

11 april 2017

## Volume groei voor agrarische sector

De komende tijd krijgt de agrarische sector aan de ene kant te maken met een veranderende consument: in Nederland en West-Europa ligt de focus steeds vaker op gezonde en duurzame voeding. Dit betekent minder vlees en betere kwaliteit groente en fruit. Aan de andere kant vraagt de rest van de wereld om meer, maar ook betaalbare voeding. Vooral Azië is een groeiende markt. Voor 2017 en 2018 is met name de politieke arena in Europa belangrijk: de Brexit en de verkiezingen in een aantal Europese landen kunnen het huidige positieve klimaat veranderen.

ABN AMRO verwacht voor dit jaar de [hoogste economische groei in tien jaar](#). De groei wordt breed gedragen: de werkloosheid neemt verder af, de lonen nemen toe en het consumentenvertrouwen laat een stijgende lijn zien. Dit stimuleert de consumentenbestedingen. Maar ook de export neemt verder toe. En dat is goed nieuws voor de agrarische sector, die sterk exportgedreven is. Maar hoewel de verwachtingen positief zijn, zijn de risico's niet verdwenen.

### In het teken van Brexit

Voor de agrarische sector betekende de Brexit onzekerheid. Onzekerheid over de koers van het Britse pond. Onzekerheid over de gevolgen van Brexit voor de economie van het Verenigd Koninkrijk en onzekerheid over eventuele

handelsbeperkingen. Er wordt jaarlijks voor circa EUR 6 miljard aan landbouwproducten naar het Verenigd Koninkrijk geëxporteerd. Daarmee is het Verenigd Koninkrijk het op twee na belangrijkste exportland voor de Nederlandse landbouw. De export naar het VK daalde dan ook toen het nieuws bekend werd over de uitslag van het Brexit referendum. Maar de daling van de uitvoerwaarde bleef nog beperkt (-2%) en was voornamelijk te danken aan het pond, die naar een dieptepunt van EUR/GBP 1,35 naar EUR/GBP 1,10 zakte. Het VK-consumentenvertrouwen bleef namelijk overeind en ook een gevreesde recessie bleef uit.

### Door softe Brexit nog groei in 2017

ABN AMRO verwacht dat in het Verenigd Koninkrijk voor 2017 en 2018 de groei lager zal

liggen dan in 2016, maar van een recessie zal geen sprake zijn. Voor het pond verwacht ABN AMRO in 2017 een stabilisering, maar als in 2018 de gevolgen van een Brexit duidelijker zullen worden, zal het pond naar verwachting weer dalen. Of en in welke mate de Brexit invloed heeft op de export van landbouwproducten naar het VK is van verschillende factoren afhankelijk. Allereerst natuurlijk de koers van het pond, maar ook de consumentenbestedingen in het VK en ten slotte hangt veel af van het verloop van de onderhandelingen. Vooralsnog gaan we uit van een softe Brexit, waarbij de onderhandelingen relatief soepel verlopen en de verhoudingen tussen de EU en het VK positief blijven. Dit betekent dat de invloed van een Brexit voor 2017 beperkt zal zijn, maar in 2018 zal er meer onzekerheid komen.

### Verkiezingen Frankrijk en Duitsland vormen een risico

Net zo belangrijk als wat er in het Verenigd Koninkrijk gaat gebeuren is wat er in Duitsland en Frankrijk gaat gebeuren, nu de verkiezingen voor de deur staan. De Duitse economie staat er goed voor, maar grote hervormingen van de Duitse economie zijn uitgebleven, waardoor de vraag ontstaat wat er gaat gebeuren na de Duitse federale verkiezingen in september dit

jaar. Ook in Frankrijk zijn er dit jaar verkiezingen. De Franse economie blijft wat achter ten opzichte van een aantal andere landen in Europa en de Franse verkiezingen zullen spannend worden. Het rechts-populistische Front National is volgens de peilingen populair. Zij pleiten voor het uitreden uit de EU. De kans dat zij de grootste partij worden is vooralsnog klein. Maar het anti-Europese sentiment in Europa is onmiskenbaar

### Gemengde signalen in de agrarische sector

De ondernemers in de landbouw zijn positief gestemd: ze zijn positief over de economie en ze verwachten voor 2017 een groei van de inkomsten. Toch hangt de sector een aantal uitdagingen boven het hoofd, naast de onzekerheden in Europa. Allereerst is de aantrekkende melkprijs gunstig voor de melkveehouders, maar de fosfaatregelgeving kan grote gevolgen hebben voor de inkomensontwikkeling van deze branche. Daarnaast biedt de hogere prijs voor varkenshouders hoop en voor de akkerbouw geldt een gemengd beeld: er is meer rendement te behalen op aardappelen en uien, terwijl het spilgewas graan nog onder druk staat. Ook in 2017 zal de graanprijs nog laag blijven; hoge voorraden wereldwijd zorgen voor lagere prijzen. Voor de sierteelt geldt ook dat ze sterk export afhankelijk zijn. Bovendien is de sierteelt meer afhankelijk van het VK, dan veel andere

sectoren. En dus blijft voor deze branche de Brexit een belangrijk thema. Ook heeft met name de AGF- branche nog steeds last van de Russische boycot. Terwijl bijvoorbeeld pootgoed en zaaizaad wel Rusland in mag. Al met al verwacht ABN AMRO een volumegroei voor de agrarische sector. Het uitblijven van perikelen omtrent een Brexit, de gematigde groei in de belangrijkste exportlanden

en de toename van de consumentenbestedingen betekenen dat de verwachtingen voor de export van agrarische producten en de verkoop van voedingsmiddelen in Nederland positief zijn. Voor 2017 verwacht ABN AMRO dat de volumes met 1,5% zullen groeien, voor 2018 verwacht ABN AMRO een groei van 1%. Wel zullen er verschillen per branche zijn.

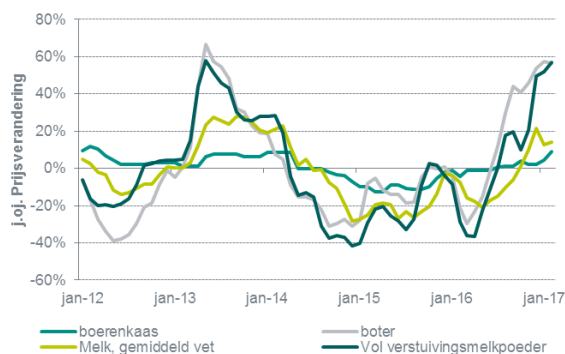
Prognoses		2015	2016	2017	2018
%mutaties					
Totaal Landbouw	Prijs	-2,1	-1,2	◄►	◄►
	Volume	1,2	1,2	1,5	1
melk	Prijs	-19,2	-10,0	▲	▲
	Volume	7,8	7,5	-3,0	-3,0
varkens	Prijs	-13,7	11,3	▲	◄►
	Volume	-6,4	1,8	1,5	1,0
pluimvee	Prijs	-0,6	-6,0	▼	◄►
	Volume	8,6	5,3	0,0	0,0
rund- & kalfsvlees	Prijs	-0,4	-6,9	◄►	◄►
	Volume	9,7	6,5	0,0	1,0
akkerbouw	Prijs	-7,0	-2,0	▼	▲
	Volume	-13,0	-4,0	10,0	2,0
planten en bloemen	Prijs	0,1	-0,1	▲	◄►
	Volume	1,2	3,3	2,0	1,0
groenten & fruit	Prijs	12,0	-2,0	◄►	◄►
	Volume	2,0	-1,0	2,0	1,0
visserij	Prijs	3,3	7,2	▼	◄►
	Volume	-14,0	11,0	4,0	3,0

Belangrijk voor de agrarische sector zijn de consumententrends. De focus op gezondheid en duurzaamheid wordt steeds belangrijker. Hier hoort bij dat de consument beter let op hoe zijn voeding geproduceerd wordt. Dit biedt uitdagingen, maar ook zeker kansen voor de agrarische sector.

### Zuivel: alles in het teken van fosfaatplafond

De afgelopen jaren stonden in het teken van de lage zuivelprijs. En ook in 2016 daalde de prijs nog, maar medio 2016 was er sprake van herstel. Niet alleen de grondstofprijzen herstelden zich, ook de uitbetaalde melkprijs nam toe.

### Herstel voor zuivelprijzen medio 2016



Bron: WUR

De zuivelprijs stabiliseerde begin 2017 op een niveau dat voor veel melkveebedrijven

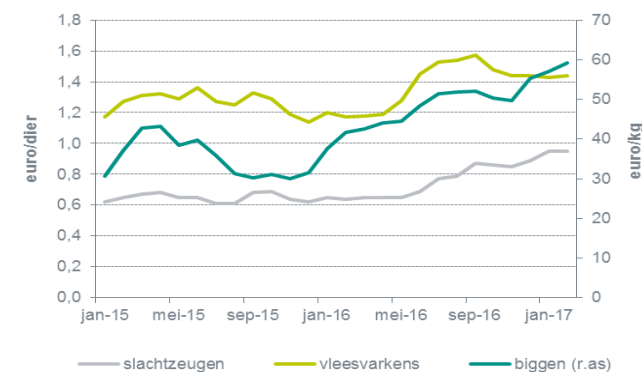
kostendekkend is. De oorzaak van het herstel was een daling van het mondiale aanbod van melk en doordat de EU door middel van interventie maatregelen nam om de melkcrisis het hoofd te bieden. Wij verwachten dat de melkprijs in de tweede helft van dit jaar langzaam doorstijgt. De mondiale vraag naar zuivel groeit en de balans tussen vraag en aanbod is verbeterd. De markt voor melkeiwitten staat nog wel onder druk, mede door de interventievoorraden die boven de markt hangen. Boter daarentegen kent een zeer sterke vraag en de prijs van melkvet is erg hoog. De bewustwording van de consument heeft hier mee te maken: de realisatie dat echte boter wellicht niet zo ongezond is als gedacht, zorgt voor een hogere vraag naar boter. Voor 2017 verwacht ABN AMRO een stijging voor de prijs van melk met 15% en een daling van de productie met 3%. De uitwerking van het fosfaatreductieplan in Nederland heeft tot gevolg dat de productie afneemt. Daarbij is 2017 een opmaat voor 2018. De productie zal in 2018 verder dalen met eenzelfde percentage (3%).

### Varkens: dalende consumptie zet productie onder druk

In 2016 daalde de varkensstapel met 5%. Het aantal slachtingen groeide licht: in 2016 werden er 1% meer varkens geslacht. Toch stegen de inkomsten van varkenshouders flink. In 2016 diende zich namelijk herstel aan voor de prijzen

van biggen en varkensvlees. Halverwege het jaar versnelde dit herstel zich om gemiddeld over 2016 uit te komen op een groei van 35% (biggen), 15% (slachtzeugen) en 8% (vleesvarkens). En ook in de eerste paar maanden van 2017 is de prijs j-o-j. verbeterd. De biggenprijs ligt op het hoogste niveau sinds een aantal jaar. De voornaamste oorzaak van de hogere prijs is de ingekrompen varkensstapel. Een typisch kenmerk van de varkenscyclus. Maar ook een hogere vraag uit Azië, droeg bij aan de prijsstijging. De consumptie in Aziatische landen groeit enorm door een hoge welvaarts-groei en een hoge bevolkingsgroei.

### Prijs flink gestegen in 2016



Bron: WUR

Maar Europa is voor de Nederlandse varkenshouders de belangrijkste exportmarkt.

En in Europa daalt de consumptie van varkensvlees. De trend om minder vlees te eten, vanwege duurzaamheidsredenen (klimaat of dierenwelzijn), maar ook de lage bevolkingsgroei zorgen voor stagnatie. Hierdoor staan in Nederland en Europa zowel de productie, het aantal slachtingen als de consumptie onder druk. Nederlandse spelers in de vleesketen zijn op zoek naar businessmodellen voor vleesconcepten die inspelen op deze trends. Volumegroei zal uit Azië moeten komen, maar voor dit deel van de wereld ligt er veel concurrentie op de loer. Daarnaast is het een lastige markt, die veel kennis vereist. Voor 2017 verwacht ABN AMRO een prijsstijging, maar in 2018 zal de prijs stabiliseren.

#### **Pluimvee: hoge concurrentie zet prijzen onder druk**

Wereldwijd gaat kip naar verwachting het meest gegeten vlees worden. Dit heeft te maken met de relatief lage prijs van dit efficiënt geproduceerde vlees, maar ook met het feit dat er wereldwijd minder religieuze bezwaren zijn tegen het eten van pluimvee. Als een van de weinige vleessoorten is er nog wel groei naar de vraag van kip in Europa. Voor de gehele EU gold een productiegroei van circa 4% in 2016. De prijs staat wel onder druk. Door een toegenomen productie, met name in Oost-Europa daalde de prijs in 2016 met 6%. Voor

legpluimvee geldt ook dat de concurrentie voornamelijk uit Oost-Europa komt en dat zorgt voor druk op de eierprijs. In de EU zal de productie van eieren naar verwachting stabiel blijven.

Maar in Nederland zal de productie van pluimveevlees verder afnemen, doordat Nederlandse ondernemers zich meer gaan richten op duurzamere varianten van pluimvee. Uit cijfers van Beter Leven blijkt dat het aantal vleeskuikens en leghennen dat gehouden wordt onder het 'beter leven'-keurmerk sterk is gegroeid. In Nederland is daar ook meer vraag naar: Supermarkten richten zich op het verduurzamen van hun aanbod. Voor 2017 verwacht ABN AMRO dat bij zowel pluimveevlees als legpluimvee de prijs onder druk zal blijven staan en dat de productie stabiel zal blijven.

#### **Rund- en kalfsvlees: lagere inkomsten voor rundveehouders**

Voor rund- en kalfsvlees geldt hetzelfde als voor varkensvlees: de consumptie van vlees staat in Europa onder druk. Hier staan gezondheid en duurzaamheid hoog op de agenda van de consument. In Europa valt er dus niet veel groei te verwachten, maar wereldwijd zal de vraag nog wel toenemen. Voor kalfsvlees geldt dat de Verenigde Staten sinds vorig jaar weer een afzetmarkt is. Deze extra afzet is hard nodig. Voor Nederlandse kalverhouders geldt dat de

kwaliteit van Nederlandse rund- en kalfsvlees een belangrijk concurrentievoordeel blijft. Het belang daarvan werd onlangs weer bevestigd door de importbeperking van Braziliaans vlees na de ontdekking van onregelmatigheden in de kwaliteitscontroles van vlees uit Brazilië. Toch blijft het voor Nederlandse ondernemers een lastige markt, met hoge concurrentie. ABN AMRO verwacht dat zowel de prijzen als de productie stabiel zullen blijven en geen groei vertonen.

#### **Akkerbouw: Vervallen suikerbietenquotum zorgt voor hogere productie**

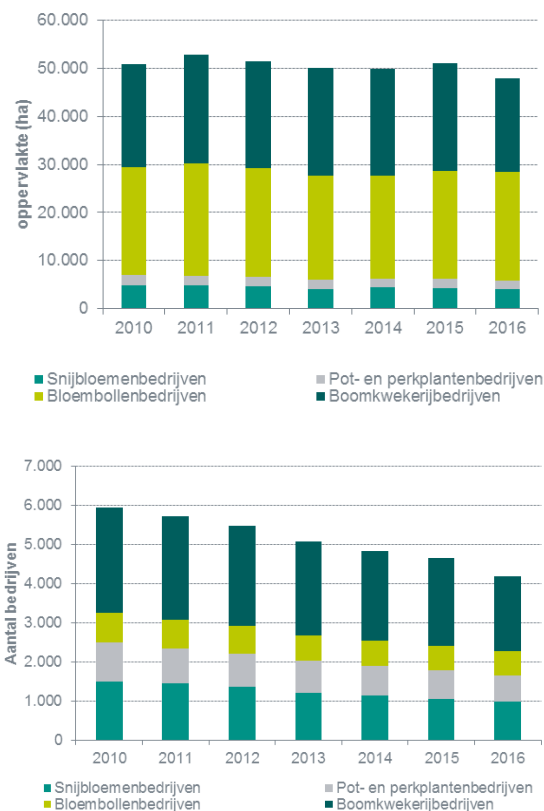
Nederland heeft internationaal een goede positie op het gebied van aardappelen en uien. Er is veel kennis en de uitstekende infrastructuur in Nederland in combinatie met de lage vrachtkosten hebben voor een groei van de export gezorgd. De graanprijzen staan wereldwijd onder druk. In 2016 daalde de prijs van graan met 10%. En, door een goede oogst in met name Zuid-Amerika, blijft de druk op graanprijzen dit jaar hoog. In Nederland was de graanoogst juist lager: de opbrengst van tarwe viel in 2016 terug van 1,3 miljard kg naar 1,0 miljard kg. Een afname van 22%. Voor de suikerbieten geldt dat de suikerprijs hoog ligt door een tegenvallende oogst wereldwijd. Dit jaar wordt het EU suikerbietenquotum opgeheven en zal Europa dit jaar al meer suikerbieten produceren. Hierdoor verandert

Europa naar verwachting van een suikerimporteur, naar een suikerexporteur. Dit zorgt voor een hogere productie, maar waarschijnlijk een daling van de prijs. Voor de toekomst geldt dat ook de akkerbouw te maken krijgt met een consument, die vaker vanuit klimaat oogpunt, dierenwelzijn of gezondheid zijn eetpatroon aanpast. Maar anders dan bijvoorbeeld de vleessector kan de akkerbouw hiervan profiteren. Zo zouden plantaardige eiwitten een goed alternatief voor vlees zijn. En bij de toenemende vraag naar verse en onbewerkte voeding passen uien, peen en aardappels uitstekend. Bovendien kunnen de Nederlandse producenten profiteren van de consument die ook steeds meer let op de carbon footprint van voeding. Voor de gehele akkerbouw geldt dat de prijzen nog onder druk blijven staan.

### Planten & Bloemen: *Branche heeft tijdsbeeld mee*

In 2016 zijn voor nagenoeg alle categorieën de arealen teruggelopen. Niet alleen zijn de arealen teruggelopen, ook het aantal bedrijven neemt al jaren (nog sneller) af. De Nederlandse telers hebben de laatste jaren moeite gehad met bedrijfsopvolging en het genereren van voldoende rendement waardoor bedrijven ophouden te bestaan. Daarnaast is bijvoorbeeld de productie van rozen naar lageloonlanden verplaatst, zoals Kenia en Ethiopië.

### Aantal bedrijven loopt sneller terug dan areaal



Bron: CBS

Maar desondanks was 2016 een goed jaar voor de sierteelt en dat was volgens de WUR onder meer te danken aan de verbetering van de Nederlandse economie en een hogere export.

Bijna 90% van de bloemen- en plantenexport vindt plaats binnen Europa. Met name Duitsland is een belangrijk exportland. Maar liefst een derde van alle bloemen en planten gaat naar Duitsland. Het Verenigd Koninkrijk volgt op de tweede plek met 12% van alle export van bloemen- en planten. In 2016 is de uitvoerwaarde van bloemen en planten met circa 5% gestegen. Voor de telers geldt dat zij steeds meer hun eigen afzet organiseren, waardoor de keten korter wordt en de kosten lager. Dit zorgt voor margeverbetering en een beter marktinzicht. De bloemen & plantensector heeft het tijdsbeeld mee. Een groene leefomgeving draagt positief bij aan het leefklimaat en consumenten, maar ook bedrijven, overheden en horeca spelen daar steeds vaker op in. Nu in 2017 de inkomens naar verwachting zullen stijgen, zullen de volumes in planten & bloemen verder toenemen (2%) en door een hogere vraag, zal ook de prijs verder toenemen. Voor 2018 geldt dat de koers van het pond naar verwachting zal dalen, dat zal tot een exportdaling naar het VK leiden. De groei voor 2018 schatten we daarom lager in: 1%.

### Groenten & Fruit: *Vooral kwaliteit en leverbetrouwbaarheid belangrijk*

De prijzen van fruit zijn sterk afhankelijk van vraag en aanbod en door sterke

concurrentie staan de prijzen onder druk. Wel is er een duidelijk verschil tussen de concurrentiepositie van bijvoorbeeld appels ten opzichte van peren. De Nederlandse peren hebben een sterke positie in Europa, maar voor appels geldt dat er sterke concurrentie is vanuit het zuidelijk halfrond. Bovendien is, met behulp van EU-subsidies, de productie uit Polen toegenomen. Door de Rusland boycot komen die Poolse appels ook meer op de Duitse markt die juist voor Nederland belangrijk is. De prijs van Nederlandse glasgroenten hebben in 2015 en 2016 een mooi herstel laten zien. De markt lijkt verzadigd en concurrentie moet op andere factoren plaatsvinden dan op prijs. Dat gebeurt ook: de Nederlandse groentesector onderscheid zich op kwaliteit, smaak en leverbetrouwbaarheid. Hierdoor is de positie van de Nederlandse ondernemer de laatste jaren ook aanzienlijk verbeterd in West-Europa. Leverbetrouwbaarheid naar supermarkten bleek belangrijk toen de slechte groente-oogst in Spanje zorgde voor lege schappen in supermarkten in Europa. Maar met name de constante kwaliteit is belangrijk nu steeds meer consumenten letten op de herkomst en smaak van hun producten. Uit onderzoek van het GFK blijkt dat het aandeel mensen dat erop let

waar hun groente en fruit vandaan komt is gestegen van 26% in 2015 naar 30% in 2016. De sector zal dus moeten zorgen dat smaak belangrijker blijft van productie. Voor 2017 verwacht ABN AMRO dat de druk op de prijzen blijft bestaan, maar dat de volumes voor groente & fruit met 2% zullen toenemen. De sector heeft geïnvesteerd in, op de consumentgerichte verpakkingen en dat heeft zijn vruchten afgeworpen.

#### **Visserij: 2016 was een goed jaar**

De Nederlandse visserij heeft het in 2016 financieel goed heeft gedaan. Maar niet alle onderdelen hebben goed gepresteerd; de mosselsector heeft vorig jaar te maken gehad met een behoorlijke volumedaling. Een belangrijke oorzaak hiervan was het aantreffen van tetrodotoxine in mosselen uit de Oosterschelde. Dit had tot gevolg dat de aanvoer van mosselen met 34% daalde en de prijs met 21%. De totale aanvoer door de kottervisserij nam volgens WUR met 4% toe: met name de aanvoer van rode poot nam toe, maar ook de aanvoer van inktvis en makreel steeg. De aanvoer van de grote visserij steeg ook (13%). Vooral haring en blauwe wijting droegen bij aan deze stijging. Ook de prijzen stegen, waardoor de opbrengsten flink toenamen in 2016. Voor de komende periode zijn een aantal factoren van invloed op de

volumes. Allereerst natuurlijk de economische en geopolitieke factoren, zoals de Brexit. Dit laatste kan voor vissers een grote impact hebben als in de onderhandelingen wordt besloten om Britse waters alleen toegankelijk te maken voor Britse vissers. Daarnaast is er regelgeving die invloed kan hebben op de visserij, zoals de aanlandplicht die gefaseerd wordt ingevoerd, het wel of niet ophogen van de pulsontheffing en de visquota. En tenslotte hebben de onderliggende trends invloed op de volumes van de visserij. Trends zoals de grotere focus op gezondheid door de consument: vis kan door het gezondheidsimago profiteren van deze trend. De consumptie van verse vis nam toe. Zo steeg de omzet van de visspecialzaken in 2016 met 3,4% en anders dan andere voedingspecialzaken nam ook het aantal winkels toe. Voor dit jaar verwacht ABN AMRO een hogere aanvoer van vis (4%), onder meer door hierboven geschreven onderliggende trends, maar ook door een toegenomen capaciteit en de toegenomen prijs.

#### **Gehanteerde bronnen:**

CBS  
Detailhandel.info,  
GFK  
WUR

## ABN AMRO Sector Advisory

	Sander van Wijk	<i>Hoofd Sector Advisory</i>	sander.van.wijk@nl.abnamro.com				
	-----	<i>Hoofd Sector Research</i>					
	Maria Gambin Andres	<i>Secrètaresse</i>	maria.gambin.andres@nl.abnamro.com				
<b>Industrie</b>	David Kemps	<i>Sector Banker</i>	david.kemps@nl.abnamro.com	<b>Retail</b>	Henk Hofstede	<i>Sector Banker</i>	henk.hofstede@nl.abnamro.com
	Casper Burgering	<i>Sector Econoom</i>	casper.burgering@nl.abnamro.com		Sonny Duijn	<i>Sector Econoom</i>	sonny.duijn@nl.abnamro.com
	Roderick Vos	<i>Sector Analyst</i>	roderick.vos@nl.abnamro.com		Saskia van de Scheur	<i>Sector Analyst</i>	saskia.van.de.scheur@nl.abnamro.com
<b>Bouw</b>	Petran van Heul	<i>Sector Banker</i>	petran.van.heul@nl.abnamro.com	<b>Leisure</b>	Stef Driessen	<i>Sector Banker</i>	stef.driessen@nl.abnamro.com
	Madeline Buijs	<i>Sector Econoom</i>	madeline.buijs@nl.abnamro.com		Sonny Duijn	<i>Sector Econoom</i>	sonny.duijn@nl.abnamro.com
	-----	<i>Sector Analyst</i>			Saskia van de Scheur	<i>Sector Analyst</i>	saskia.van.de.scheur@nl.abnamro.com
<b>Transport &amp; Logistiek</b>	Bart Banning	<i>Sector Banker</i>	bart.banning@nl.abnamro.com	<b>Food</b>	Rob Morren	<i>Sector Banker</i>	rob.morren@nl.abnamro.com
	Madeline Buijs	<i>Sector Econoom</i>	madeline.buijs@nl.abnamro.com		Nadia Menkveld	<i>Sector Econoom</i>	nadia.menkveld@nl.abnamro.com
	-----	<i>Sector Analyst</i>			Martijn Leguit	<i>Sector Analyst</i>	martijn.leguit@nl.abnamro.com
<b>TMT</b>	Steven Peters	<i>Sector Banker</i>	steven.peters@nl.abnamro.com	<b>Agrarisch</b>	Pierre Berntsen	<i>Sector Banker</i>	pj.bemtsen@nl.abnamro.com
	Kasper Buiting	<i>Sector Econoom</i>	kasper.buiting@nl.abnamro.com		Jan de Ruyter	<i>Sector Banker</i>	jan.de.ruyter@nl.abnamro.com
	Frederieke van Oppen	<i>Sector Analyst</i>	frederieke.van.oppen@nl.abnamro.com		Nadia Menkveld	<i>Sector Econoom</i>	nadia.menkveld@nl.abnamro.com
<b>Zakelijke diensten</b>	Han Mesters	<i>Sector Banker</i>	han.mesters@nl.abnamro.com		Martijn Leguit	<i>Sector Analyst</i>	martijn.leguit@nl.abnamro.com
	Kasper Buiting	<i>Sector Econoom</i>	kasper.buiting@nl.abnamro.com				
	Frederieke van Oppen	<i>Sector Analyst</i>	frederieke.van.oppen@nl.abnamro.com				

## Disclaimer

This document has been prepared by ABN AMRO. It is solely intended to provide financial and general information on economics. The information in this document is strictly proprietary and is being supplied to you solely for your information. It may not (in whole or in part) be reproduced, distributed or passed to a third party or used for any other purposes than stated above. This document is informative in nature and does not constitute an offer of securities to the public, nor a solicitation to make such an offer.

No reliance may be placed for any purposes whatsoever on the information, opinions, forecasts and assumptions contained in the document or on its completeness, accuracy or fairness. No representation or warranty, express or implied, is given by or on behalf of ABN AMRO, or any of its directors, officers, agents, affiliates, group companies, or employees as to the accuracy or completeness of the information contained in this document and no liability is accepted for any loss, arising, directly or indirectly, from any use of such information. The views and opinions expressed herein may be subject to change at any given time and ABN AMRO is under no obligation to update the information contained in this document after the date thereof.

Before investing in any product of ABN AMRO Bank N.V., you should obtain information on various financial and other risks and any possible restrictions that you and your investments activities may encounter under applicable laws and regulations. If, after reading this document, you consider investing in a product, you are advised to discuss such an investment with your relationship manager or personal advisor and check whether the relevant product –considering the risks involved- is appropriate within your investment activities. The value of your investments may fluctuate. Past performance is no guarantee for future returns. ABN AMRO reserves the right to make amendments to this material.

© ABN AMRO, 2017