

# Global Macro

Bill Diviney, Nora Neuteboom, Aline Schuiling

[abn.amro.group.economics@nl.abnamro.com](mailto:abn.amro.group.economics@nl.abnamro.com)

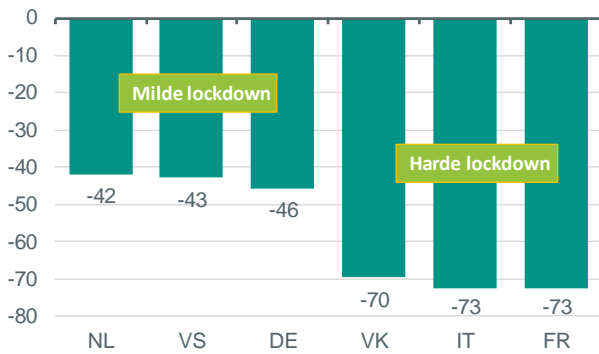
## In sommige landen krijgt bbp veel hardere klap van Covid-19

- ▶ De kracht van de pandemie en de intensiteit van de lockdown lopen sterk uiteen van land tot land
- ▶ Door verschillen in digitalisering en afhankelijkheid van toerisme zijn de economische gevolgen in sommige landen veel ingrijpender dan in andere
- ▶ De macro-economische pijn zal volgens ons in Italië, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk het hevigst zijn, terwijl Nederland, Duitsland en de VS er beter van af komen
- ▶ Omdat de economie in de VS en het VK later op slot ging, kromp hier het bbp in het eerste kwartaal minder sterk dan in andere landen, maar zal de impact in het tweede kwartaal veel groter zijn
- ▶ Landen waar de recessie in 2020 sterker is, ondervinden waarschijnlijk in grotere mate blijvende economische schade

Voor alle grotere ontwikkelde economieën zijn inmiddels bbp-cijfers voor het eerste kwartaal beschikbaar. De ramingen zijn nog voorlopig en de cijfers zullen dus nog wijzigen, maar ze geven wel een vroegtijdige indicatie van de impact van de Covid-19-lockdowns op het bbp in 2020. Wat ons opvalt, zijn de opmerkelijke verschillen in productie in het eerste kwartaal. Voor een deel is dit te wijten aan het moment waarop economieën in lockdown gingen. Hierdoor krijgt het bbp in het tweede kwartaal waarschijnlijk in het VK en de VS een veel hardere klap dan in veel continentaal-Europese landen, die al eerder tot een lockdown overgingen. Dit is echter niet het volledige verhaal. De significante verschillen tussen landen in onze prognoses voor heel 2020 vloeien ook voort uit de uiteenlopende beleidsreacties: sommige landen kozen voor een veel strengere lockdown dan andere. Daarnaast signaleren we grote verschillen in digitalisering en afhankelijkheid van toerisme. Door de uitbraak van het coronavirus is het toerisme abrupt tot stilstand gekomen. Volgens ons zal de krimp in de VS, Duitsland en Nederland het geringst en in het VK, Italië en Frankrijk het sterkst zijn. Economieën die dit jaar de zwaarste klappen moeten incasseren, zullen volgend jaar door basiseffecten in statistisch opzicht sterker opveren, maar de blijvende schade als gevolg van toegenomen faillissementen en werkloosheid zal hier waarschijnlijk groter zijn.

**Grote verschillen in lockdown...**

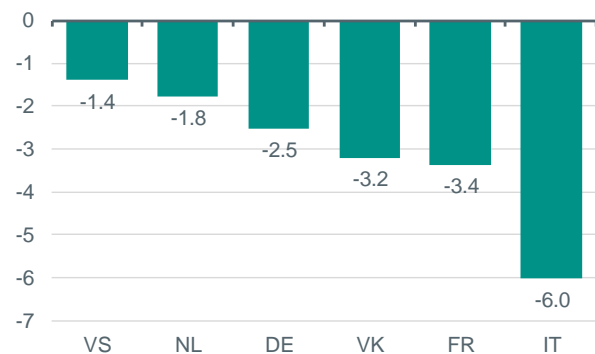
% mutatie in werkplek- en winkelbezoek in april



Bron: Google, ABN AMRO Economisch Bureau

**...leiden tot nog grotere verschillen in macro-impact**

Geraamde mutatie in bbp K4 2021 versus K4 2019, pp



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

**Impact van lockdown is functie van strengheid en duur**

De eerste ontwikkelde economie die vanwege Covid-19 in lockdown ging, was Italië: om te beginnen op 21 februari de zwaarst getroffen noordelijke provincies, waarna op 9 maart het hele land op slot ging. De lockdown in Italië is tot dusverre niet alleen de langste, maar ook een van de strengste. Na Italië gingen bijna alle ontwikkelde economieën minstens een maand in wisselende mate dicht. Een reden waarom Italië het zwaarst door de huidige crisis wordt getroffen, is dat het als eerste ontwikkelde economie met een grootschalige uitbraak van het virus werd geconfronteerd. Andere landen hadden het voordeel dat zij zich beter konden voorbereiden. Zelfs tussen de landen die pas later maatregelen namen, zijn er echter aanzienlijke verschillen in strengheid en duur van de lockdown. Uit mobiliteitsgegevens van Google sinds de uitbraak van Covid-19 leiden we af dat de lockdown in het VK en Frankrijk in grote lijnen het Italiaanse model volgde, maar in Duitsland, Nederland en de VS (gemiddeld) minder streng was en korter duurde. Dit weerspiegelt de aanzienlijke beleidsverschillen tussen deze landen. Deze twee lockdownmodellen kunnen globaal als volgt worden omschreven:

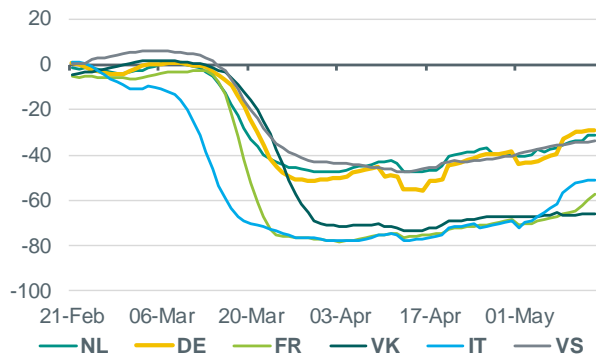
**Harde lockdown van '70%':** voor bijna alle categorieën buitenactiviteiten gelden op ruime schaal beperkingen. Alle niet-essentiële bedrijven (met inbegrip van maakindustrie en bouw) zijn gesloten. Het economisch verkeer daalt met circa 70%.

**Zachte lockdown van '40%':** activiteiten met de hoogste risico's qua menselijk contact zijn verboden, maar bedrijven waar de risico's geringer zijn (maakindustrie, bouw en (in Nederland) zelfs winkels) mogen open blijven. Het economisch verkeer daalt met circa 40%.

De impact van een lockdown op het bbp is veeleer mechanisch, omdat een lockdown per definitie een significant deel van de economische bedrijvigheid aan banden legt (zie onze Focus-publicaties over de [eurozone](#), [Nederland](#) en de [VS](#) voor meer informatie). De impact varieert van land tot land, maar we schatten in dat iedere week dat de lockdown duurt, het bbp in de eurozone in 2020 gemiddeld 0,75 pp lager uitkomt.

**Italië en Frankrijk gingen als eerste in lockdown...**

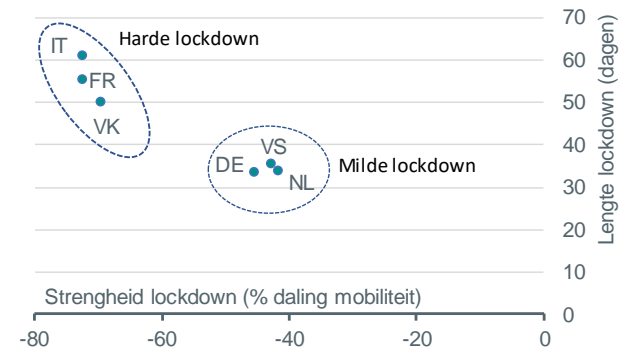
% mutatie in werkplek- en winkelbezoek



Bron: Google, ABN AMRO Economisch Bureau

**...en kenden ook de strengste lockdown**

Strengheid vs duur lockdown



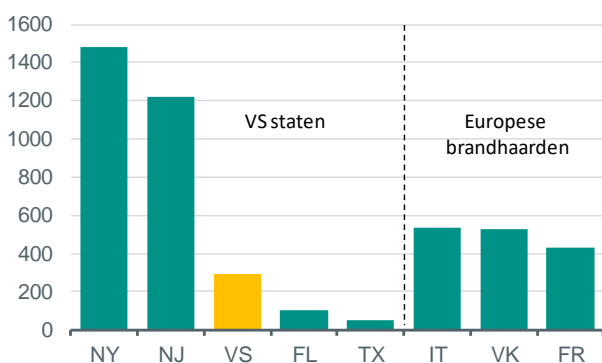
N.B: duur lockdown = aantal dagen dat daling van bedrijvigheid groter dan 40% is. Bron: Google, ABN AMRO Economisch Bureau

**Situatie is in sommige staten in VS veel slechter**

De VS bevindt zich gemiddeld in een 'zachte lockdown', maar tussen afzonderlijke staten zijn er aanzienlijke verschillen, doordat de omvang van de uitbraak en de genomen beleidsmaatregelen sterk uiteenlopen. Zo lijkt de lockdown in enkele staten in het Noordoosten (New York, New Jersey, Connecticut en Massachusetts) qua intensiteit en duur op de 'harde lockdown' in Europese landen. In deze staten heeft het coronavirus zelfs harder toegeslagen dan in de zwaarst getroffen Europese landen. Het aantal Covid-19-doden per miljoen inwoners is in New York en New Jersey (met een gezamenlijke bevolking van 28,3 mln) bijna drie keer zo hoog als in Italië en het VK. In de meeste staten, inclusief minder dicht bevolkte staten zoals Florida en Texas, heeft het virus veel minder hard om zich heen gegrepen, zijn er minder beperkende maatregelen genomen en wordt de economie sneller heropend. Hierdoor is de terugval van de economische bedrijvigheid in de hele VS per saldo vergelijkbaar met een 'zachte lockdown' in Europa.

**Sommige staten VS veel harder getroffen dan andere**

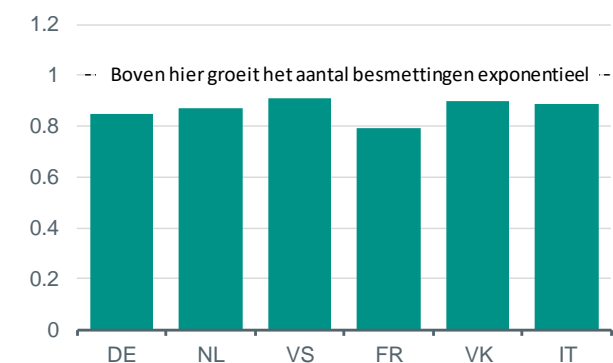
Covid-19-doden per miljoen inwoners



Bron: divers, ABN AMRO Economisch Bureau

**Reproductiegetal < 1 in alle grote economieën**

Reproductiegetal Covid-19



Bron: Imperial College London, ABN AMRO Economisch Bureau

**'R' ligt nu onder 1 – hoe lang dit zo blijft, is bepalend voor herstart van economie**

De ramingen zijn met onzekerheden omgeven, maar alle grotere ontwikkelde economieën zijn erin geslaagd om het reproductiegetal, de zogeheten R, tot onder 1 terug te dringen. Dit betekent dat iedere met Covid-19 besmette persoon gemiddeld minder dan één andere persoon besmet. In de meeste landen lijkt het belangrijkste doel van het regeringsbeleid niet te zijn om het virus volledig uit te roeien, maar om de 'R' onder 1 te houden en te voorkomen dat het zorgstelsel opnieuw overbelast raakt. Het R-getal zal dan ook bepalen in hoeverre economieën verder kunnen worden heropend. Indien het in een bepaald land gedurende een langere periode stijgt, moet de regering van dat land waarschijnlijk opnieuw

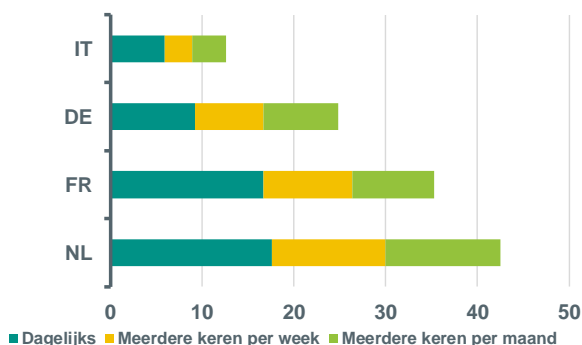
beperkende maatregelen instellen. Of het zover komt, hangt af van de naleving van de regels voor *social distancing* en de implementatie van grootschalig testen en traceren, dat in Azië al succesvol is gebleken. In de afgelopen weken is het R-getal volgens sommige cijfers weer opgelopen onder invloed van de geleidelijke heropening van economieën (zie onze eerder verschenen Global Monthly onder de titel [Waarom herstel traag zal zijn](#)), maar de toename is tot dusverre vrij gering gebleven en lijkt in ieder geval voor een deel de toegenomen testcapaciteit te weerspiegelen (zie onder meer [hier](#)).

## IT-infrastructuur van cruciaal belang voor aanpassingsvermogen

De verstoringen als gevolg van Covid-19 onderstrepen ook het belang van IT-infrastructuur en digitalisering; thuiswerken en online winkelen helpen de verstoring van de economische activiteit te beperken. In dit verband zijn niet alleen private investeringen in hardware en IT-infrastructuur belangrijk geweest, maar ook publieke investeringen in online connectiviteit (hogesnelheids-breedbandinternet), mobiele telefonienetwerken en digitale vaardigheden. Op bijna alle terreinen waren Nederland, Duitsland, het VK en de VS het best voorbereid op de digitalisering van hun economie; Frankrijk en vooral Italië waren veel minder goed voorbereid.

### Thuiswerken het 'nieuwe normaal'

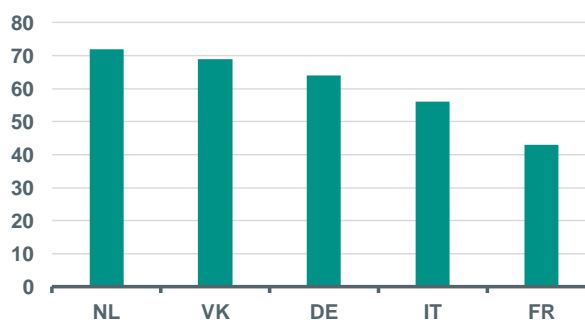
Antwoord op vraag: "Hoe vaak werkte u thuis voor de uitbraak van Covid-19?"



Bron: Eurofound

### Digitale toegang op afstand laag in Frankrijk

Percentage bedrijven waar in 2019 medewerkers op afstand digitale toegang tot zakelijke e-mails, documenten en aanvragen hadden



Bron: Eurostat

## Thuiswerken het 'nieuwe normaal' – niet ieder land was goed voorbereid

In sommige landen was thuiswerken al veel gebruikelijker dan in andere. Zo had in Nederland circa 60% van de werkzame bevolking ervaring met thuiswerken tegen 32% in Italië. Uit cijfers van Eurostat blijkt dat meer dan 70% van de ondernemingen in Nederland hun werknemers toegang op afstand verschaffen tot zakelijke e-mails, documenten en aanvragen, terwijl dit in Frankrijk slechts iets meer dan 40% is. Daarnaast is een (stabiele) internetverbinding nodig om op afstand te kunnen werken. In het algemeen is de internetconnectiviteit van huishoudens in alle onderzochte landen goed, al zijn er nog wel verschillen. In de VS is ongeveer 80% van de totale bevolking aangesloten op het internet, terwijl dit in Nederland, het VK en Duitsland bijna 100% is. Verder zijn er grote verschillen in digitale connectiviteit met de overheid (zie grafiek links hieronder). In Nederland, het VK, Duitsland, Frankrijk kan tussen 60% en 80% van de inwoners digitaal communiceren met de overheid; in Italië is dit iets meer dan 20%.

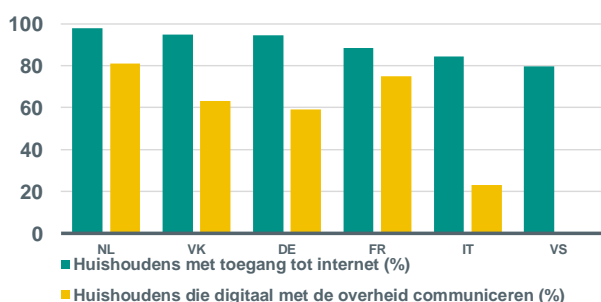
## Verschuiving naar online heeft negatieve gevolgen van lockdown getemperd

Van alle ondernemingen in Nederland, Duitsland, het VK en de VS heeft 80-90% een website. In Frankrijk en Italië ligt dit cijfer dicht bij 70%. Het online aankoopgedrag verschilt ook aanzienlijk per land. Het VK en de VS lopen voorop: van de totale detailhandelsomzet werd in 2018 respectievelijk 17,5% en 16,6% online gerealiseerd. In Frankrijk en Nederland is dit circa 10% en in Italië is het met 3,4% nog veel lager. Op basis van eigen transactiegegevens voor Nederland constateren we een snelle verschuiving van offline naar online. Deze trend is in de afgelopen weken versneld – waarschijnlijk omdat winkeliers en consumenten die eerder minder actief op het internet waren, nu wel gebruik van digitale platforms maken. Zo

is het aantal onlinebestellingen bij restaurants verdubbeld ten opzichte van 2019 (zie: [De consument ten tijde van corona](#)). De opkomst van online compenseert de terugval van offline voor een deel; de mate waarin dit het geval is, varieert echter duidelijk van land tot land.

### Digitale connectiviteit van huishoudens is hoog

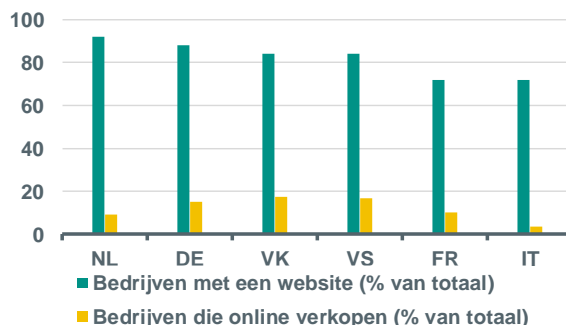
% van totaal aantal huishoudens, 2019; geen cijfers voor VS beschikbaar



Bron: OESO

### Onlineverkoop zijn laag in Italië en Spanje

% van totaal aantal ondernemingen, 2018



Bron: Eurostat

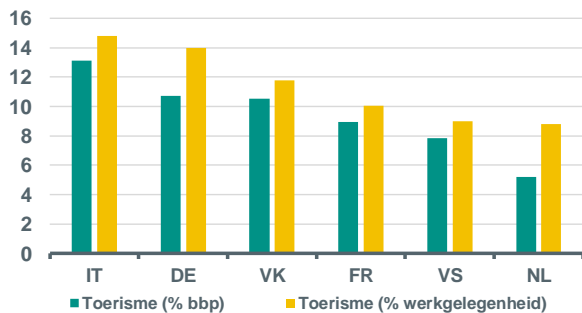
Al met al zijn Nederland, Duitsland, het VK en de VS beter gepositioneerd om zich snel aan de voortschrijdende digitalisering aan te passen. In Frankrijk, en vooral in Italië, gaat de verschuiving naar online trager. We verwachten dat *social distancing* voorlopig de norm blijft. Landen waar thuiswerken en/of e-commerce meer ingeburgerd zijn, konden niet alleen de daling van de economische bedrijvigheid als gevolg van de huidige lockdown voor een deel opvangen, maar zijn ook beter voorbereid voor de komende maanden en misschien wel jaren.

### Ineenstorting van toerisme raakt vooral Zuid-Europa

De internationale toeristenstromen zijn sinds de uitbraak van het coronavirus ingestort. Enerzijds zijn landen in lockdown gegaan of hebben overheden een negatief reisadvies afgegeven en anderzijds hebben consumenten reizen op eigen initiatief geannuleerd of uitgesteld. Zelfs nu lockdownmaatregelen worden versoepeld, is het niet waarschijnlijk dat het toerisme zich herstelt tot het niveau van voor de virusuitbraak. Voor arriverende toeristen geldt in sommige landen (VK) wel een quarantaineverplichting, maar in andere landen (Italië) niet. Bovendien zijn toeristen uit andere werelddelen mogelijk huiverig om naar Europa te komen omdat het virus nog niet volledig onder controle is. De grafiek links hieronder toont het aandeel van de toerismesector in het bbp. Hieruit blijkt dat vooral de Zuid-Europese landen gevoelig zijn voor een sterke daling van het toerisme. Nederland lijkt het minst kwetsbaar te zijn, hoewel het aandeel van het toerisme in de werkgelegenheid vergelijkbaar is met dat in de VS.

**Toerisme vooral belangrijk voor Zuid-Europa**

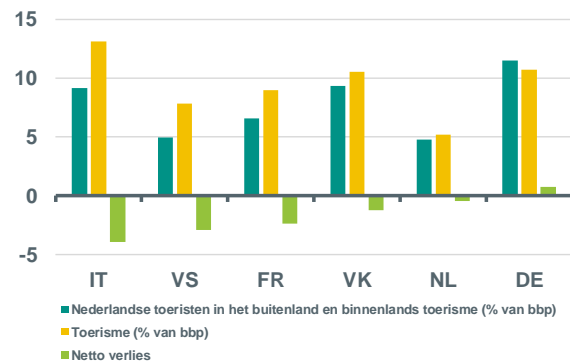
% van bbp / werkgelegenheid (2018)



Bron: Wereldbank

**Zuiden grootste verliezer als grenzen niet opengaan**

% van bbp (2018)



Bron: Wereldbank, ABN AMRO Economisch Bureau

Tijdens de lockdownperiode is het toerisme feitelijk tot stilstand gekomen<sup>1</sup>. De negatieve impact is volgens ons in Italië het grootst (verlies van 2,5 pp bbp in 2020) en is in andere landen aanzienlijk kleiner (1 pp in Nederland). Nu lockdowns worden versoepeld en mensen zich weer vrijer door hun eigen land mogen verplaatsen, kunnen sommige landen profiteren van een toegenomen binnenlands toerisme. Als consumenten besluiten om in eigen land in plaats van het buitenland op vakantie te gaan, dan profiteren waarschijnlijk Duitsland en Nederland het sterkst van deze trend. In de grafiek rechts hierboven geeft de donkergroene balk de som weer van de uitgaven door binnenlandse toeristen en de uitgaven door toeristen uit het betreffende land in het buitenland. De gele balk toont de totale baten uit (binnenlands en buitenlands) toerisme als percentage van het bbp. De lichtgroene balk betreft het verlies / de winst als percentage van het bbp indien inwoners van deze landen besluiten hun vakantie in het binnenland door te brengen. Dit scenario zou vooral voor Zuid-Europa nadelig zijn. Het negatieve effect zou ongeveer 4% van het bbp bedragen.

**Alle landen nemen steunmaatregelen van ongekende omvang**

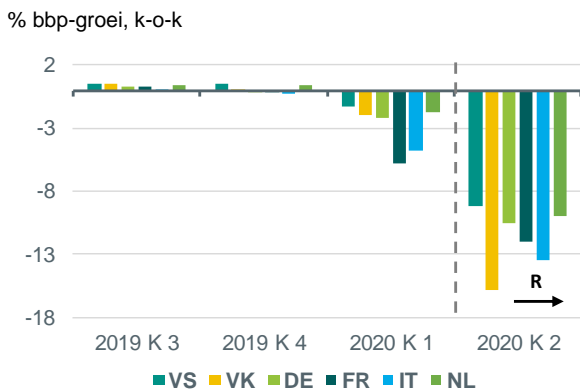
Sinds de uitbraak van het coronavirus hebben regeringen een stortvloed van budgettaire steunmaatregelen genomen. In de eurozone is het merendeel van de aangekondigde begrotingsstimulansen gegoten in de vorm van liquiditeitssteun (bijvoorbeeld garantie- en kredietregelingen) tot gemiddeld circa 20% van het bbp in 2020. Deze liquiditeitssteun is bedoeld om de eerste klap voor de economie te verzachten en voor ondernemingen en consumenten een 'liquiditeitsbrug' te slaan naar de periode na de lockdown. Duitsland en Italië hebben de omvangrijkste liquiditeitssteun aangekondigd (zie grafiek hieronder), hoewel in het VK de garantieregeling geen bovengrens meer kent. Daarnaast hebben regeringen ook discretionaire beleidsmaatregelen (bijvoorbeeld investeringen in de gezondheidszorg, directe inkomenssteun voor kleine bedrijven en huishoudens en belastinguitstel) genomen, variërend van 3,0% van het bbp (Frankrijk) tot 11,3% (VS). Deze discretionaire maatregelen bieden doorgaans met een vertraging van enkele kwartalen steun aan de economische groei. Tot slot zorgen de automatische stabilisatoren (gelijk aan gemiddeld circa 5,7% van het bbp) ook voor een budgettaire impuls, onder meer omdat tijdens een laagconjunctuur de uitgaven voor uitkeringen stijgen en de belastingopbrengsten dalen. Deze automatische stabilisatoren zullen naar verwachting in Frankrijk, Italië en Nederland het grootst zijn. Al met al kiezen alle landen voor significante begrotingsstimulansen, waarbij de belangrijkste onderscheidende factor waarschijnlijk is hoe snel en efficiënt overheden de toegezegde steun kunnen uitkeren. Uitsluitsel op dit laatste punt kan nog niet worden gegeven, maar we vermoeden dat Europese landen – deze hebben immers meer ervaring met regelingen voor loonkostensubsidie om mensen in dienst te houden – wellicht beter presteren dan de VS waar met verlof gestuurde werknemers een werkloosheidsuitkering moesten aanvragen (wat het risico vergroot dat ze permanent werkloos blijven).

<sup>1</sup> We nemen aan dat de lockdown in alle landen twee maanden duurde en dat er gedurende deze periode geen binnenlands toerisme was (in de meeste landen was niet-noodzakelijk binnenlands reisverkeer verboden).

## Groeivoorzichten: bbp krijgt zwaarste klap in Zuid-Europa en VK

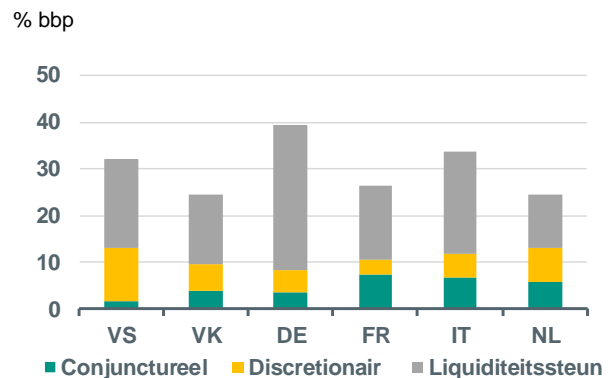
Geen enkel land zal de coronadans ontspringen, maar op basis van de strengheid van de lockdown, de voorbereiding op de digitalisering en de afhankelijkheid van het toerisme denken we dat in Zuid-Europa en het VK het bbp het sterkst daalt.

### In alle landen krijgt bbp in K2 de zwaarste klap



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

### Discretionaire begrotingsstimulansen grootst in VS



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Frankrijk en Italië gingen het eerst in lockdown (op respectievelijk 17 maart en 9 maart) en gingen hierbij ook het meest rigoureuze te werk (iedereen met een niet-vitaal beroep moest thuis blijven; mensen mochten alleen naar buiten voor aankopen om in de eerste levensbehoeften te voorzien en voor doktersbezoek). Het Franse en Italiaanse bbp daalde in het eerste kwartaal met respectievelijk 5,8% en 4,7% k-o-k versus een krimp van 3,8% voor de hele eurozone. Dat het bbp in Frankrijk sterker dan in Italië kromp lijkt verrassend, omdat de Franse economie minder van toerisme afhankelijk is dan de Italiaanse en Fransen meer thuis werken dan Italianen (zie de paragraaf **'Thuiswerken het 'nieuwe normaal' – niet ieder land was goed voorbereid'**). Deze verschillen zullen volgens ons in de komende kwartalen echter wel duidelijker merkbaar worden.

## Geringere daling in het eerste kwartaal in Duitsland, Nederland, VS en VK

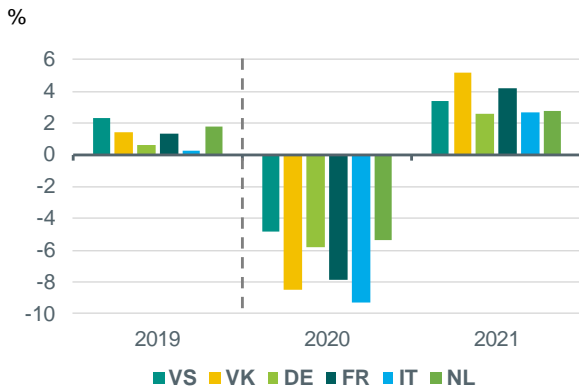
Duitsland en Nederland gingen op ongeveer hetzelfde moment als Frankrijk in lockdown, maar kozen voor minder ingrijpende maatregelen. Mensen mochten hier nog wel naar buiten. Net als in Frankrijk is thuiswerken relatief gebruikelijk in Duitsland en Nederland en is ook het economisch belang van de toerismesector verhoudingsgewijs beperkt. Door al deze factoren kromp het bbp in Duitsland (-2,2%) en Nederland (-1,7%) veel minder sterk dan het gemiddelde van de eurozone. De terugval van het bbp in de VS (-1,2% k-o-k) en het VK (-2,0% k-o-k) bleef ook relatief mild. Dit was grotendeels te danken aan het feit dat deze economieën pas tegen het einde van het eerste kwartaal op slot gingen, ongeveer één week later dan Frankrijk en circa twee weken na Italië. In de VS was de lockdown bovendien in zijn totaliteit minder streng.

## Sterke krimp in het tweede kwartaal in alle landen, maar vooral in het VK

De lockdownmaatregelen bleven in alle zes landen heel april van kracht, maar zijn in de loop van mei heel geleidelijk en stapsgewijs versoepeld. Omdat het VK een even harde lockdown als Frankrijk en Italië instelde, zij het pas vanaf 23 maart (dus circa één tot twee weken later), verwachten we dat de Britse economie in het tweede kwartaal een bijzonder zware klap krijgt en het bbp met bijna 16% krimpt (zie figuur links hierboven). Voor Italië en Frankrijk gaan we uit van een daling van respectievelijk 13,5% en 12%, waarbij de Italiaanse economie zwakker dan de Franse presteert vanwege de relatief grote afhankelijkheid van het toerisme en het veel lagere percentage thuiswerkers. Deze factoren zullen naar onze mening zwaarder wegen dan het feit dat Italië zijn strenge lockdown ongeveer één week eerder dan Frankrijk versoepelde (4 mei versus 11 mei). Omdat de lockdown in de VS niet zo streng was als in Frankrijk en Italië en meer in de buurt kwam van de situatie in Duitsland en Nederland, verwachten we dat het Amerikaanse bbp in het tweede kwartaal met circa 9,2% k-o-k

krimpt. Hiermee loopt de VS ruwweg in de pas met Duitsland en Nederland, waarvoor we een daling van respectievelijk 10,5% en 10% k-o-k voorzien.

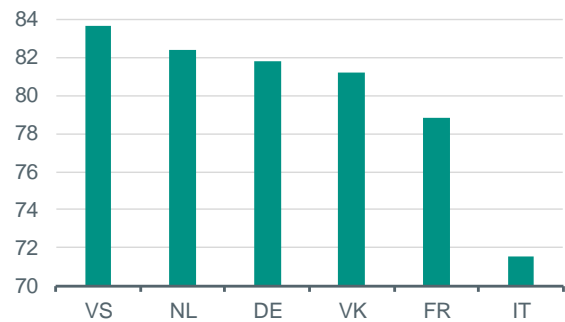
### Groeiraming



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

### VS en Nederland meest competitieve economieën

#### Concurrentieranglijst



Bron: WEF, Global Competitiveness Report 2019

## Vooruitblik naar 2021: verder kijken dan statistische hersteleffecten

In landen waar het bbp als gevolg van de coronacrisis en de lockdown in 2020 het sterkst daalt, is de vergelijkingsbasis in 2021 lager. Statistieken zullen in deze landen dan ook een sterker herstel laten zien. De tweede-ronde-effecten van de lockdown (door bijvoorbeeld een hogere werkloosheid, krappere financiële condities, bedrijfsfaillissementen en verstoringen in toeleveringsketens) zullen in deze landen echter sterker zijn dan in landen waar de recessie in 2020 korter duurt en minder diep is. Daarnaast spelen ook de omvang en de feitelijke implementatie van de budgettaire en monetaire steunmaatregelen een belangrijke rol in de groeivoorzichten voor 2021.

Tot slot zijn verschillen van meer fundamentele aard die de concurrentiekracht van een land, het groeipotentieel op langere termijn en het herstelvermogen na negatieve schokken bepalen, ook relevant. Dit betreft onder meer regelgeving, efficiency van goederenverkeer en arbeidsmarkt, technologische vooruitgang, kwaliteit van infrastructuur en institutioneel functioneren. In de mondiale concurrentieranglijst die deze economische kenmerken meet, scoren de VS en Nederland het hoogst van de zes landen die in deze publicatie zijn geanalyseerd. Duitsland, Frankrijk en het VK vormen de middenmoot en Italië sluit de rij. Bovendien zullen economieën met een sterkere uitgangspositie, zoals een krappe arbeidsmarkt en lage overheidsschuld, waarschijnlijk sneller opveren. Alles bij elkaar opgeteld, denken we dat het Italiaanse bbp de zwaarste klap krijgt (vermoedelijk -6 pp in K4 2021 versus K4 2019), terwijl de VS, Nederland en Duitsland het bbp-verlies het kleinst kunnen houden.

## 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*