



Rabobank

Nog even geduld, a.u.b.

Special

RaboResearch
Global Economics &
Markets
mr.rabobank.com

Stefan Koopman
Market Economist
+31 30 216 9720

Inhoud

Introductie	1	Nog even geduld, a.u.b.	7
Een perfecte storm	1		
Grote verschillen	5		
Wat vindt de ECB hiervan?	5		

Samenvatting

- De inflatie stijgt de laatste maanden hard, waardoor de doelstelling van de ECB al binnen handbereik lijkt
- Dit komt echter vooral door *cost-push* inflatie; basiseffecten spelen ook een belangrijke rol
- De ECB ziet liever dat de inflatedruk toeneemt door *demand-pull* inflatie
- Dit is nog lang niet het geval
- Wij denken niet dat de laatste cijfers voor onrust zorgen in Frankfurt en voorzien op korte termijn geen wijzigingen in het monetair beleid

Introductie

De stijgende inflatie zorgt de laatste weken voor wat rumoer en onzekerheid op de financiële markten. Aan de ene kant heeft iedereen op zijn vingers kunnen natellen dat een stijgende olieprijs zorgt voor een toenemende inflatie. Aan de andere kant gaat het nu plots wel heel erg hard. Een greep uit de headlines op *Bloomberg* van de laatste weken.

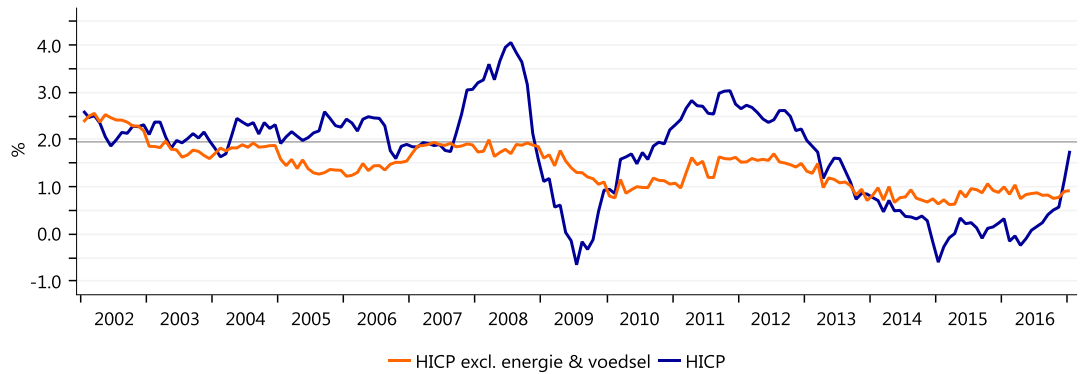
- "German inflation hits 3-1/2 year high in January"
- "Germany's rising inflation may boost calls to halt ECB stimulus"
- "Spanish inflation soars to 3%, highest since Dec 2012"
- "Euro-Area inflation surges to 1.8%, intensifying ECB debate"

In deze special gaan we wat dieper in op de meest recente inflatiecijfers. Waarom stijgt de inflatie plotseling zo hard? Welke factoren spelen hierin een belangrijke rol? Kan de inflatie in de komende maanden nog verder stijgen? Overigens, nu de inflatie in de eurozone op 1,8% staat, lijkt de doelstelling van de ECB al bereikt te zijn. Is dit dan reden voor de ECB om te starten met het geleidelijk afbouwen van het aankoopprogramma? Immers, waarom zou de ECB voor 80 miljard euro per maand aan obligaties kopen als de inflatie nu al "dichtbij, maar lager dan 2%" is. Of wachten ze in Frankfurt toch liever op wat meer bewijs? Tot slot, is dit voor ons een reden om aan onze visie over het ECB-beleid te twijfelen?

Een perfecte storm

De stijging van de inflatie komt primair door twee factoren die tegelijk met elkaar samenvallen. Wat dat betreft kan er gesproken worden van een "perfecte storm". Enerzijds zorgt het herstel op de grondstoffenmarkten, in het bijzonder die voor energie en voedsel, voor hogere *cost-push* inflatie. De ECB heeft hier vrijwel geen invloed op, maar is wel de reden dat er niet meer gesproken wordt over het risico op *deflatie*, maar over het risico op *inflatie*. Anderzijds spelen "basiseffecten" een belangrijke rol. Dit is vooral een statistisch verschijnsel dat niet heel veel zegt over de échte inflatieontwikkelingen. In de komende paragrafen bespreken we deze twee factoren – die nauw met elkaar verweven zijn – in meer detail.

Figuur 1: Inflatie

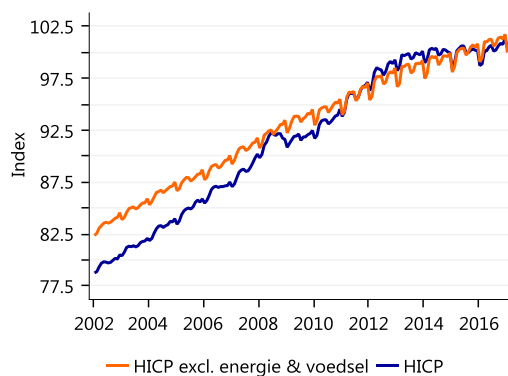


Bron: Macrobond

Het basiseffect

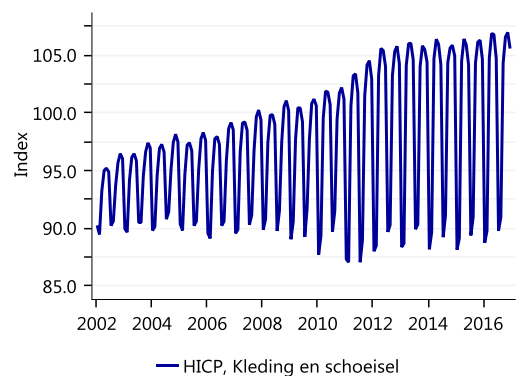
De stijging van de inflatie wordt voor een groot deel toegeschreven aan zogeheten basiseffecten. Dit is typisch economenjargon, waarvoor excuses, maar in deze paragraaf leggen we uit hoe dit zit. Allereerst is het belangrijk om te weten dat de consumentenprijsindex (HICP) een reeks van indexcijfers is (zie figuur 2). Het is duidelijk te zien dat er een regelmatig patroon in de cijfers zit. Dit komt omdat statistiekbureau Eurostat de index niet corrigeert voor seizoenseffecten. Voor productgroepen zoals kleding zijn deze effecten echter heel groot. In januari/februari en in juli/augustus is er uitverkoop en liggen de prijzen aanmerkelijk lager dan in de overige maanden (zie ook figuur 3). Voor andere categorieën, denk aan energie of voedsel, zijn deze patronen aanmerkelijk minder sterk. Dit betekent zeker niet dat deze prijzen niet veranderlijk zijn – het tegendeel is waar! De prijsveranderingen worden in deze categorieën echter voor een groot deel gedreven door “random” gebeurtenissen, zoals over- en onderproductie, het sentiment op de financiële markten, extreem weer, goede/slechte oogsten en geopolitieke spanningen. Op deze factoren heeft de ECB bovendien weinig tot geen vat.

Figuur 2: De twee belangrijkste prijsindices



Bron: Macrobond

Figuur 3: Uitverkoop in de winter en zomer



Bron: Macrobond

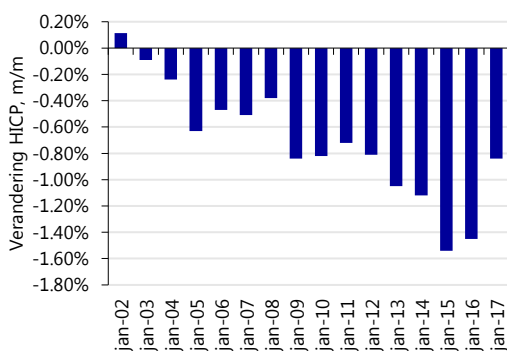
Doordat de cijfers niet gecorrigeerd worden voor seizoenseffecten, is het niet zo zinvol om conclusies te trekken op basis van de inflatie op maandbasis. Zo stond in januari de HICP-index op 100,46 punten, terwijl dit in december nog 101,31 was. Al met al betekent dit een 0,8% daling in het prijsniveau in een maand tijd, terwijl de inflatie toch juist steeg? Mede daarom kijken economen en beleggers vooral naar het cijfer op jaarbasis. Hoe verhouden de prijzen in januari dit jaar zich t.o.v. de prijzen in januari vorig jaar. Maar zelfs bij zo'n vergelijking vallen seizoenseffecten niet altijd tegen elkaar weg, waardoor voorzichtigheid nog steeds geboden is. Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer Pasen een maand eerder of later valt dan in het vorige jaar.

Aan de andere kant betekent dit niet dat de maandcijfers zomaar aan de kant geschoven kunnen worden. Ze vormen namelijk de basis voor wat economen verstaan onder "basiseffecten". We ontkomen nu niet aan een definitie:

Het basiseffect kan worden gedefinieerd als de bijdrage aan de verandering in de jaar-op-jaarinflatie die ontstaat uit de afwijking van het reguliere seizoenspatroon van de maand-op-maandverandering in de basismaand.

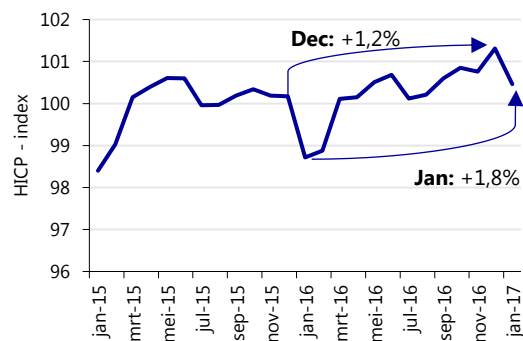
In de praktijk is de consequentie van deze basiseffecten dat een bijzonder hoge of lage inflatie in een bepaalde maand vorig jaar een verstoring heeft op de inflatie in dezelfde maand dit jaar. Hoe groot dit effect precies is, is niet eenduidig vast te stellen. Dit komt doordat er een aanname gemaakt moet worden over de "afwijking van het reguliere seizoenspatroon", terwijl dit patroon niet altijd heel stabiel is (zie ook figuur 4). Desalniettemin kan je wel concluderen dat het effect in januari vrij groot was, omdat in dezelfde periode vorig jaar de prijzen fors daalden door de onrust op de internationale grondstoffenmarkten¹. Een voorzichtige schatting wijst op een effect van 0,4 procentpunt.

Figuur 4: Verandering HICP in januari



Bron: Macrobond

Figuur 5: Plotse stijging van inflatie in januari is een direct gevolg van basiseffecten



Bron: Macrobond

De inflatiecijfers worden altijd als volgt berekend:

$$\frac{HICP_t - HICP_{t-12}}{HICP_{t-12}} * 100\%$$

In januari kwam dit neer op $\frac{100,46-98,72}{98,72} * 100\% = 1,76\%$, terwijl dit in december nog $\frac{101,31-100,17}{100,17} * 100\% = 1,16\%$ was. Het grote verschil komt dus vooral door de prijsdaling in het basisjaar, zie ook figuur 5. Doordat de prijsdaling vorig jaar in februari doorzette, spelen basiseffecten ook in de komende maand nog een belangrijke rol. De opwaartse druk op inflatie houdt wat dat betreft nog een paar maanden aan.

Stijgende energieprijzen

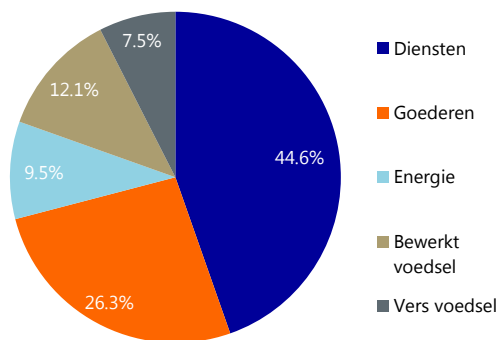
Het zijn natuurlijk niet alleen basiseffecten die een rol spelen. De prijzen zijn ook daadwerkelijk gestegen. Vooral op de grondstoffenmarkt is het hard gegaan. Een vat Brent olie wordt de laatste maanden voor zo'n vijftig euro verhandeld op de spotmarkt – een jaar eerder was dit echter nog dertig euro. Hoewel dit een prijsstijging van 60-70% impliceert, is de olieprijs natuurlijk nog steeds aan de lage kant met de bedragen die voor 2015 voor een vaatje zwart goud werden

¹ Deze onrust en het toenemende risico op deflatie waren destijds reden voor de ECB om het aankoopprogramma te verhogen naar EUR 80 miljard per maand

betaald. Voor de inflatie maakt dit echter niet veel uit, omdat er alleen naar het prijsverschil met het vorige jaar gekeken wordt.

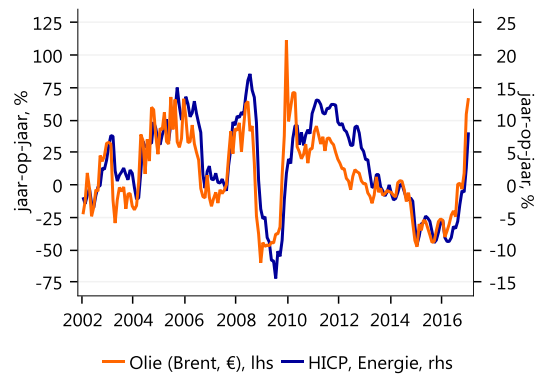
Het Europese statistiekbureau Eurostat publiceert naast de HICP ook nog de data van de verschillende componenten (zie ook figuur 6). De energie- en voedselprijzen tellen gezamenlijk direct voor ruim 29% mee in de berekening van HICP. Het indirecte effect is echter groter, doordat bedrijven de prijzen van hun diensten en goederen kunnen aanpassen naargelang de verandering van hun inputprijzen. Dit worden ook wel "tweede ronde"-effecten genoemd en deze zijn voor de ECB cruciaal. Wanneer we alleen naar de energiecomponent van HICP kijken en dit tegenover de beweging van de olieprijs zetten, lijkt de rek er nog niet helemaal uit te zijn. Wat dat betreft kan de inflatie ook in de komende maand nog wat verder stijgen.

Figuur 6: De vijf componenten van HICP



Bron: Macrobond

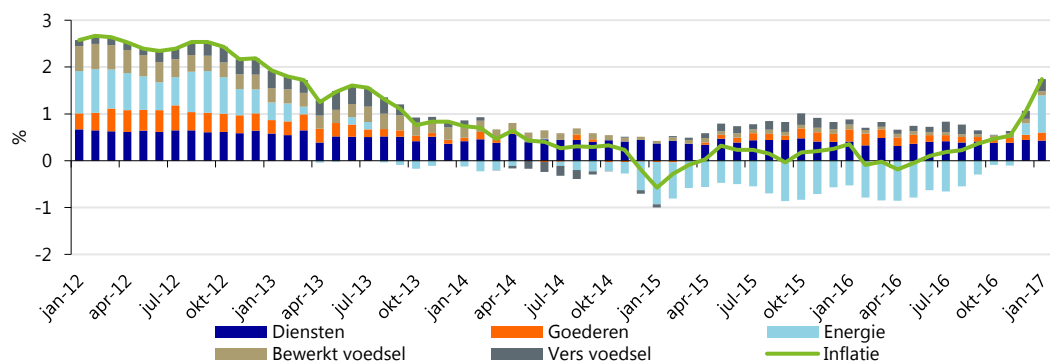
Figuur 7: Kan de energiecomponent nog wat verder stijgen?



Bron: Macrobond

Zoals uit figuur 8 goed af te lezen is, was gedurende 2015 en een groot deel van 2016 de netto-bijdrage van energie behoorlijk negatief. Gemiddeld genomen trokken de lagere energieprijzen 0,6% procentpunt van de HICP-index af. Dit is nu echter niet meer het geval. In januari van dit jaar was de bijdrage juist 0,8 procentpunt positief (NB: ook hier spelen basiseffecten weer een rol). Ook de voedselprijzen droegen de afgelopen maand hun steentje bij met een positieve bijdrage van 0,35 procentpunt, de hoogste in drie jaar. Wanneer we alleen kijken naar de kerninflatie – dus zonder de componenten voedsel en energie – zien we dat er op dat vlak nog vrij weinig verbetering is. Dit betekent dat er nog steeds erg weinig *demand-pull* inflatie is die voortkomt uit bijvoorbeeld loondruk. Een aantal belangrijke redenen hiervoor hebben we in deze recente [special](#) al uitgebreid besproken. Bovendien gaan we in een aankomende special nog wat dieper in op de situatie op de Europese arbeidsmarkt. Wanneer wordt de arbeidsmarkt krap genoeg zodat we weer enige loongroei van betekenis kunnen verwachten? En ook, wat betekent dit vervolgens voor de (kern-)inflatie in de eurozone?

Figuur 8: Veranderingen in headline inflatie voor het overgrote deel gedreven door energieprijzen



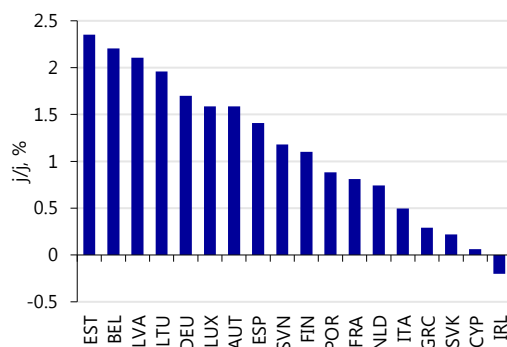
Bron: Macrobond

Grote verschillen

Er zijn grote verschillen in de inflatie tussen de verschillende lidstaten van de eurozone, terwijl al deze lidstaten het met dezelfde internationale prijzen voor grondstoffen en voedsel moeten doen. Dit illustreert nogmaals dat de *demand-pull* inflatie in sommige lidstaten ver te zoeken is, als dit überhaupt al aanwezig is. Nog niet alle cijfers over januari zijn voor de individuele lidstaten bekend, maar als we naar de cijfers over december kijken worden de verschillen snel duidelijk.

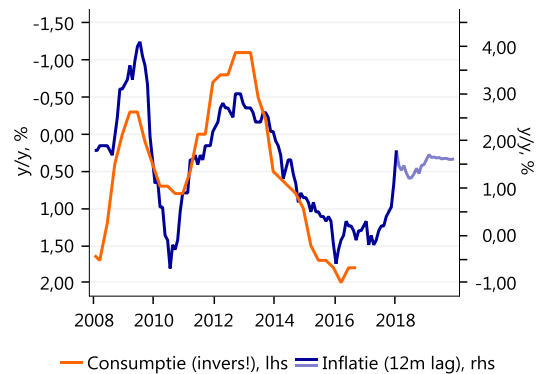
Vooraf in de landen die gedurende de eurocrisis in het middelpunt van de belangstelling stonden, is de inflatie nu aanmerkelijk zwakker dan in de traditionele kernlanden. In Italië, Griekenland, Cyprus en Ierland is de inflatie nog altijd bijzonder laag. Alleen Spanje, dat een sterk cyclisch herstel ondergaat, vormt daarop een uitzondering.

Figuur 9: Grote verschillen binnen de Eurozone



Bron: Macrobond
NB: data voor december 2016

Figuur 10: Stijgende inflatie, opnieuw dalende consumptie?



Bron: Macrobond

Impact op consumptie

Zoals wij al meerdere malen geschreven hebben, waren de dalende grondstoffenprijzen en de afnemende inflatie een zegen voor de economie van de Eurozone. De Eurozone is per saldo een netto-importeur van grondstoffen. Dalende prijzen zorgen er voor dat er meer bestedingsruimte vrijkomt wat vervolgens aangewend kan worden voor persoonlijke consumptie. De cijfers in figuur 10 laten dit treffend zien. De consumptie van huishoudens groeide het sterkst toen de grondstoffenprijzen – en daarmee de inflatie – laag waren. Nu is de situatie omgekeerd. Ondanks dat de economische groei zich in de laatste maanden van 2016 goed heeft gemanifesteerd, waren bijvoorbeeld de Duitse detailhandelsverkopen in december 1,1% lager dan een jaar eerder. Wat dat betreft smoren de stijgende grondstoffenprijzen het economisch herstel in de kiem, zeker wanneer dit niet gecompenseerd wordt door hogere lonen. Het valt dus zeker te betwijfelen of de stijgende inflatie een succes is voor de Eurozone.

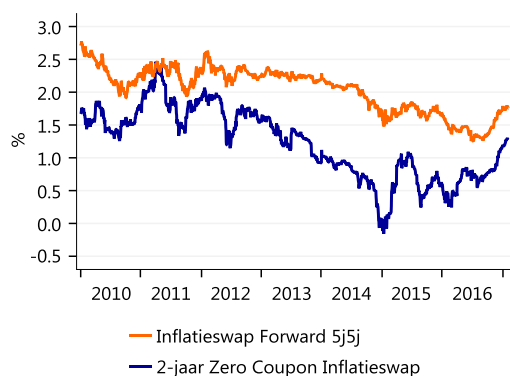
Wat vindt de ECB hiervan?

Tijdens de [persconferentie](#) van het rentebesluit van medio januari, liet Mario Draghi de aanwezige pers weten dat de beleidsraad een "Inflatie-checklist" gebruikt. Wanneer de inflatie aan deze voorwaarden voldoet, is de tijd rijp om het aankoopprogramma geleidelijk aan te beëindigen.

De checklist van de ECB:

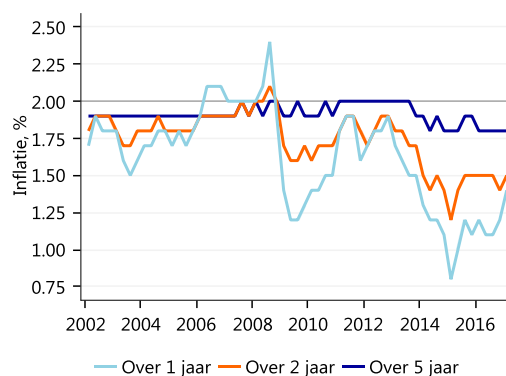
1. De inflatie moet op de middellange termijn tegen de 2% uitkomen
2. Dit mag niet gedreven zijn door tijdelijke factoren
3. De inflatie moet "self-sustained" zijn en niet dalen wanneer QE beëindigd wordt
4. Dit alles moet gelden voor de Eurozone als geheel

Figuur 11: Inflatieverwachtingen zijn nog niet volledig hersteld



Bron: Bloomberg

Figuur 12: Ook de analisten houden nog een slag om de arm



Bron: ECB Survey of Professional Forecasters

Aan geen van de vier bovengenoemde punten wordt vooralsnog voldaan.

De inflatieverwachtingen van de markt, de analisten en de ECB zelf zijn de laatste maanden wel iets verbeterd, maar nog niet in de buurt van de 2% die de ECB graag ziet. De 3-jaars zero-coupon inflatieswap – de marktverwachting voor de gemiddelde inflatie in de komende 3 jaar – is gestegen, maar staat nog op 1,3%. Ook de 5j/5j forward – technisch gesproken de door de markt ingeprijsde verwachting van de 5-jaars inflatie swap over vijf jaar – is nog niet volledig hersteld (zie figuur 11). Ook de analisten houden nog een slag om de arm, zo blijkt uit de *ECB Survey of Professional Forecasters*. De staf van de ECB is nog het meest optimistisch, zie tabel 1, maar signaleert door 1,7% (en geen 1,9%) voor 2019 in te vullen dat er nog een lange weg te gaan is. In dat kader is een recente [uitspraak](#) van Peter Praet – de hoofdeconoom van de ECB – interessant:

*In providing the necessary degree of monetary accommodation going forward, the ECB will continue to adhere to its monetary policy strategy, that is look through transitory changes in inflation and remain focused on underlying inflation dynamics. **The ups and downs of monthly data are not relevant if they are temporary** and have no implications for the medium term outlook for price stability.*

“Maintaining price stability in the euro area” – Peter Praet, 2 februari 2017

Jens Ulbrich, de hoofdeconoom van nota bene de Bundesbank, doet daar [een schepje bovenop](#):

With euro zone core inflation still far below the European Central Bank's target, I cannot see a reason to reduce the degree of the monetary stimulus for now.

Tabel 1: Ook de ECB heeft er niet heel veel vertrouwen in

	2016	2017	2018	2019
HICP				
Eurozone	0,2%	1,3%	1,5%	1,7%
Duitsland	0,3%	1,4%	1,7%	1,9%
Frankrijk	0,3%	1,2%	1,4%	1,5%
Italië	-0,1%	0,9%	1,2%	1,5%
Spanje	-0,4%	1,5%	1,5%	1,7%
Nederland	0,1%	1,1%	1,3%	1,7%

Bron: ECB – stafprojecties december 2016

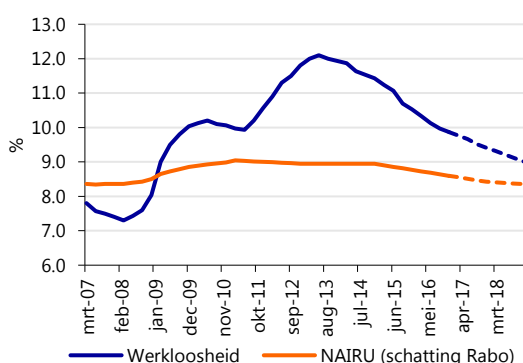
Nog even geduld, a.u.b.

Ondanks dat de stijgende inflatie onze visie op de proef stelt, zien wij geen reden om onze verwachtingen voor het komende beleid van de ECB aan te passen. De stijging concentreert zich vooral in de headline inflatie en is geen goede afspiegeling van de economische ontwikkelingen in de Eurozone. De ECB is er dan ook bij gebaat om, zoals economen dat zeggen, door deze tijdelijke factoren heen te kijken.

Het beeld dat dan overblijft, is er een van een lage kerninflatie, weinig loondruk, relatief hoge structurele werkloosheid, onderbezetting van de productiecapaciteit en een maar zeer geleidelijk herstel van de economie. Ondanks dat de financiële crisis en vervolgens de soevereine schuldencrisis respectievelijk zeven en vier jaar achter ons liggen, duurt het nog lang voordat de economie van de Eurozone weer op volle toeren draait en voordat de *output gap* (het verschil tussen het actuele bbp en het geschatte, potentiële bbp) gedicht is.

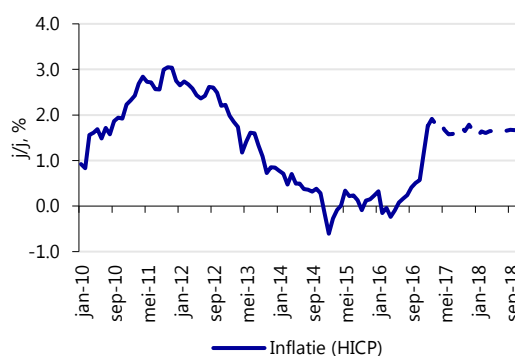
Ook op de arbeidsmarkt is er nog een lange weg te gaan. In een volgende special gaan wij hier dieper op in, maar nu volstaat de constatering dat het werkloosheidspercentage (nu 9,6%) nog aanzienlijk hoger is dan de evenwichtswerkloosheid. Deze NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) is een modelmatige schatting van het werkloosheidspercentage waarbij de inflatie niet verder oploopt. De gedachtegang achter de NAIRU is dat wanneer het verschil tussen vraag en aanbod op de arbeidsmarkt toeneemt, de opwaartse druk op de nominale lonen stijgt. Dit zal zich uiteindelijk vertalen in een hogere inflatie. Wij verwachten dat het zeker nog tot eind-2018 duurt voordat de arbeidsmarkt van de Eurozone weer in evenwicht is. Pas vanaf dan is het ook redelijk om enige inflatiedruk van betekenis te verwachten (zie figuren 13 en 14).

Figuur 13: Nog geen evenwicht op arbeidsmarkt



Bron: Macrobond, verwachtingen Rabobank

Figuur 14: Inflatieverwachting Rabobank



Bron: Macrobond, verwachtingen Rabobank

Ondanks dat de ECB het aankoopprogramma vanaf april terugschroeft van EUR 80mrd per maand naar EUR 60mrd per maand, betekent dit niet dat het programma nu al op zijn einde loopt. Daarvoor is het nog iets te vroeg. Toch is het een kwestie van tijd voordat dit wél zo is. Er is binnen een deel van de Beleidsraad van de ECB veel weerstand tegen QE en de grenzen van het programma lijken inmiddels wel bereikt te zijn. Ook is de economische noodzaak afgenomen. In de tweede helft van dit jaar zullen dus de eerste balletjes al worden opgegooid, maar wij verwachten dat de ECB pas in december zal aankondigen te gaan starten met "taperen". In dat geval zal het aankoopprogramma medio 2018 volledig beëindigd zijn. Dit betekent niet dat de balans van de ECB ook automatisch snel kleiner wordt: de ECB zal net als de Fed en de Bank of England de obligaties die worden afgelost voorlopig nog herinvesteren in nieuwe obligaties.

De eerste renteverhoging is verder weg. Bij de Fed zat er een lange periode tussen het beëindigen van QE3 en het doorvoeren van de eerste renteverhoging. In de Eurozone zal dat niet veel anders zijn. Wij verwachten voor 2019 nog geen renteverhoging. Bovendien zal er eerst naar de depositorente, die nu op -0,40% staat, gekeken worden, voordat de ECB überhaupt toe is aan het verhogen van de beleidsrente.

RaboResearch

Global Economics & Markets
mr.rabobank.com

Head

Jan Lambregts +44 20 7664 9669 Jan.Lambregts@Rabobank.com

Macro strategy

Elwin de Groot	Eurozone	+31 30 216 9012	Elwin.de.Groot@Rabobank.com
Bas van Geffen	Eurozone	+31 30 216 9722	Bas.van.Geffen@Rabobank.com
Stefan Koopman	Eurozone	+31 30 216 9720	Stefan.Koopman@Rabobank.com
Teeuwe Mevissen	Eurozone	+31 30 216 9272	Teeuwe.Mevissen@Rabobank.com
Philip Marey	US	+31 30 216 9721	Philip.Marey@Rabobank.com
Michael Every	Asia	+852 2103 2612	Michael.Every@Rabobank.com
Jane Foley	UK	+44 20 7809 4776	Jane.Foley@Rabobank.com
Mauricio Oreng	Brazil	+55 11 5503 7315	Mauricio.Oreng@Rabobank.com

FX strategy

Jane Foley	G10	+44 20 7809 4776	Jane.Foley@Rabobank.com
Christian Lawrence	LatAm	+1 212 808 6923	Christian.Lawrence@Rabobank.com
Piotr Matys	CEE	+44 20 7664 9774	Piotr.Matys@Rabobank.com

Rates strategy

Richard McGuire		+44 20 7664 9730	Richard.McGuire@Rabobank.com
Lyn Graham-Taylor		+44 20 7664 9732	Lyn.Graham-Taylor@Rabobank.com
Matt Cairns	SSA	+44 20 7664 9502	Matt.Cairns@Rabobank.com

Credit markets

Eddie Clarke	Corporates	+44 20 7664 9842	Eddie.Clarke@Rabobank.com
Stephen Queah	Corporates	+44 20 7664 9895	Stephen.Queah@Rabobank.com
Ruben van Leeuwen	ABS, Covered Bonds	+31 30 216 9724	Ruben.van.Leeuwen@Rabobank.com
Claire McNicol	Banks, Insurers	+44 20 7664 9874	Claire.McNicol@Rabobank.com
Vaclav Vacikar		+31 30 216 9865	Vaclav.Vacikar@Rabobank.com

Agri commodity markets

Stefan Vogel	Head	+44 20 7664 9523	Stefan.Vogel@Rabobank.com
Carlos Mera		+44 20 7664 9512	Carlos.Mera@Rabobank.com
Charles Clack		+44 20 7664 9756	Charles.Clack@Rabobank.com

Disclaimer

De op/via deze publicatie door Coöperatieve Rabobank U.A. (hierna: "Rabobank") verstrekte informatie is uitsluitend aan Nederlandse afnemers gericht en is geen beleggingsadvies of enige andere beleggingsdienst in de zin van artikel 1: 1 van de Wet op het financieel toezicht. De inhoud van deze publicatie is gebaseerd op betrouwbaar geachte openbare informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid en volledigheid van de informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. U dient zelf na te gaan of eventueel in deze publicatie opgenomen beleggingsadviezen in overeenstemming zijn met het voor u vastgestelde doelrisicoprofiel. U kunt daarover ook contact opnemen met uw adviseur van de Rabobank. De in deze publicatie opgenomen informatie/adviezen zijn geen expliciete of impliciete beleggingsaanbeveling en kunnen op ieder moment zonder verdere aankondiging worden gewijzigd. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en kan zonder voorafgaande waarschuwing worden gewijzigd. Aan de verstrekte informatie kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Rabobank alsook (eventuele) overige leveranciers van informatie aan deze publicatie(s) aanvaarden geen enkele aansprakelijkheid voor de inhoud van deze publicatie en de daarop/daardoor verstrekte informatie. Rabobank aanvaardt ook geen enkele aansprakelijkheid voor de inhoud van publicaties die niet door Rabobank worden onderhouden en waarnaar wordt verwezen of die verwijzen naar de publicaties van Rabobank. Afnemer van de informatie is verantwoordelijk voor de keuze en het gebruik van de informatie. De informatie mag uitsluitend door de afnemer zelf worden gebruikt. Afnemer mag de informatie niet overdragen, vereenvoudigen, bewerken of verspreiden. Afnemer is verplicht aanwijzingen van Rabobank omtrent het gebruik van de informatie op te volgen. Ten aanzien van de inhoud van de informatie bestaat geen overnemingsvrijheid; alle auteursrechten, ook die bedoeld in art.15 Auteurswet worden voorbehouden. Nederlands recht is van toepassing. Iedere lokale Rabobank en de andere onderdelen van de Rabobank Groep die als een beleggingsonderneming zijn aan te merken, zijn als zodanig geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam.

© Coöperatieve Rabobank U.A., Croeselaan 18, 3521 CB Utrecht, The Netherlands