

22 december 2016

## Uitvoer, de betrouwbare groeimotor

---

**Nico Klene**

Tel: +31 (0)20 628 4204

nico.klene@nl.abnamro.com

---

- De uitvoer heeft in de voorbije twintig jaar gezorgd voor ongeveer de helft van de economische groei in Nederland. Dat tekent het belang van de uitvoer voor de Nederlandse economie
- De wereldhandel liet tot dusver dit jaar weinig expansie zien, maar de Nederlandse goederenuitvoer nam wel behoorlijk toe. Deze groei overtrof ook die van de eurozone als geheel. Nederlandse exporteurs winnen dus marktaandeel
- We verwachten dat de wereldeconomie het in 2017 beter doet dan in 2016. De gemiddelde groei bij de voornaamste Nederlandse handelspartners lijkt echter op zijn best stabiel te blijven. Duitsland, verreweg de belangrijkste handelspartner, presteert vermoedelijk wat minder goed dan in 2016. Bovendien werkt de sterke oriëntatie op Noordrijn-Westfalen wat in het nadeel van de Nederlandse uitvoer
- Dankzij een verdere vergroting van het marktaandeel kan de Nederlandse uitvoer echter toch wat sterker toenemen dan in 2016
- In 2018 profiteren de eurozone en (ook) Nederland van de waardestijging van de Amerikaanse dollar. Daardoor kan de uitvoergroei nog wat meer versnellen dan in 2017. De bijdrage van de uitvoer aan de economische groei kan dan wat oplopen

### Groei uitvoer staat wat onder druk

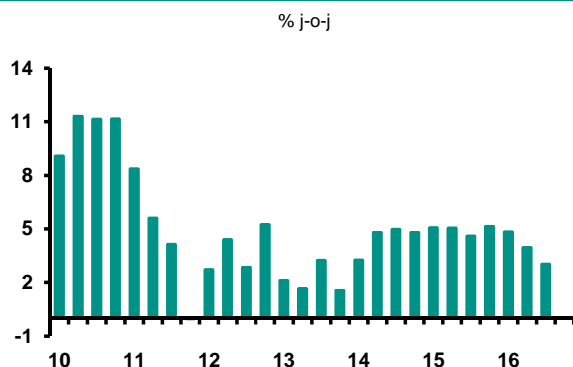
De groei van de Nederlandse uitvoer van goederen én diensten is in de voorbije kwartalen op jaarbasis (jaar-op-jaar) vertraagd. Ten opzichte van de overeenkomstige periode van het voorgaande jaar liep de stijging terug van 5¼% in de eerste helft van 2015 naar 3½% in het derde kwartaal van 2016 (j-o-j; zie grafiek volgende blz.). Deze vertraging heeft te maken met enkele kwartalen waarin de groei ten opzichte van het voorgaande kwartaal tegenviel. Vooral in het tweede kwartaal van 2016 was dat het geval.

De goederenuitvoer wist het stijgingstempo in de eerste drie kwartalen redelijk vast te houden. Sterker nog: de gemiddelde groei was wat hoger dan in 2015. Dat is opvallend want de wereldhandel in goederen nam in die periode met nog geen 1% toe – minder dan in 2015.<sup>1</sup>

---

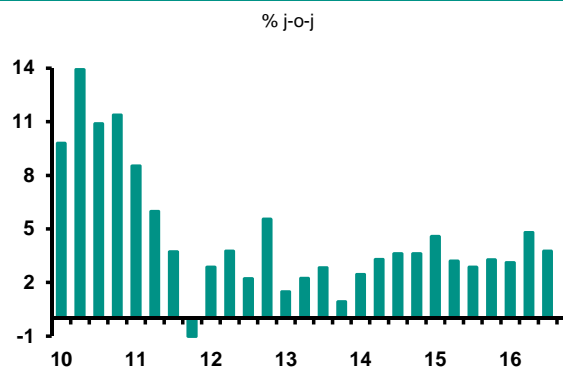
<sup>1</sup> Die magere bijna 1% lijkt te sporen met analyses over een structureel zwakkere groei van de wereldhandel. Zie bijvoorbeeld: <http://www.oecd.org/eco/outlook/Cardiac-arrest-or-dizzy-spell-why-is-world-trade-so-weak-OECD-Paris-21-September-2016.pdf> of: ECB, 'Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?' Occasional Paper Series No. 178 / 2016.

## Groei uitvoer goederen en diensten afgezwakt ...



Bron: Thomson Reuters Datastream

## ... maar groei goederenuitvoer vrij stabiel



Bron: Thomson Reuters Datastream

In de voorbije twintig jaar zorgde de uitvoer voor ongeveer de helft van de toename van het bruto binnenlands product (BBP). En in sommige jaren na de Grote Recessie was de uitvoer zelfs de enige bestedingscomponent die groei liet zien.

**Bijdrage aan de BBP-groei**

Veranderingen in het BBP kunnen worden toegeschreven aan veranderingen in de binnenlandse bestedingen (consumptie, investeringen) en de uitvoer. Voor al deze bestedingen wordt echter invoer gebruikt. Om een goed beeld te krijgen van de bijdrage die de binnenlandse bestedingen en de uitvoer aan de BBP-groei leveren, moet eerst de invoer worden toegerekend aan de consumptieve bestedingen, de investeringen en de uitvoer. Die berekening biedt een indicatie van de bijdrage van de verschillende bestedingscomponenten aan de groei van het BBP.

Als gevolg van het herstel van de binnenlandse bestedingen droegen deze in 2014 en 2015 weer bij aan de stijging van het BBP. Daardoor kon de economische groei in 2015 oplopen naar 2%. Hoewel de uitvoer in dat jaar nog altijd voor 0,6%-punt BBP-stijging zorgde, is de *relatieve* bijdrage aan de BBP-groei teruggelopen naar minder dan een derde. Dat kwam door de grotere bijdrage van de binnenlandse bestedingen.

Ook in 2015 droeg de uitvoer dus behoorlijk bij aan de toename van het BBP. Het tekent opnieuw het belang van de uitvoer voor de economische groei.

In de eerste drie kwartalen van 2016 nam de wereldhandel slechts weinig toe. Maar in ons kwartaalrapport over de Nederlandse economie van november<sup>2</sup> schreven we dat er aanwijzingen zijn dat de mondiale economische groei aantrekt. In dit artikel gaan we nader in op de vooruitzichten voor de Nederlandse uitvoer.

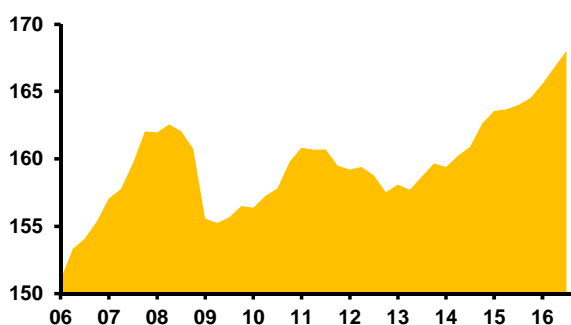
<sup>2</sup> Nederlandse economie in zicht: Groei zet komende jaren door, november 2016, <https://insights.abnamro.nl/2016/11/96736/>.

### De uitvoer bleef groeien terwijl binnenlandse bestedingen het lieten afweten

De Nederlandse economie heeft sinds het begin van de Grote Recessie (eind 2008) per saldo weinig groei laten zien. Kort na deze recessie werd de economie getroffen door de eurocrisis, die leidde tot een tweede recessie (eind 2011-2012). Na deze twee recessies was het BBP pas eind 2014 terug op het niveau vóór de Grote Recessie, in het tweede kwartaal van 2008 (zie grafiek). In de zomer van 2016 was het BBP krap 3½% groter dan voor de eerste recessie.<sup>3</sup>

#### BBP eind 2014 weer groter dan vóór 'Grote Recessie'

Kwartaalcijfers in EUR mld, prijspeil 2010



Bron: Thomson Reuters Datastream

Deze magere ontwikkeling is toe te schrijven aan de binnenlandse bestedingen. Pas in het derde kwartaal van 2016 lagen deze weer op het niveau van het voorjaar van 2008 (zie rechter grafiek volgende blz.). Maar de investeringen in woningen en de investeringen van de overheid lagen nog steeds ruim onder het niveau van destijds, terwijl de consumptieve bestedingen van huishoudens bijna terug waren op het niveau van voorjaar 2008.

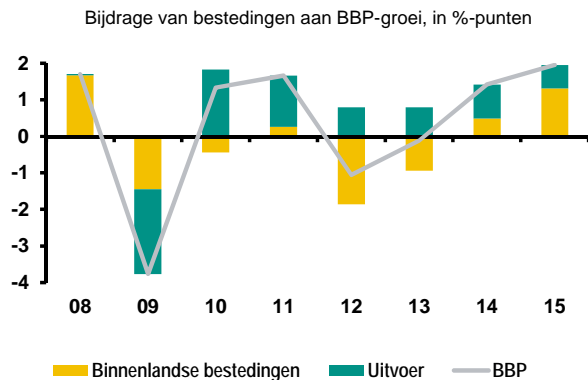
De zwakke groei van de consumptie heeft te maken met het feit dat het reëel beschikbaar gezinsinkomen in deze jaren amper is toegenomen. Bovendien is een deel van het inkomen gebruikt om schulden af te lossen. De crisis op de Nederlandse woningmarkt ging immers gepaard met een flinke daling van de woningprijzen, waardoor veel gezinnen hun huis 'onder water' zagen komen: de waarde van het huis was lager dan hun hypotheek. Door de ingezakte woningmarkt viel de nieuwbouw sterk terug. Dat zien we terug in de woninginvesteringen: deze zijn nog altijd ruim 13% lager dan acht jaar geleden – ondanks het krachtige herstel in de voorbije twee jaar. Verder hebben de investeringen van de overheid geleden onder het bezuinigingsbeleid van de overheid.<sup>4</sup>

Zoals uit de linker grafiek (volgende blz.) blijkt, is de economie in 2012 en 2013 gekrompen door de krimp van de binnenlandse bestedingen. De groei van de uitvoer heeft een diepere tweede recessie voorkomen. Pas in 2014 droegen de binnenlandse bestedingen weer bij aan de groei van de economie en in 2015 was die bijdrage eindelijk groter dan die van de uitvoer.

<sup>3</sup> Als de gaswinning in Groningen niet was verlaagd, zou het BBP in het derde kwartaal van dit jaar 4¼ à 4½% groter zijn geweest dan in het voorjaar van 2008.

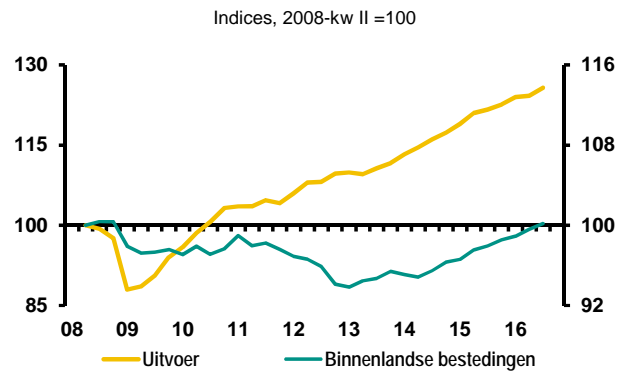
<sup>4</sup> Zie ook: <https://insights.abnamro.nl/en/2016/06/euro-watch-government-investment-collapse/>.

### Uitvoer belangrijk voor groei economie



Bron: CBS

### Uitvoer en binnenlandse bestedingen

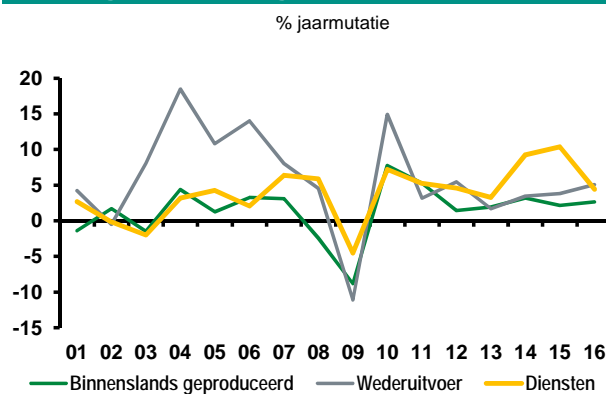


Bron: Thomson Reuters Datastream

De uitvoer is na de enorme dreun van begin 2009 vrij snel weer opgeveerd. In het derde kwartaal van 2010 was de uitvoer terug op het niveau van voor de crisis. Inmiddels is de totale uitvoer een kwart groter dan destijds.

Wel is de gemiddelde jaarlijkse expansie van de uitvoer de laatste zes jaar, sinds het eind van de Grote Recessie, wat lager dan in de tien jaar ervoor. Dat komt helemaal doordat de groei van de wederuitvoer<sup>5</sup> is gehalveerd. Deze was in die periode ervoor nog met gemiddeld ruim 11% gestegen. De twee andere uitvoercategorieën lieten geen vertraging zien: de exportstijging van in Nederland vervaardigde goederen is ruwweg gelijk gebleven, terwijl de dienstenuitvoer juist harder toeneemt dan voor de Grote Recessie. Gevolg is dat de dienstenuitvoer na de Grote Recessie gemiddeld harder is gestegen dan de goederenuitvoer. Daarvoor was dat andersom.

### Uitvoergroei naar categorie



2016: jaar-op-jaargroei eerste drie kwartalen

Bron: Thomson Reuters Datastream, CBS

### Nederlandse exporteurs winnen marktaandeel

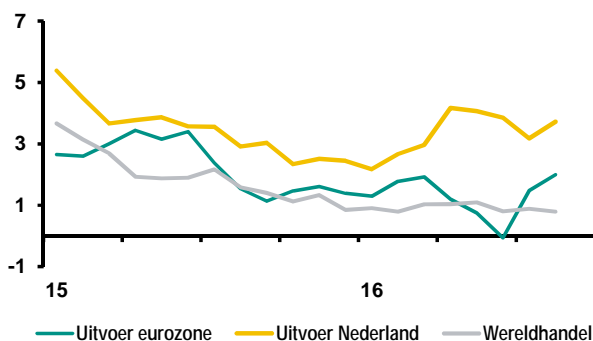
De Nederlandse goederenuitvoer groeide de voorbije paar jaar harder dan de wereldhandel en ook dan de uitvoer van de eurozone (zie volgende grafiek). Het verschil is in 2016 zelfs toegenomen. In de eerste negen maanden van dit jaar liet de Nederlandse

<sup>5</sup> Bij wederuitvoer gaat het om goederen die door een Nederlandse ingezetene worden ingevoerd en in vrijwel onbewerkte staat weer worden uitgevoerd.

goederenuitvoer een stijging zien van 3½ à 4% j-o-j, terwijl de eurozone-uitvoer slechts 1½%<sup>6</sup> toenam en de wereldhandel amper 1% groeide.

### Nederlandse goederenuitvoer groeit harder

% j-o-j; 3-mnd voortschrijdend gemiddelde



Bron: CPB Wereldhandelsmonitor, CBS

Ook als we kijken naar goederen én diensten, zien we dat de Nederlandse uitvoer in de eerste drie kwartalen van dit jaar méér is toegenomen (j-o-j) dan die van de eurozone. Het CPB wijst erop dat de Nederlandse uitvoer harder groeit dan de invoer van de belangrijkste handelspartners - dan de 'relevante wereldhandel'.<sup>7</sup> Nederlandse bedrijven hebben hun marktaandeel in het buitenland kunnen vergroten. Ze profiteren van de flinke verbetering van de prijsconcurrentiepositie in 2015. Volgens berekeningen van het CPB namen de Nederlandse uitvoerprijzen (excl. energie) dit jaar veel minder toe dan die van de concurrenten.

### Groei wereldhandel gaat toenemen

Hoe zal het nu verder gaan met de uitvoer? Daarvoor kijken we naar de economische groei in de wereld en in het bijzonder in de landen die er voor de Nederlandse uitvoer het meest toe doen.

We denken dat de wereldeconomie in 2016 met zo'n 3% is gegroeid. Volgend jaar zal de groei naar onze verwachting aantrekken naar krap 3½%.<sup>8</sup> De expansie van de wereldhandel in goederen zal eveneens hoger uitvallen en uitkomen op ruwweg 3%. De wereldhandel in goederen en diensten zal naar verwachting ongeveer even hard toenemen als de goederenuitvoer.

### Waarheen exporteert Nederland voornamelijk?

Vervolgens kijken we naar de BBP-groei in de landen waarnaar Nederland het meest exporteert. De vraag is of de groei in die landen een ander beeld laat zien dan de (totale) mondiale groei. Als dat het geval is, dan heeft dat wellicht gevolgen voor de

<sup>6</sup> Volgens de Wereldhandelsmonitor van het CPB is de uitvoer van de eurozone in de eerste negen maanden van 2016 met 1½% j-o-j toegenomen en de totale wereldhandel met krap 1%. Volgens de Kwartaalrekeningen van Eurostat zou de goederenuitvoer van de eurozone echter 2½% j-o-j zijn gestegen. De afwijking heeft onder meer te maken met definitieverschillen. Beide reeksen omvatten de onderlinge handel tussen de lidstaten van de eurozone.

<sup>7</sup> CPB, 'Decemberraming 2016', CBP Policy Brief, 2016/5.

De relevante wereldhandel is een gewogen gemiddelde van nationale invoervolumes van goederen en diensten wereldwijd. De gewichten zijn de aandelen van de desbetreffende landen in de Nederlandse uitvoer (bron: CPB).

<sup>8</sup> Zie voor onze visie op 2017 en 2018: <https://insights.abnamro.nl/2016/11/macro-visie-de-brave-new-world-van-2017-en-2018/>.

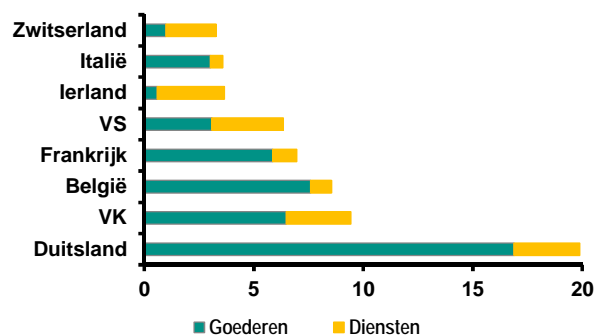
groei van de uitvoer. Welke landen zijn de belangrijkste exportbestemmingen van Nederland?

De belangrijkste landen waarnaar Nederland - binnen en buiten de eurozone - exporteert, zijn achtereenvolgens Duitsland, België, het VK, Frankrijk, de VS en Italië. Het aandeel van deze landen in de Nederlandse goederen-uitvoer loopt af van 23% naar 4%. Samen zijn deze landen goed voor 59% van de uitvoer. Bij de diensten-uitvoer komt volgens het CBS Duitsland op de tweede plaats. De volgorde was in 2015: VS, Duitsland, VK, Zwitserland, Ierland, Frankrijk, Singapore en België.<sup>9</sup> Opvallend is de positie van Ierland en Singapore. Hun hoge klassering heeft met name te maken met internationale diensten die via Nederland worden verhandeld.<sup>10</sup> Het CBS wijst erop dat deze geldstromen relatief weinig economische activiteit in Nederland opleveren. Als je kijkt naar wat Nederland aan de dienstenuitvoer naar Ierland *verdient*, dan scoort dat land duidelijk lager. Dat geldt ook voor Singapore.

Kijken we naar de top van de ranglijst van uitvoer van goederen en diensten tezamen dan is Duitsland verreweg de belangrijkste afzetmarkt, gevolgd door het VK, België, Frankrijk en de VS. De acht landen in onderstaande grafiek zijn goed voor ruim 60% van de Nederlandse uitvoer.<sup>11</sup>

### Belangrijkste exportbestemmingen van Nederland

% aandeel per land in totale Nederlandse uitvoer, 2015



Bron: Thomson Reuters Datastream, CBS

### 2017: meer groei wereldeconomie, maar ook bij belangrijkste handelspartners?

Wat zijn nu onze verwachtingen voor de economische groei in deze landen in 2017? Die verwachtingen lopen uiteen. Het BBP van de VS stijgt waarschijnlijk duidelijk meer dan dit jaar, terwijl dat van het VK en Ierland minder zal toenemen. In Duitsland, België en Italië valt de groei vermoedelijk iets lager uit, terwijl in Frankrijk en Zwitserland de groei stabiel kan zijn. Per saldo lijkt dat niet veel te betekenen voor het (gemiddelde) groeitempo van de uitvoer naar die landen.

### Regionale verschillen in Duitsland niet onverdeeld gunstig voor Nederland

We zagen dat Duitsland verreweg de grootste handelspartner van Nederland is. Daarom is het interessant om wat beter naar het 'grote' Duitsland te kijken. Drie (van

<sup>9</sup> CBS, Export van diensten goed voor 10 procent bbp, 13 oktober 2016. Het CBS laat hier het reisverkeer buiten beschouwing, anders zou Duitsland wél eerste zijn.

<sup>10</sup> Denk bijvoorbeeld aan vergoedingen voor het gebruik van intellectueel eigendom (zoals gebruikslicenties op franchises en handelsmerken).

<sup>11</sup> De kleinste genoemde landen hebben een aandeel van ruim 3%. Exportbestemmingen met een aandeel van minder dan 3% hebben we buiten beschouwing gelaten.

de zestien) Duitse deelstaten zijn tezamen goed voor zo'n twee derde van de Duitse invoer uit Nederland. Dat zijn Noordrijn-Westfalen (NRW), Baden-Württemberg en Beieren. Hun aandeel in de Duitse invoer uit Nederland is groter dan hun gezamenlijke aandeel in de Duitse economie.<sup>12</sup>

Voorals buurman Noordrijn-Westfalen is belangrijk met een aandeel in de Duitse invoer uit Nederland van meer dan 40%. NRW is de grootste Duitse deelstaat, ligt dichtbij en is met ons land verbonden via de Rijn. De uitvoer naar deze deelstaat is groter dan de goederenuitvoer naar Frankrijk, dat de vierde (nationale) afzetmarkt van Nederland is. En de beide Zuid-Duitse deelstaten samen scoren hoger dan zowel de VS als Italië (resp. de vijfde en zesde exportbestemming).

Ramingen voor de economische groei in de Duitse deelstaten hebben we niet. Wel weten we dat de groei in (vooral) Baden-Württemberg en Beieren in 2015 boven het Duitse gemiddelde lag, terwijl NRW geen expansie liet zien. Ook in de vijf jaar daarvoor was de groei in NRW gemiddeld lager dan in heel Duitsland. In de eerste helft van dit jaar waren de verschillen kleiner: Beieren groeide het hardst (jaar-op-jaar), terwijl de BBP-stijging in Baden-Württemberg net boven en in NRW net onder het Duitse gemiddelde lag. Als het BBP van NRW in 2017 opnieuw minder zou toenemen dan dat van heel Duitsland, dan moeten we rekening houden met een licht negatief effect van de uitvoer naar deze deelstaat op de totale Nederlandse uitvoergroei. We wijzen er nogmaals op dat het aandeel van NRW in de Duitse import uit Nederland flink groter is dan het aandeel van NRW in het Duitse BBP.

Daar komt waarschijnlijk nog een 'aardgaseffect' bovenop. Volgens Duitse cijfers voert NRW relatief veel aardgas in uit Nederland. Nu de aardgaswinning in ons land in 2017 opnieuw wordt verlaagd, zal de gasuitvoer naar NRW waarschijnlijk ook verder dalen (ervan uitgaande dat dit contractueel kan).

### **Iets sterkere Nederlandse uitvoergroei in 2017**

De totale wereldhandel zal in 2017 naar verwachting sterker toenemen dan dit jaar. Maar het is twijfelachtig of dit in dezelfde mate geldt voor de invoer van de belangrijkste Nederlandse handelspartners. De economische groei in deze landen lijkt immers op zijn best stabiel te blijven.

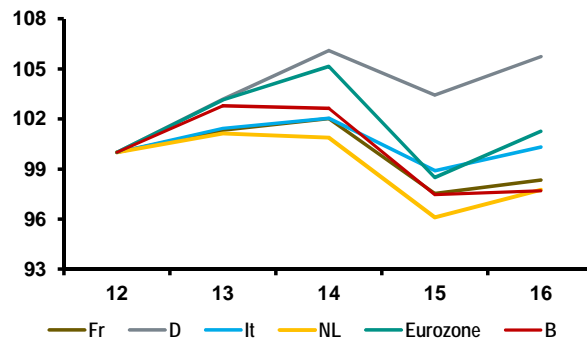
Daar staat tegenover dat de Nederlandse exporteurs volgens de 'Conjunctuurenquête Nederland' (COEN) positief zijn over de buitenlandse omzet in de nabije toekomst. Bovendien zijn ze van mening dat hun internationale concurrentiepositie recentelijk opnieuw is verbeterd. Ook de inkoopmanagersindex (PMI) geeft een positief signaal: de deelindex van nieuwe exportorders staat de laatste maanden ruim boven de '50' - de waarde die de omslag aangeeft tussen krimp en groei. In november is deze index zelfs gestegen naar 56. We denken daarom dat de Nederlandse exporteurs opnieuw wat marktaandeel kunnen winnen. Het CPB wijst erop dat we vaker zien dat Nederlandse bedrijven marktaandeel winnen in perioden van een relatief lage groei van de wereldhandel. Het lijkt erop dat Nederlandse exporteurs meer bedreven zijn dan hun concurrenten om nieuwe afzetmarkten te vinden wanneer de groei van 'oude' markten stagneert.

<sup>12</sup> Met resp. 21,3%, 15,2% en 18,1% zijn deze drie deelstaten goed voor ruim de helft van het Duitse BBP (2015). Zie CBS, Internationaliseringsmonitor 2016-III, blz. 52.

Eerder wezen we er al op dat in 2015 de Nederlandse uitvoerprijzen flink minder toenamen dan die van de concurrenten. Ook de ontwikkeling van de arbeidskosten per eenheid product was relatief gunstig in de voorbije jaren (zie grafiek). Mogelijk profiteert de uitvoer daar ook nog in 2017 van, al is de ontwikkeling van de prijs-concurrentiepositie in 2016 minder gunstig.

### Ontwikkeling concurrentiekracht

Arbeidskosten per eenheid product; indices, 2012=100



Bron: *OECD Economic Outlook*, November 2016 (2016 is taxatie)

Al met al verwachten we dat de Nederlandse uitvoer in 2017 iets meer zal toenemen dan in 2016.

### Groei uitvoer omhoog in 2018

In 2018 verbetert het beeld verder. De wereldeconomie groeit naar onze verwachting iets meer dan in 2017. Daarbinnen zien we de groei van de eurozone nog wat sterker aantrekken. De Europese economie profiteert namelijk van de waardeinstijging van de dollar. Het betekent dat de Nederlandse afzetmarkt kan groeien.

Die waardeinstijging van de dollar heeft te maken met het uiteenlopende monetair beleid in de VS en de eurozone. De ECB heeft onlangs een verdere verruiming van het beleid aangekondigd. In de VS daarentegen heeft de Fed de rente net verhoogd. En wij gaan ervan uit dat de rente verder wordt verhoogd. Die renteverhogingen hebben te maken met het stimulerend beleid dat de nieuwe Amerikaanse president waarschijnlijk gaat voeren. Daardoor zullen de BBP-groei en de inflatie in de VS hoger uitvallen dan eerder was voorzien. In 2017 kan de euro-dollar koers door pariteit (1:1) gaan. De goedkopere euro is positief voor de uitvoer van de eurozonelanden – en dus ook voor Nederland. Met enige vertraging - in 2018 - zal dat positieve effect zichtbaar worden in de uitvoercijfers. Daardoor kan de Nederlandse uitvoer in 2018 sterker toenemen dan in 2017 en waarschijnlijk een iets grotere bijdrage leveren aan de economische groei dan in 2017.

### Samengevat: bijdrage van de uitvoer aan de BBP-groei blijft fors

De uitvoer levert een belangrijke bijdrage aan de economische groei van Nederland. De groei van de uitvoer hangt mede af van de expansie van de wereldhandel. De wereldhandel in goederen liet recentelijk weinig groei zien - vermoedelijk door de dip in de mondiale industriële productie. Maar het internationale conjuncturele herstel lijkt te zijn ingezet. Dat is gunstig voor de Nederlandse uitvoer. Weliswaar lijkt de BBP-groei



bij de belangrijkste handelspartners in 2017 gemiddeld nog niet toe te nemen, maar dankzij een verdere winst aan marktaandeel kan de uitvoergroei toch wat oplopen.

In 2018 profiteren de eurozone en (ook) Nederland van het feit dat de euro in 2017 (naar onze verwachting) goedkoper is geworden ten opzichte van de dollar. Daardoor kan de uitvoergroei wat meer versnellen dan in 2017 en nog wat méér bijdragen aan de economische groei.

Kerncijfers Nederlandse economie				
	2015	2016	2017	2018
	% mutaties			
BBP	2,0	2,1	1,7	1,9
Particuliere consumptie	1,8	1,5	1,8	1,5
Overheidsconsumptie	0,2	0,8	1,0	1,2
Investerings	9,9	6,4	3,0	3,0
Uitvoer	5,0	3,3	3,6	4,2
Invoer	5,8	3,8	4,2	4,5
Consumentenprijzen (CPI)	0,6	0,3	1,2	1,7
Consumentenprijzen (HICP)	0,2	0,1	1,1	1,6
Lonen part. sector	1,2	1,7	1,8	2,0
	Niveaus			
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	6,9	6,0	5,3	5,0
Lopende rekening (% BBP)	8,7	8,2	8,0	7,9
Saldo overheid (% BBP)	-1,9	-0,4	-0,1	0,1

Herziene cijfers zijn gecursiveerd.

Ramingen: ABN AMRO Economisch Bureau

Lees meer over het Economisch Bureau op: <https://insights.abnamro.nl/category/economie/>

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie en sectoren. 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.