen op het aanleggen van voorraden.

Hoe een volledige gasstop naar Duitsland eruit zou kunnen zien

Een aantal studies kijken naar de economische gevolgen van een volledige stopzetting van de gasinvoer voor de Duitse economie. Deze geven een interessant kader voor de discussie over de economische gevolgen in de eurozone. De impact varieert sterk van 0,3% tot 8% (of zelfs 12% verlies van BBP-groei indien rekening wordt gehouden met een grote vraaguitval). De uiteenlopende uitkomsten kunnen worden verklaard door verschillende aannames over de substitueerbaarheid van gas uit Rusland door gas en gas-gerelateerde producten uit niet-Russische bronnen. Verschillen in afhankelijkheid van leveranciersnetwerken en tweede ronde effecten bij bedrijven die niet energie-intensief zijn, zijn belangrijke variabelen die verschillen in de uitkomsten drijven. Ten slotte is de vraagvermindering als gevolg van prijsstijgingen een factor die de gerapporteerde economische effecten differentieert. De aanpak voor de beoordeling van de economische effecten is in alle studies vergelijkbaar en ook met onze eigen aanpak, die wij hieronder schetsen. Deze bestaat uit 5 stappen:

1 Initieel gastekort en onmiddellijke vervangingsmogelijkheden.

(44 bcm initieel tekort - 14 bcm vervangingspotentieel = 30 bcm tekort).

De Duitse economie importeerde in 2021 ongeveer 44 bcm aardgas uit Rusland. Hierbij moet rekening gehouden worden met dat 2021 een zachte winter zag en daarmee de hoeveelheid die gecompenseerd niet moet worden onderschat. De studie van de Hans-Böckler-Stiftung (HBS) van mei 2022 is de meest recente en daarin wordt geschat dat 14 twh gas onmiddellijk kan worden vervangen. In studies waarin een veel milder effect wordt vastgesteld, wordt ervan uitgegaan dat het meeste gas onmiddellijk op de wereldmarkt kan worden vervangen tegen aangepaste prijzen. Gezien het inelastische aanbod van alternatieven als gevolg van a) de Europese en in feite mondiale zoektocht naar alternatieven, b) de infrastructuur van pijpleidingen die alternatieve leveringen minder gemakkelijk substitueerbaar maken, en c) de krappe Duitse arbeidsmarkt voor het opknappen van de energie-infrastructuur, denken wij dat de initiële aanbodschock vrij groot zal zijn en hoogstwaarschijnlijk in de lijn van de HBS-studie zal liggen.

2 Besparingspotentieel van industrie en huishoudens:

(Tekort van 30 bcm - besparingen van industrie en huishoudens van 16 bcm = 13 bcm definitief tekort).

Uit ramingen van de HBS-studie blijkt dat de industrie 11 miljard kubieke meter kan besparen zonder ernstig productieverlies, terwijl huishoudens 5,6 miljard kubieke meter kunnen besparen door temperatuurverlaging, isolatie en investeringen in hernieuwbare energie (bovenop de 10 procent energiebesparing die in het basisscenario van de Repower EU-plannen is opgenomen). Deze aanname lijkt aan de pessimistische kant. Volgens een studie van het IEA zijn huishoudens in Duitsland, Frankrijk en het VK er in 2017, een jaar zonder snel stijgende prijzen, al in geslaagd hun energie-uitgaven met 16 tot 20 % te verminderen met energie-efficiëntieverbeteringen.

3 Een schade voor energie-intensieve sectoren van 13 bcm betekent productieverlies van 41% voor de intensieve industrie.

Het initiële effect zou beperkt blijven tot 6 energie-intensieve sectoren in de industrie die zich in de eerste stadia van de Duitse goederenketens bevinden (hun totale toegevoegde waarde wordt op ongeveer 4% van het Duitse BBP geschat). Als zodanig zullen de cascade-effecten in de tweede ronde op sectoren die niet energie-intensief zijn maar sterke leveranciersrelaties hebben met deze zwaar getroffen sectoren, groot zijn. De tweede-ronde-effecten zijn het best geïllustreerd in de HBS-studie.

4 Een cascade van productieverliezen in verbonden sectoren zou het BBP-verlies kunnen verdubbelen tot zelfs vervijfvoudigen.

In dit stadium beginnen de studies sterk uiteen te lopen, afhankelijk van de vraag of men ervan uitgaat dat de industrie energie van de wereldmarkten kan halen (zij het tegen veel hogere prijzen) of niet. Zoals wij in stap 1 hebben uiteengezet, zijn wij van mening dat de aanvankelijke substitutiemogelijkheden beperkt zullen zijn, althans op korte termijn.

5 Afname in vraag door hogere inflatie kan leiden tot verdere dalingen van het BBP

Hoewel in ons basisscenario voor de Eurozone economie al rekening is gehouden met een groot deel van de vraagrespons als gevolg van de hogere inflatie.

Ons standpunt: Aangezien een volledige stopzetting van de gaslevering niet ons meest waarschijnlijke scenario is (eerder een 2/3^e vermindering) en de reeds besloten heropening van kolengestookte elektriciteitscentrales waarmee in de bovengenoemde studies geen rekening is gehouden, denken wij dat de economische gevolgen aan de lage kant van de verdeling zijn (wij voorzien een daling van het BBP van de eurozone met 2-5pp ten opzichte van ons basisscenario). Aan de andere kant is het mogelijk dat de besproken studies de impact onderschatten. In de meeste studies wordt ervan uitgegaan dat het Repower EU-plan een haalbaar basisscenario is, wat wij minder haalbaar achten. Ten slotte, hoewel regeringen tot op zekere hoogte ingrijpen om de klap van de hogere energieprijzen voor huishoudens op te vangen, wordt hun vermogen om de energie-infrastructuur aan te passen aan alternatieve energiebronnen ernstig belemmerd door personeelstekorten en andere capaciteitsbeperkingen. Het inflatoire klimaat betekent dat de mogelijkheden voor het monetaire beleid om een bijdrage te leveren ook zeer beperkt zijn.

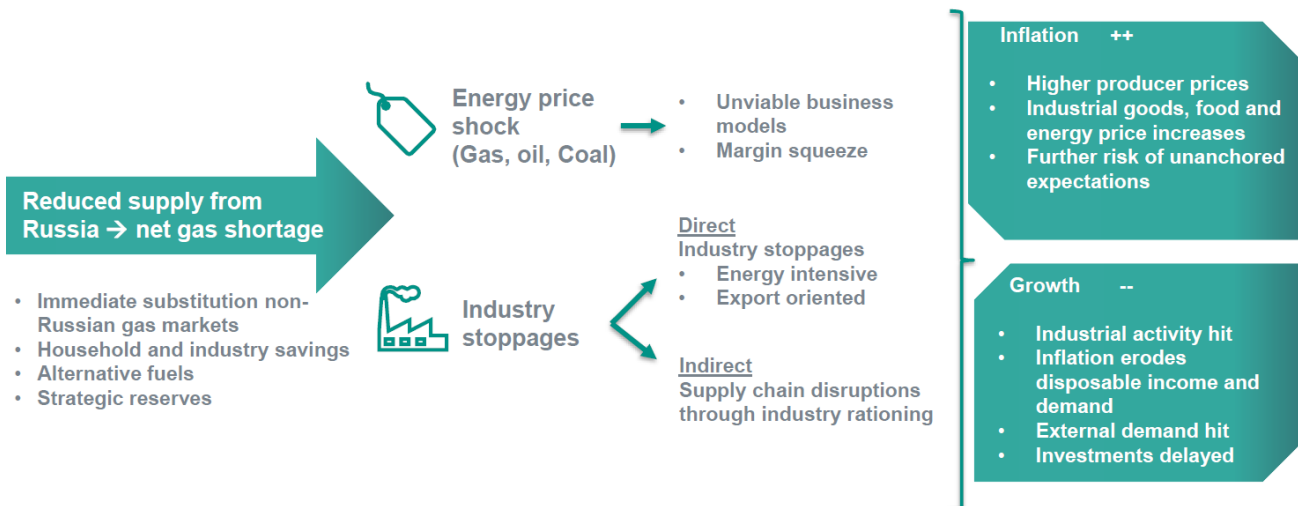
Beoordeling van de economische gevolgen

Onderstaand stroomschema geeft een overzicht van de belangrijkste economische gevolgen van een ernstige extra vermindering van de Russische gasvoorziening voor de economie.

De aanvankelijke vermindering van de gasleveringen zal in eerste instantie zoveel mogelijk worden opgevangen door gebruik te maken van gas in verschillende regio's en brandstof substitutie. Verbeteringen van de energie-efficiëntie zouden ook gemaximaliseerd kunnen worden. Het tekort dat na mitigatie en vervanging overblijft, is de uiteindelijke aanbodschock die economische schade veroorzaakt.

De aanbodschock brengt twee eerste effecten teweeg: energieprijzen gaan omhoog en het energieverbruik van de industrie wordt gerantsoeneerd door overheidsregulering om het energieverbruik van huishoudens en essentiële sectoren te beschermen. Energie-intensieve sectoren die relatief minder relevant worden geacht voor het binnenlandse verbruik, zullen het eerst worden gesloten.

Schok in de gastoevoer



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

De prijsschok zelf kan sommige bedrijfsmodellen overbodig maken omdat de marge-utholling tot verliezen en uiteindelijk faillissementen leidt.

Het directe effect van de stilleggingen in de industrie is productieverlies, maar ook indirecte productieverliezen, zelfs in niet-energie-intensieve sectoren via schakels in de toeleveringsketen.

De gevolgen daarvan zetten prijzen, onzekerheid en risicopremies nog verder onder druk. De inflatie tast het beschikbare inkomen van huishoudens aan en, afhankelijk van het vermogen en de bereidheid van consumenten om hun spaargeld aan te spreken, zal dit de consumptie en de economische groei drukken. De onzekerheid zal wegen op de investeringen,

hetgeen ook de groei op middellange termijn zal beïnvloeden. Aanbod knelpunten kunnen veel onrust doorstaan, maar wanneer vertrouwen afbrokkelt, kunnen productienetwerken met ernstige verstoringen te maken krijgen die pas na lange tijd weer in evenwicht komen.

Eurozone

Sinds het uitbreken van de oorlog in Oekraïne hebben wij onze groeiramingen voor de eurozone al aanzienlijk naar beneden bijgesteld. De forse stijging van de energie- en voedselprijzen en het effect daarvan op de binnenlandse eindvraag heeft de belangrijkste rol gespeeld bij de neerwaartse bijstellingen. De verlaging van de BBP-groeiprognoses voor 2022 en 2023 bedraagt tot dusver in totaal meer dan 2 procentpunten.

De mogelijke gevolgen van een abrupt einde van de Russische gasexport naar Europa zijn nog niet in ons basisscenario opgenomen. Een dergelijk scenario zou Duitsland en Italië bijzonder hard treffen, aangezien dit de twee grote-6 landen van de eurozone zijn die het meest afhankelijk zijn van gasinvoer uit Rusland. Zowel Duitsland als Italië importeren bijna al hun vraag naar gas, waarbij Rusland vóór het uitbreken van de oorlog in Oekraïne een aandeel van respectievelijk ongeveer 65% en 40% in de totale gasinvoer had (vergeleken met bijvoorbeeld ongeveer 17% voor Frankrijk).

De Duitse en Italiaanse regeringen hebben al plannen gepresenteerd om hun afhankelijkheid van de invoer van gas uit Rusland te verminderen (onder andere door meer gas in te voeren uit andere bestemmingen, zoals verschillende Afrikaanse landen en door kolengestookte elektriciteitscentrales weer op te starten), maar zij hebben elk gezegd dat dit enige tijd zal vergen en dat volledige energieonafhankelijkheid van Rusland waarschijnlijk niet voor de tweede helft van volgend jaar op zijn vroegst haalbaar zal zijn.

De Italiaanse en Duitse ministers van Energie en Economie hebben aangekondigd dat de invoering van wettelijke maatregelen om energie te besparen een reële mogelijkheid is in de komende maanden.

Volgens berichten in de Duitse pers heeft het Federaal Energieagentschap een reeks criteria geformuleerd op grond waarvan beslissingen moeten worden genomen in geval van een noodsituatie in de gasvoorziening en mogelijke onderbrekingen van de gasvoorziening aan de industriële sector. Deze omvatten: de omvang van de fabriek en het energieverbruik ervan, de nodige aanlooptijd voor een vermindering van de gasvoorziening of een ordelijke stillegging van de productie-installaties, de verwachte economische en bedrijfsschade, de kosten en de duur van een herstart na een vermindering van de gasvoorziening en het belang van het product voor het grote publiek.

Naast plannen om het gasverbruik te beperken (berichten in de Italiaanse pers noemen bijvoorbeeld plannen om de airconditioning in de meeste openbare gebouwen deze zomer tot minimaal 25 graden Celsius te beperken) heeft Italië de lidstaten van de Europese Unie ook aanbevolen een limiet te stellen op de prijs van gasimporten uit Rusland om de inflatie en de economische gevolgen in het blok te helpen beteugelen. De Europese Commissie heeft de optie van een administratief prijsplafond voor gas op EU-niveau opgenomen in een reeks kortetermijnmaatregelen om de hoge energieprijzen aan te pakken en mogelijke onderbrekingen in de aanvoer uit Rusland op te vangen (zie [hier](#)). Een dergelijk EU-initiatief zou de lasten voor de afzonderlijke landen kunnen verlichten.

Al met al zou een onderbreking van de gasvoorziening volgens scenario 2 leiden tot een daling van het gasverbruik door de industriële sector in de eurozone met 20-25% (ongeveer 20 bcm). Een dergelijke daling zal waarschijnlijk leiden tot een diepe recessie in de eurozone economie (zie overzicht op pagina 2 voor een bandbreedte van de potentiële impact). Tenzij er een gemeenschappelijk EU-initiatief komt voor de herverdeling van gas en financiële compensatie, zouden Duitsland en Italië waarschijnlijk relatief hard worden getroffen. Solidariteit op energie binnen de EU zou de economische gevolgen kunnen verzachten, maar in onze huidige ramingen houden we daar geen rekening mee.

De Nederlandse economie

De Nederlandse economie is minder afhankelijk van Russisch gas dan het eurozone gemiddelde. Dit neemt niet weg dat de huidige voorraadniveaus (48%) erop wijzen dat tekorten deze winter waarschijnlijk zijn. Ook maakt gas een groot deel van het totale energieverbruik uit (34%).

Het effect van een afsluiting van de Russische gasaanvoer op de Nederlandse economie hangt samen met het prijseffect van het gastekort en met het effect dat de stopzetting van de industrie op de bedrijvigheid zou hebben.

Door het prijseffect zouden veel bedrijfsmodellen in energie-intensieve sectoren zoals de visserij en de tuinbouw overbodig worden. Maar verdere prijsstijgingen zouden tot nog meer problemen leiden. Zij zouden een breder deel van de bedrijfseconomie treffen dan de recente energieprijsschokken, aangezien de verschuiving van gas naar kolen en de vervanging van gas door andere energiebronnen ook de prijzen op de elektriciteits- en oliemarkten zullen opdrijven. Industriële sectoren met de hoogste energiekosten als percentage van de inkomsten zouden de zwaarste klappen krijgen (chemie, papierindustrie, metaalindustrie - zie onderstaande tabel voor het gasverbruik als percentage van de inkomsten).

Top 20 industrieën met hoge energiekosten

Gerangschikt naar energiekosten* in 2019

| Sector | Energiekosten (mln) | Energiekosten (% van de omzet) |
|--|---------------------|--------------------------------|
| Basischemicaliën | 1808 | 4.6 |
| Glastuinbouw | 1261 | 15.3 |
| Aardolie-industrie | 751 | 2.1 |
| Raffinaderijen | 749 | 2.1 |
| Traditionele catering | 582 | 2.5 |
| Basismetalaalindustrie | 360 | 4.1 |
| Bouwmateriaalindustrie | 235 | 3.3 |
| Andere chemische producten industrie | 183 | 3.6 |
| Rubber- en kunststofproductenindustrie | 178 | 1.7 |
| Verlening van diensten in de agricultuur | 171 | 3 |
| Groente- en fruitverwerkende industrie | 125 | 2.1 |
| Meelindustrie | 98 | 3.7 |
| Winning van delfstoffen (uitgezonderd olie en gas) | 50 | 3.3 |
| Wasindustrie | 29 | 3.3 |
| Oppervlaktebehandelingsindustrie | 52 | 2.7 |
| Aardappelproductenindustrie | 87 | 2.7 |
| Brood- en banketbakkersindustrie | 88 | 2.6 |
| Sloop- en grondwerkbedrijven | 66 | 1.7 |

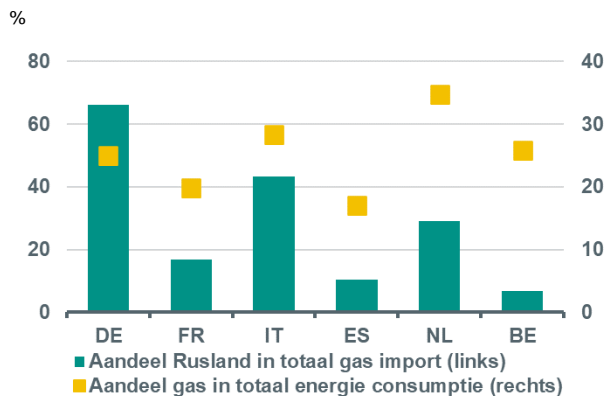
* Energiekosten inclusief elektriciteit, gas en kolen, maar exclusief bv. benzine en diesel voor vervoer

Bron: CBS, cijfers glastuinbouw Agrimatie, berekeningen ABN AMRO Sector Advisory

De Nederlandse industrie heeft een aandeel van 12% in het totale BBP, wat lager is dan het EU-gemiddelde. De meest gas intensieve sectoren zijn de chemische industrie (25% van het totale gasverbruik en 2% toegevoegde waarde). De levensmiddelenindustrie neemt 7% van het totale gasverbruik voor haar rekening en heeft een toegevoegde waarde van 2%, maar wij achten het onwaarschijnlijk dat deze industrie door de regering zal worden gevraagd haar activiteiten stop te zetten. De grootste economische impact op de Nederlandse economie zou kunnen komen van stilleggingen van de industrie in andere landen van de eurozone (in de eerste plaats Duitsland), die indirect van invloed zijn op Nederlandse bedrijven en de vraag naar Nederlandse export via toeleveringsketens. Noodgasplannen wijzen erop dat grotere industriële bedrijven naar verwachting eerder met energierantsoenering te maken zullen krijgen dan MKBs. Aangezien grote bedrijven meer geïntegreerd zijn in wereldwijde waardeketens, kan dit ook een onevenredig groter effect hebben op de Nederlandse handel. Interessant is dat de sectoren die door dit indirecte effect worden getroffen, anders zijn dan die door het directe effect worden getroffen. Problemen in de toeleveringsketens zullen vooral de sectoren kledingindustrie (0,15% van de toegevoegde waarde) en mijnbouw (1,03% van de toegevoegde waarde) treffen en in mindere mate de sectoren agro (1,8% van de toegevoegde waarde) en metaal (1,4% van de toegevoegde waarde).

Hoewel het effect in termen van lagere groei en hogere inflatie al tegen eind 2022 zichtbaar zal worden, denken wij dat het grootste effect in 2023 zal komen. De groei zal naar verwachting sterk afnemen - waarschijnlijk in een recessie terechtkomen - en de inflatie zal in 2023 verder oplopen.

Russische gas-, en algemene gasafhankelijkheid



Bron: Europese Commissie, CBS, ABN AMRO Economisch Bureau

Gevolgen voor het beleid van de ECB en de Fed

Een gas stopzetting zou de inflatie in het komende jaar doen toenemen, maar zou waarschijnlijk ook een diepe recessie veroorzaken. Dit scheidt nog meer onzekerheid over de beleidskoers van de ECB.

Wat de ontwikkeling van de rentevoeten betreft, zal wanneer het nieuwe scenario precies duidelijk wordt en ook de omvang van de fiscale steun aan huishoudens en bedrijven een cruciale factor zijn. Per saldo denken wij dat het nieuwe scenario waarschijnlijk zal leiden tot een lagere rente dan in ons basisscenario. Hoewel verhogingen van de ECB-rente om het beleid dichterbij het normale niveau te brengen (en ten minste naar een bescheiden positief niveau) nog steeds waarschijnlijk lijken, zal de eindrente waarschijnlijk lager zijn dan in het huidige basisscenario.

Een recessie en stijgende werkloosheid zullen waarschijnlijk leiden tot lagere inflatievooruitzichten op de middellange termijn dan de huidige voorspellingen van de ECB. Zodra de ECB deze vooruitzichten in haar prognoses meeneemt, zullen de renteverhogingen dus waarschijnlijk in de ijskast worden gezet.

Het nieuwe scenario zal waarschijnlijk ook meer onrust op de markten teweegbrengen, mogelijk met rommelige bewegingen, wat kan leiden tot een sterke aanscherping van de financiële voorwaarden en een ernstiger fragmentatie in termen van perifere spreads. De ECB zal daarom wellicht moeten overgaan tot niet-gesteriliseerde nettoaankopen van perifere obligaties en uiteindelijk tot een breder QE-programma met als doel de markten en de spreads te stabiliseren. Het profiel van de obligatierendementen zal lager zijn dan in het basisscenario en zou in 2023 vrij aanzienlijk kunnen dalen.

Wat de Fed betreft, verwachten wij niet veel gevolgen van een afsluiting van de Russische gasleveringen. De VS zijn grotendeels energieonafhankelijk en een afsluiting van gas zou de inflatie in de VS alleen maar verder opdrijven omdat de vraag naar LNG-export uit de VS daardoor nog zou toenemen. Hoewel de Amerikaanse economie vanuit het oogpunt van de vraag schade zou kunnen ondervinden, gezien de recessie die we in Europa verwachten, zou dit minder zorgwekkend zijn dan in normale tijden, aangezien er nog steeds een aanzienlijk vraagoverschot is in de Amerikaanse economie. Nu Fed-voorzitter Powell recentelijk duidelijk heeft gemaakt dat het bereiken van prijsstabiliteit 'onvoorwaardelijk' is, denken wij dat alleen een echt rampscenario voor Europa met een aanhoudende wanordelijke verstrakking van de financiële voorwaarden de renteverhogingen van de Fed zou kunnen doen ontsporen.

China, een tegenwicht voor groei...

Vanuit mondiaal groeiperspectief kan China als tegenwicht fungeren voor de verwachte vertraging in de belangrijkste ontwikkelde economieën in de komende kwartalen (ook al zullen wij onze jaarlijkse groeiprognoses verlagen, zoals we in het regionale deel zullen uitleggen). Dat gezegd hebbende, zal China's ervaring na de lockdown in maart/april onevenwichtig, hobbelig en minder spectaculair zijn dan het herstel na de eerste covid-19-schok in 2020. Het herstel van de industriële productie en het verdwijnen van de knelpunten in de productie en het vervoer zijn ook gunstig voor de wereldwijde toeleveringsketens.

Olieprijs beïnvloed door (o.a.) ontwikkelingen lockdown China

Brentolie, USD/vat



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Refinitiv

...en een extra opwaartse druk op de energieprijzen

Hoewel de opleving in China de komende kwartalen een tegenwicht kan vormen voor de mondiale groei, zal een aantrekkelijke vraag en aanbod in China de prijsdruk op de mondiale markten voor energie, andere grondstoffen en industriële goederen doen toenemen. Ons basisscenario van een geleidelijke heropening in China zou een opwaarts effect hebben op de energieprijzen, terwijl het anderzijds zou moeten helpen om de leveringstermijnen in de mondiale toeleveringsketens te verkorten, en als zodanig een (ceteris paribus) neerwaarts effect zou moeten hebben op de prijzen van industriële goederen. Afhankelijk van de ernst van de onderbrekingen in de industrie zullen de mondiale toeleveringsketens opnieuw worden verstoord en gedeeltelijk opnieuw worden ingedeeld als gevolg van de energierantsoenering in Europa, prijsstijgingen en lagere handelsvolumes. Dit zou de structurele herstructurering van de mondiale handelsstromen, die wij sinds de oorlog in Oekraïne al in ons basisscenario hebben verwerkt, nog versterken.

Belangrijkste inzichten bij elkaar

Het herstel na de pandemie wordt belemmerd door de sterke stijging van de inflatie en, in toenemende mate, door het vooruitzicht van energietekorten in Europa. De consumptiegroei staat onder druk door de grootste daling van de reële inkomens in decennia, terwijl de industrie te kampen heeft met tegenwind als gevolg van hogere grondstoffenprijzen en een toename van de knelpunten in de bevoorrading. Wij verwachten nog steeds dat de inflatie dit jaar zal afnemen, maar door de sterke stijging van de grondstoffenprijzen en de verstoringen van het aanbod wordt dit uitgesteld. Wij verwachten dat de energieprijzen de komende jaren hoog zullen blijven en dat de sancties tegen Rusland tot een blijvende herstructurering van de handel zullen leiden. Door de opwaartse inflatierisico's zal de Fed de rente bij komende vergaderingen waarschijnlijk snel blijven verhogen. De ECB zal naar verwachting in juli beginnen met het verhogen van de rente, zodat deze in september positief zal zijn. Europa zal ook de wereldwijde overloopeffecten van het krappere monetaire beleid van de VS blijven voelen, waardoor de obligatierente zal stijgen, de aandelenmarkten zullen dalen en de groei uiteindelijk zal worden getemperd.

| Macro | Centrale banken en markten |
|--|--|
| <p>Eurozone - Verwacht wordt dat het bbp in 2022Q2-Q4 met gemiddeld 0,3-0,4% k-o-k zal groeien, maar naar verwachting zal er in 2023 sprake zijn van een forse vertraging. Tegen die tijd zullen de consumenten het grootste deel van het spaargeld dat zij tijdens de pandemie hebben opgebouwd hebben uitgegeven, terwijl de situatie op de arbeidsmarkt naar verwachting zal verslechteren. Ook zullen de tijdelijke inhaaleffecten in de industriële productie en de investeringen in vaste activa wegebben en zullen de binnenlandse bestedingen vertragen als gevolg van de renteverhogingen door de Fed en de ECB, die de financiële voorwaarden aanscherpen. De inflatie is in mei opgelopen tot 8,1% en kan de komende maanden verder oplopen.</p> | <p>ECB - Na haar vergadering in juni kondigde de ECB het einde van QE aan en een eerste renteverhoging van 25 bp in juli. Voor september lijkt een renteverhoging van 50 bp in het verschiet te liggen. Vervolgens verwachten wij een verhoging met 25 bp tijdens elke vergadering van de Raad van Bestuur tot februari 2023, wanneer de depositorente 1,00% zou moeten bereiken (tegen -0,50% nu). Daarna gaan we niet meer uit van renteverhogingen, wat vooral te maken heeft met het feit dat de economische groei in 2023 naar verwachting aanzienlijk zal vertragen.</p> |
| <p>Nederland - In 2022 was er in het eerste kwartaal sprake van een vlakke groei, vooral als gevolg van de lockdown en het einde van de covid-19 steunmaatregelen. Voor Q2 verwachten wij een positieve groei door impuls van de particuliere consumptie. De oorlog in Oekraïne en de mogelijke afsluiting van de gasvoorziening wegen echter sterk op de groeivoorzichten. Wij verwachten dat de groei in Q2-Q3 bescheiden zal zijn en dat de groei daarna aanzienlijk zal vertragen. De arbeidsmarkt blijft een lichtpuntje: de werkloosheid daalt als gevolg van een zeer sterke vraag naar arbeid met een recordaantal van 133 vacatures per 100 werklozen.</p> | <p>Fed - Gezien de aanhoudend hoge inflatie in de VS en de opwaartse risico's voor de vooruitzichten verwachten wij dat de Fed de rente in juli met nog eens 75 bp zal verhogen. Daarna verwachten wij nog twee verhogingen met 50 bp en twee met 25 bp, waardoor de bovengrens van de Fed funds rate in februari op 4% komt te liggen. Daarna verwachten wij dat de Fed zal pauzeren, ervan uitgaande dat de inflatie weer in de richting van haar doelstelling van 2% gaat. De risico's zijn opwaarts, zowel wat het tempo van de renteverhogingen als de eindrente betreft. De Fed is in juni begonnen met het afbouwen van haar balans, aanvankelijk in een maandelijks tempo van 47,5 miljard dollar, dat vanaf september is verdubbeld tot 95 miljard dollar.</p> |
| <p>VK - De inflatie is in mei op meer dan 9% blijven steken na de verhoging van het energieplafond voor huishoudens door Ofgem. Tegelijkertijd blijven de groei-indicatoren over het algemeen zwak, omdat de inflatie klap op de reële inkomens zwaar weegt op het consumentenvertrouwen. Wij verwachten dat dit in Q2 tot een krimp van de economie zal leiden, waarna de groei zich in de tweede helft van het jaar herstelt (zij het in bescheiden mate). In 2023 verwachten wij een stagnatie van de economie, met mogelijk een technische recessie. De arbeidsmarkt blijft voorlopig sterk en de inflatie lijkt aanzet te geven tot een hogere loonstijging.</p> | <p>Bank of England - Het groeiende risico van een loon-prijsspiraal in het VK heeft geleid tot een havikachtige koerswijziging van het MPC tijdens de beleidsvergadering van juni. Wij gaan nu uit van een verhoging met 50 bp in augustus en een piek van de bankrente op 2,5% tegen het einde van het jaar. Wij denken dat de economie later dit jaar voldoende verzwakt zal zijn om een stijging van de werkloosheid en een afkoeling van de loonstijging te veroorzaken. In combinatie met een bredere daling van de inflatie in de eerste helft van volgend jaar zou dit het vooruitzicht kunnen doen ontstaan dat het MPC het roer omgooit en de rente verlaagt om de groei te ondersteunen, wellicht in H2 2023.</p> |

VS - De groei lijkt volgens de PMI's in juni aanzienlijk te zijn vertraagd, maar de vraagindicatoren waren in het algemeen zeer sterk in Q2. Na een opleving van de groei verwachten wij dat de onderliggende vraag in het H2 en tot in 2023 aanzienlijk zal vertragen naarmate de daling van de reële inkomens en de stijging van de rente zich beginnen door te zetten. De zwakke vraag zal de werkloosheid wellicht opdrijven, al kan de economie door de volatiliteit aan de aanbodzijde aan een technische recessie ontsnappen. De inflatierisico's blijven opwaarts gericht, waardoor mogelijk nog grotere renteverhogingen nodig zijn om de inflatie terug te dringen.

China - De mei-cijfers tonen een herstel na de inzinking als gevolg van de lockdowns in maart/april. Deze opleving wordt aangevoerd door de aanbodzijde, waarbij het aanhoudende strenge Covid-19 beleid zijn stempel drukt op het consumentenvertrouwen en de consumptie. Wij verwachten nog steeds dat de dynamiek in de H2-22 zal aantrekken, ervan uitgaande dat de geleidelijke heropening doorzet en dat gerichte begrotingssteun, voorzichtige monetaire verruiming en een versoepeling van de macroprudentiële regels (onder meer voor vastgoed) zullen doorwerken. Toch verlagen wij, gezien de recente gegevens en onze gewijzigde visie op de VS/Fed en EZ/ECB, onze groeioprognose voor 2022 tot 4,2% (van 4,7%).

Obligatierente - Op basis van onze geactualiseerde Fed- en ECB-oproep verwachten wij voor de komende maanden een nieuwe uitverkoop van zowel staats- als Duitse obligaties. Wij verwachten dat de 10-jaars rente op Amerikaanse staatsobligaties in Q3 van dit jaar zal pieken op 3,9%. Dezelfde ontwikkeling zien wij voor de 10-jaars Bund-rente, omdat het overloopeffect in de VS de Bund-rente opdrijft. Wij verwachten echter een aanzienlijke daling van de rente vanaf Q4, wanneer de markten naar verwachting meerdere renteverhogingen zullen incalculeren omdat de economische groei naar verwachting zal vertragen. De vraag naar 'veilige havens' zal volgend jaar naar verwachting verdere neerwaartse druk op de rente op Bunds uitoefenen.

FX - De verslechtering van het beleggerssentiment leidde er aanvankelijk toe dat beleggers wat winst namen op longs in US-dollar. Later kochten zij echter weer dollars toen het sentiment nog verder verslechterde. Wij denken dat de opwaartse druk op de US-dollar ten opzichte van de euro beperkt is, afgezien van scherpe risk off periodes of nog agressievere renteverhogingen door de Fed. In de toekomst zullen meer renteverhogingen door de Fed alleen positief zijn voor de US-dollar zolang beleggers niet vrezen voor een sterke vertraging of een recessie in de VS. Wij verwachten meer zwakte voor de Britse pond door de verslechtering van de economische vooruitzichten.

| Belangrijkste economische/financiële prognoses | | | | | | | | | |
|--|------------|-------|--------|--------|------------------------|------------|------|--------|--------|
| BBP-groei (%) | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | Inflatie (%) | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e |
| Verenigde Staten | -3.4 | 5.7 | ↓ 2.5 | ↓ 1.3 | Verenigde Staten | 1.2 | 4.7 | ↑ 9.0 | ↑ 4.6 |
| Eurozone | -6.5 | 5.3 | ↑ 2.9 | ↓ 1.3 | Eurozone | 0.2 | 2.6 | ↑ 7.4 | ↑ 3.7 |
| Japan | -4.6 | 1.7 | ↓ 1.5 | ↓ 1.6 | Japan | 0.0 | -0.2 | ↑ 2.0 | ↑ 1.0 |
| Verenigd Koninkrijk | -9.3 | 7.4 | ↓ 3.6 | ↓ 0.3 | Verenigd Koninkrijk | 0.9 | 2.6 | ↑ 8.8 | ↓ 6.1 |
| China | 2.2 | 8.1 | ↓ 4.2 | ↓ 5.2 | China | 2.5 | 0.9 | 2.5 | 2.0 |
| Nederland | -3.9 | 4.9 | ↓ 3.0 | ↓ 1.3 | Nederland | 1.1 | 2.8 | 8.5 | 4.3 |
| Beleidsrente | 23/06/2022 | +3M | 2022e | 2023e | 10j-rente | 23/06/2022 | +3M | 2022e | 2023e |
| Federal Reserve | 1.75 | 3.00 | ↑ 3.75 | ↑ 3.00 | VS Treasury | 3.07 | 3.90 | ↑ 3.70 | ↑ 2.80 |
| European Central Bank | -0.50 | 0.25 | ↑ 0.75 | ↑ 1.00 | Duitse Bund | 1.44 | 2.20 | ↑ 1.65 | ↑ 1.35 |
| Bank of Japan | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | Japans overheidspapier | 0.23 | 0.25 | ↑ 0.25 | 0.30 |
| Bank of England | 1.25 | 2.00 | ↑ 2.50 | ↑ 2.00 | VK gilts | 2.32 | 3.60 | ↑ 3.05 | 2.00 |
| People's Bank of China | 3.70 | 3.65 | 3.60 | 3.60 | | | | | |
| Grondstoffen | 23/06/2022 | +3M | 2022e | 2023e | Wisselkoersen | 23/06/2022 | +3M | 2022e | 2023e |
| Brent - Olie USD/vat* | 111.7 | 110 | ↓ 120 | ↑ 120 | EUR/USD | 1.05 | 1.07 | ↓ 1.00 | ↑ 1.15 |
| WTI - Olie USD/vat* | 106.2 | 105 | ↓ 115 | ↑ 115 | USD/JPY | 134.9 | 127 | ↑ 130 | 120 |
| Henry Hub - Gas USD/mm | 6.86 | 7.0 | ↑ 5.5 | ↑ 5.5 | GBP/USD | 1.23 | 1.26 | ↓ 1.18 | 1.26 |
| TTF - Gas EUR/MWh* | 95.0 | 90 | ↑ 90 | ↑ 90 | EUR/GBP | 0.86 | 0.85 | ↓ 0.85 | ↑ 0.91 |
| Goud - USD/oz | 1,838 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | USD/CNY | 6.70 | 6.50 | ↑ 6.80 | ↓ 6.50 |

Bron: Refinitiv, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

* Brent, WTI, Henry Hub: actieve maandcontract; TTF: komend kalenderjaar

Macro Team

Sandra Phlippen, Hoofdeconoom | sandra.phlippen@nl.abnamro.com

Aggie van Huisseling, Econoom: aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com

Aline Schuiling, Senior Econoom | aline.schuiling@nl.abnamro.com

Arjen van Dijkhuizen, Senior Econoom | arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

Bill Diviney, Senior Econoom | bill.diviney@nl.abnamro.com

Jan-Paul van de Kerke, Econoom | jan-paul.van.de.kerke@nl.abnamro.com

Nick Kounis, Hoofd van Financial Markets Research | nick.kounis@nl.abnamro.com

Nora Neuteboom, Senior Econoom | nora.neuteboom@nl.abnamro.com

FX & koersen onderzoek

Georgette Boele, Senior FX & Precious Metals Strategist | georgette.boele@nl.abnamro.com

Jolien van den Ende, Senior Rates Strategist | jolien.van.den.ende@nl.abnamro.com

Sonia Renoult, Rates Strategist | Sonia.renoult@nl.abnamro.com

DISCLAIMER

Dit document is opgesteld door ABN AMRO. Het is uitsluitend bedoeld om financiële en algemene informatie te verstrekken over economie. De informatie in dit document is strikt vertrouwelijk en wordt u uitsluitend ter informatie verstrekt. Zij mag niet (geheel of gedeeltelijk) worden gereproduceerd, verspreid of doorgegeven aan derden of worden gebruikt voor andere doeleinden dan hierboven vermeld. Dit document is informatief van aard en vormt geen aanbod van effecten aan het publiek, noch een verzoek tot het doen van een dergelijk aanbod.

Er mag geen enkel vertrouwen worden gesteld, voor welk doel dan ook, in de informatie, opinies, voorspellingen en hypothesen in het document of in de volledigheid, juistheid of billijkheid ervan. Noch ABN AMRO, noch haar directeuren, functionarissen, agenten, gelieerde ondernemingen, groepsmaatschappijen of werknemers geven enige expliciete of impliciete verklaring of garantie met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de in dit document opgenomen informatie en aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enigerlei schade die direct of indirect voortvloeit uit het gebruik van dergelijke informatie. De hierin neergelegde opvattingen en meningen kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO is niet verplicht de in dit document opgenomen informatie na de datum van dit document te actualiseren.

Voordat u belegt in een product van ABN AMRO Bank N.V., dient u zich te laten informeren over de verschillende financiële en andere risico's en de mogelijke beperkingen waarmee u en uw beleggingsactiviteiten te maken kunnen krijgen op grond van toepasselijke wet- en regelgeving. Als u na het lezen van dit document overweegt om in een product te beleggen, wordt u geadviseerd om een dergelijke belegging met uw relatiebeheerder of persoonlijk adviseur te bespreken en na te gaan of het betreffende product -gezien de risico's- past binnen uw beleggingsactiviteiten. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor om wijzigingen aan te brengen in dit materiaal.

© Copyright 2022 ABN AMRO Bank N.V. en gelieerde ondernemingen ("ABN AMRO")