

Global Monthly

Macro Team

abn.amro.group.economics@nl.abnamro.com Bill Diviney: +31-6-4778-4657

Zijn balansen sterk genoeg voor dreigende recessie?

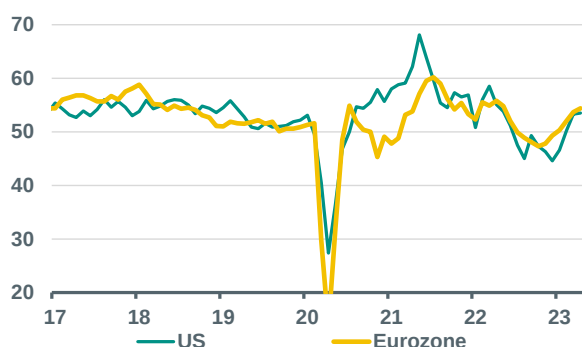
- ▶ Terwijl verkrapping van financieringsvoorwaarden voor bankleningen duidelijk wijst op een aanstaande neergang, wijzen de balansen van bedrijven en huishoudens juist op veerkracht.
- ▶ De balansen van huishoudens zijn beter bestand tegen de komende recessie dan die van bedrijven, en de VS staan er beter voor staan dan de eurozone.
- ▶ Buffers kunnen echter alleen het begin van recessies afremmen of vertragen, want uiteindelijk is groeivertraging nodig de inflatie duurzaam terug te brengen naar de doelstelling - zowel in de VS als in de eurozone.

Onze global view: buffers kunnen de economische pijn vertragen, maar niet voorkomen

Economieën lijken de laatste tijd klem te zitten tussen enerzijds een terugkeer van de post-pandemische opleving en anderzijds strengere financiële voorwaarden als gevolg van agressieve renteverhogingen en de recente bankturbulentie. De flash-PMI's van april voor zowel de eurozone als de VS wijzen op aanhoudende economische veerkracht - bijna volledig geconcentreerd in de dienstensector - terwijl andere onderzoeken, waaronder de Amerikaanse NFIB en het Beige Book van de Fed, wijzen op een toenemende tegenwind door strengere kredietvoorwaarden voor banken. Bij de mix van tegenstrijdige factoren komt ook nog dat de heropening in China sterker blijkt dan verwacht. Wij menen dat de recente veerkracht in de VS en de eurozone tijdelijk zal blijken en dat strengere financiële voorwaarden uiteindelijk de overhand zullen krijgen, waardoor de ontwikkelde economieën in een recessie terechtkomen. In de *Global View* van deze maand onderzoeken wij het historische verband tussen kredietverlening en bbp-groei en gaan wij na of de sterke balansen van huishoudens en bedrijven deels kunnen verklaren waarom het langer duurt voordat strengere financiële voorwaarden de activiteit beïnvloeden. Het door de PMI's gesuggereerde herstel van het momentum is volgens ons niet positief voor de vooruitzichten op middellange termijn. Zij verhoogt veeleer het risico dat de centrale banken de rente verder zullen moeten verhogen om ervoor te zorgen dat de inflatie volledig terugkeert naar de doelstelling.

Flash-PMI's herstelden verder in april

Flash composite PMI's, index; >50 = uitbreiding, <50 = inkrimping



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Financiële condities genormaliseerd

Financiële condities; >0 = accommoderend, <0 = krap



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

De status quo: financieringsvoorwaarden - en het risico van een kredietcrisis – tot rust

Sinds onze publicatie van maart is de bezorgdheid over de banksector aanzienlijk afgenomen. De stromen naar geldmarktfondsen in de VS zijn afgenomen, in de banksector als geheel hebben de deposito's zich hersteld en de wekelijkse kredietgegevens zijn gestabiliseerd. Het sentiment op de financiële markten werd ondersteund door een reeks berichten over de bankresultaten in het eerste kwartaal, waaruit bleek dat kleine en middelgrote banken de turbulentie tot dusver goed doorstaan hebben. De Amerikaanse financiële-conditiesindex van Bloomberg heeft de verkrapting van maart volledig teruggedraaid en is nu ruimschoots in het accommoderende gebied beland. De dagelijkse uitgifte van kortlopende bedrijfsschulden (commercial paper) - die in maart kortstondig instortte - is nu weer normaal.

Geldstromen terug van fondsen naar bankdeposito's...

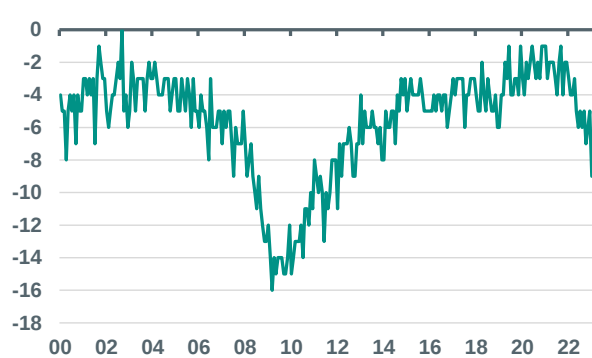
Mkb Activa in Amerikaanse geldmarktfondsen, miljard USD



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

... maar strengere normen voor mkb leningen

NFIB index voor beschikbaarheid van leningen voor kleine bedrijven



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Tegenover deze positieve ontwikkelingen staat dat meer kwalitatieve of anekdotische bewijzen wijzen op een zekere verkrapting van de kredietvoorwaarden voor banken. De NFIB-enquête voor kleine bedrijven wijst op een aanzienlijke daling van de beschikbaarheid van leningen, waarbij deze subindex in maart het laagste niveau in elf jaar bereikte. Het Beige Book van de Fed van april wees vorige week ook op de toegenomen moeilijkheden bij het verkrijgen van krediet. Een belangrijk aandachtspunt voor de beleidsmakers zijn de driemaandelijkse bijwerkingen van de Senior Loan Officer's Survey (SLOOS) van de Fed en de Bank Lending Survey (BLS) van de ECB, die in de komende weken zullen verschijnen. Deze zullen waarschijnlijk een verdere aanscherping van de kredietvoorwaarden laten zien, al valt nog te bezien of een dergelijke aanscherping zal aanhouden.

Zoals wij in maart beschreven, houdt een belangrijke aanscherping van de kredietvoorwaarden aanzienlijke neerwaartse risico's in voor de groeivoorzichten, aangezien dit een deel van het werk van de centrale bank in termen van afremming van de kredietgroei en bijgevolg van de economische activiteit teniet zou doen. Enquêtes over de kredietvoorwaarden zijn een sterke voorlopende indicator zijn voor de economische activiteit.

Recessies in de VS en de eurozone nog steeds verwacht – maar buffers kunnen vertragen

Onze [verwachting](#) van recessies in de VS en de Eurozone in 2023 [was er al](#) en blijft. Hoewel voor de Eurozone geldt dat de vooruitzichten op korte termijn zijn verbeterd door de afnemende energiecrisis en de opleving in China (zie kader 3). Een belangrijk argument tegen deze verwachte gematigde krimp is echter de kracht van de balansen van huishoudens en bedrijven, aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. De tijdens de pandemie opgebouwde liquiditeitsbuffers betekenen dat het onwaarschijnlijk is dat het aantal faillissementen en de werkloosheid zo sterk zullen toenemen als in een zwaardere recessie. Laten we eens wat beter naar deze buffers kijken:

Om een oordeel te vellen over de vraag of financiële buffers het effect van de kredietverkrapting op de economische activiteit kunnen afzwakken of vertragen, nemen wij de balansen van bedrijven en huishoudens onder de loep. In het algemeen blijkt dat huishoudens beter bestand zijn tegen de komende recessie dan bedrijven, en dat de VS er beter voor staan dan de eurozone. Maar buffers kunnen alleen het begin van een recessie afzwakken of vertragen. Een vertraging die nodig zal zijn om de inflatie duurzaam terug te brengen naar het streefcijfer - zowel in de VS als in de eurozone. Dit betekent dat, mochten de economieën veerkrachtiger blijken dan wij verwachten, de centrale banken zullen moeten reageren met

verdere renteverhogingen om de nodige economische pijn te veroorzaken (daling van de vraag en stijging van de werkloosheid) om er zeker van te zijn dat de inflatie volledig terugvalt op 2%.

Kader 1: Krediet en de economie (Aggie van Huisseling)

De aanscherping van de kredietvoorwaarden en het effect daarvan op de economische activiteit en daardoor op de groei van het BBP verloopt via twee kanalen. Ten eerste betekent de aanscherping van de normen dat er minder krediet beschikbaar is en dat bedrijven en huishoudens die voor hun krediet afhankelijk zijn van banken dus minder uitgeven. Ten tweede kunnen kredietverstrekkers voorzichtig worden omdat een aanscherping van de normen kan wijzen op een op handen zijnde verstoring. Al met al zijn kredietvoorwaarden een sterke leidende indicator voor de economische activiteit, waarbij strengere normen een verminderde economische activiteit impliceren ([link](#)). Onderzoeken naar de kredietverlening door banken, zoals de VS Senior Loan Officer Survey of de ECB Bank Lending Survey (BLS), bevatten gegevens over de verwachtingen van kredietverleners ten aanzien van de kredietvoorwaarden. Zoals te verwachten valt, leiden deze tot kredietgroei ([link](#)). Bovendien blijken kredietnormen te functioneren als een versterker van schokken voor de macro-economie, zoals gesteld door Bernanke, Gertler en Gilchrist ([link](#)). Dit betekent dat endogene kredietnormen kunnen fungeren als *financiële versneller*.

Wat zegt de literatuur ons?

Verschiedende papers bevestigen de hierboven beschreven kanalen. Ten eerste blijken enquêtes over bankkredieten een sterke voorlopende indicator voor kredietgroei te zijn. De Bondt et al. (2010) vinden dat de antwoorden van de BLS van de ECB de kredietgroei aanzienlijk leiden met een kwartaal voor leningen aan huishoudens en vier kwartalen voor ondernemingen. Deze resultaten komen overeen met die van de US Senior Loan Officer Survey ([link](#)). Ook blijkt dat - bovenop de rente- en vraageffecten - de nettoverstrakking van de kredietnormen op basis van de BLS-respons de groei van de bankleningen per kwartaal met 1,3 procentpunt doet afnemen. Deze bevinding wordt bevestigd door Köhler-Ulbricht et al. (2016) die ook vinden dat BLS-indicatoren de groei van de bancaire kredietverlening leiden en goed verankerd zijn met de financiële ontwikkelingen ([link](#)). Ten tweede kunnen kredietnormen worden gezien als vroege indicatoren van de bbp-groei ([link](#), [link](#), [link](#)). De Bondt et al. (2010) vinden dat de BLS-reacties op een aanscherping van de kredietnormen voor ondernemingen de reële bbp-groei met drie tot vier kwartalen leidt, met een uiteindelijk effect op de reële groei in de eurozone van 0,8 tot 1,0 procentpunt tijdens de financiële crisis van 2008 ([link](#)).

Correlatie voor BBP-groei VS en kredietvoorwaarden

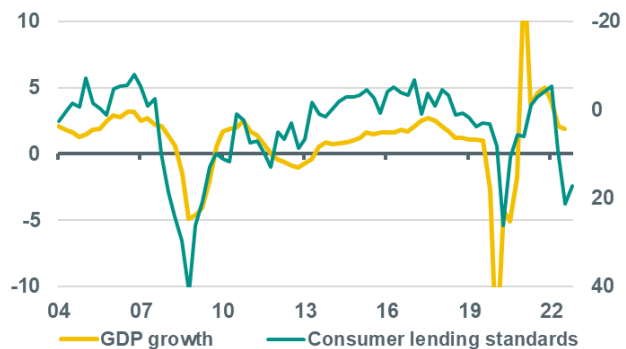
% j/j Diffusie-index; >0 = strengere kredietnormen



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Sterke correlatie EZ BBP en consumentenkrediet

% j/j Diffusie-index; >0 = strengere kredietnormen



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Wat zien we in de gegevens (d.w.z. de historische correlaties)?

Ter bevestiging van bovenstaande bevindingen hebben wij gekeken naar de historische correlaties voor het BBP, de bedrijfsinvesteringen in vaste activa, de kredietimpuls (voor bedrijven, huishoudens, consumenten en huizen aankoop), de kredietvraag (voor bedrijven, woningen en consumenten) en de BLS-kredietnormen (voor bedrijven, woningen en consumenten). De correlaties tussen de bbp-groei en de genoemde indicatoren zijn het sterkst met de kredietimpuls voor consumenten (0,41), de nettowijzigingen in de kredietnormen voor woningen in het voorgaande kwartaal (-0,45) en de kredietnormen voor consumenten (-0,46). Dit betekent dat strengere kredietnormen zoals aangegeven in de BLS - evenals de feitelijke daling van de kredietverlening - correleren met een daling van het BBP. De reacties op de normen voor huisvesting en consumentenkrediet in het volgende kwartaal correleren ook met de bbp-groei, maar het effect is minder sterk (respectievelijk -0,34 en -0,35). De correlaties met de groei van de bedrijfsinvesteringen in vaste activa zijn vergelijkbaar met die welke eerder zijn beschreven voor het bbp; maar nu is er ook een sterkere correlatie tussen de kredietverlening aan bedrijven. Dat wil zeggen, voor de kredietimpuls voor bedrijven zien we een correlatie van 0,39 met de groei van de bedrijfsinvesteringen in vaste activa. De correlaties met de BLS-nettowijziging van het krediet aan bedrijven in het vorige en volgende kwartaal en de investeringen zijn respectievelijk -0,45 en -0,33. Hieruit blijkt dat krediet aan bedrijven sterker correleert met investeringen dan met het BBP, hetgeen overeenkomt met de intuïtie. Uiteraard constateren wij sterke negatieve correlaties tussen de BLS-variabelen en de kredietimpulsen, waaruit blijkt dat

strengere kredietnormen en een lagere kredietimpuls hand in hand gaan. Ten slotte correleert de kredietvraag positief met de groei van het BBP, maar het sterkst voor de vraag naar consumentenkrediet en woningkrediet.

De enquêtes zijn sinds de pandemie minder betrouwbaar geworden, zodat grotere voorzichtigheid geboden is.

Hoewel enquêtes in het verleden een sterke leidende indicator voor de economische productie zijn geweest, zouden wij de huidige onderzoeksresultaten in het huidige klimaat met grotere voorzichtigheid interpreteren. Het afgelopen jaar hebben wij geconstateerd dat enquêtes zoals de PMI's en het consumentenvertrouwen zijn losgekoppeld van de economische activiteit, en het valt nog te bezien of enquêtes over bankkredieten hun verklarende kracht behouden.

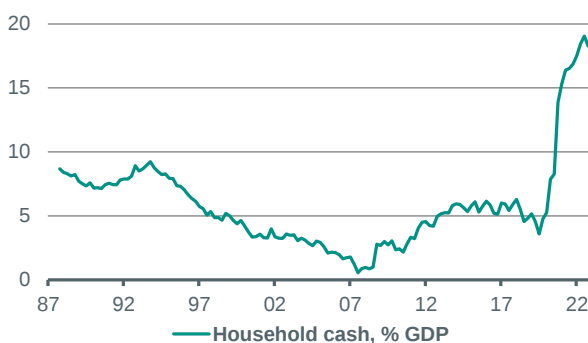
VS: balansen van huishoudens zijn nog nooit zo goed geweest

Hoe je het ook bekijkt, de huishoudbalansen in de VS zien er zeer gezond uit. De schuld van de huishoudens, de schuldenaflossingplicht en de betalingsachterstanden zijn allemaal historisch laag. De voorraad consumentenkredieten (inclusief kredietkaartschulden) ligt nog steeds onder de trend van voor de pandemie. En de overgrote meerderheid van de hypotheek heeft een vaste rente voor de duur van de hypotheek (meestal 30 jaar), waardoor de meeste huishoudens beschermd zijn tegen stijgende hypotheekrentes.

De huishoudens hebben ook nog steeds een aanzienlijk spaaroverschot uit de pandemieperiode. Volgens de geldstromen van de Fed bedroegen de girale deposito's in het vierde kwartaal 4,8 miljard dollar (18,3% van het bbp), een lichte daling ten opzichte van de piek in het derde kwartaal en bijna vijf keer zoveel als vóór de pandemie. Zoals gebruikelijk in elke discussie over besparingen van huishoudens, moeten we het voorbehoud maken dat het grootste deel daarvan naar huishoudens met een hoger inkomen gaat: uit de financiële rekeningen van de Fed blijkt dat ongeveer 70% van het overschot dat sinds de pandemie is opgebouwd, bij het bovenste inkomenskwintiel ligt, terwijl de onderste 40% slechts 10% van het overschot bezit. Ondertussen wijst de recente stijging van de spaarquote - hoewel deze nog steeds onder de norm van vóór de pandemie ligt - erop dat huishoudens een grens naderen in hun bereidheid om spaaroverschotten aan te wenden (zie grafiek op blz. 5). Aangezien huishoudens met lagere inkomens veel kleinere (in veel gevallen nul) buffers hebben, en gezien de aanhoudende druk op de reële inkomens als gevolg van de hoge inflatie, verwachten wij nog steeds dat de consumptie dit jaar zal stagneren. Maar over het geheel genomen is het duidelijk dat de lage schuldenlast van de huishoudens, in combinatie met aanzienlijke kasreserves, de verwachte daling van de consumptie zal blijven opvangen.

De liquide middelen van huishoudens zijn nog steeds

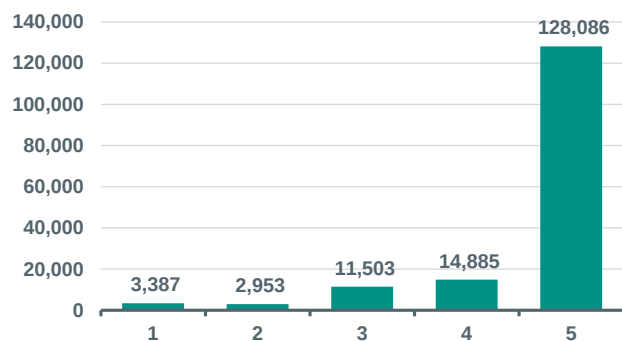
Door huishoudens aangehouden deposito's en chartaal geld in de VS, % BBP



Bron: Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Maar het meeste zit bij huishoudens met een hoger

Gemiddeld spaaroverschot per huishouden sinds 2019, per inkomenskwintiel (USD)



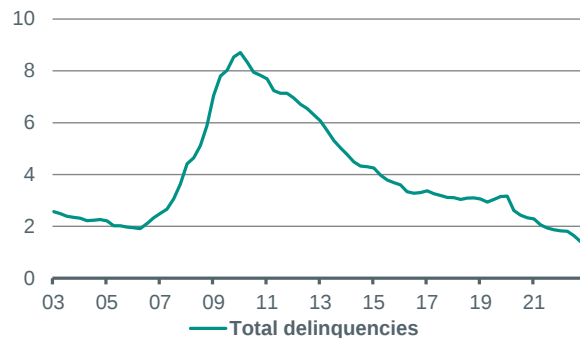
NB: Vanaf Q4 22. Bron: Federal Reserve, ABN AMRO Economisch Bureau

Schuld van huishoudens blijft historisch laag

Bron: Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Het percentage schulddelicten is nog verder gedaald

% schulden van huishoudens met een aflossingsachterstand van meer dan 90 dagen



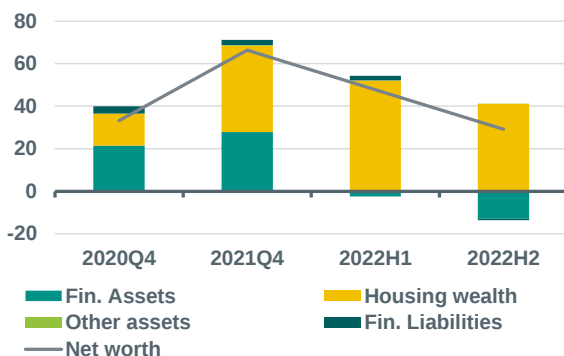
Bron: Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Eurozone: Huishoudelijke buffers zijn weggesmolten

In de eurozone steeg de totale nettowaarde van de huishoudens in 2020-21 met meer dan 7 biljoen euro (66% van het beschikbare inkomen). Daardoor konden de consumentenbestedingen in de daaropvolgende kwartalen sneller stijgen dan het beschikbare inkomen, wat in 2022 inderdaad gebeurde. Bijgevolg was meer dan de helft van de extra nettowaarde die tijdens de pandemie was opgebouwd, tegen eind 2022 weggesmolten. Belangrijk is dat de voorraad liquide financiële activa bijna is teruggekeerd naar het niveau van vóór de pandemie, en dat alleen het illiquide huizenvermogen aanzienlijk hoger blijft dan vóór de pandemie. Dit heeft twee gevolgen. Ten eerste kunnen huishoudens in de eurozone overtollige consumptie niet langer financieren met extra opgebouwde liquide activa. Bovendien zijn de huizenprijzen beginnen te dalen, en we zien aanwijzingen dat huishoudens nu proberen hun totale nettovermogen aan te vullen door de consumptie te beperken en meer te sparen. De spaarquote van de huishoudens steeg in het vierde kwartaal van 2012 voor het eerst sinds de eerste golf van de pandemie, en de spaarquote ligt nu boven het normale niveau van vóór de pandemie.

EZ Netto waarde van het huishouden versus pre-

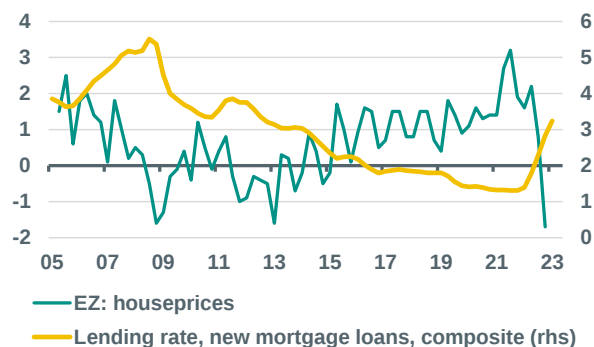
% beschikbaar inkomen, verandering t.o.v. 2019Q4, pp bijdrage



Bron: ECB, ABN AMRO Economisch Bureau

Hypotheekrente en huizenprijzen

% qoq %



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Effect van hogere rente op consumptie getemperd door hypotheek met vaste rente

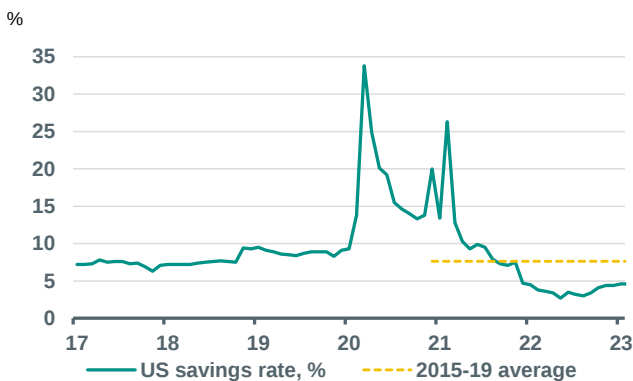
Uit recent onderzoek van de ECB ([hier](#) en [hier](#)) blijkt dat het effect van hogere rentetarieven op de betaalbaarheid van schulden onder huishoudens op korte termijn beperkt zal zijn vanwege het hoge aandeel vastrentende hypotheek in veel landen. Niettemin is het aandeel van hypotheek met een flexibele rente in nieuwe contracten onlangs gestegen, omdat huishoudens de huidige hoge rente niet te lang willen vastzetten. Uit de ECB-rapporten blijkt dat de consumenten het effect van hogere rentetarieven reeds verwerken in hun economische beslissingen, met name in hun plannen voor discretionaire consumptie. Dit is inderdaad zichtbaar geworden in de binnenkomende cijfers voor de goederenconsumptie, waarbij het volume van de detailhandelsverkoop in februari met -1,0% 3m/3m is gedaald, na een krimp met 0,6% k-o-k in het vierde kwartaal van 2022 (zie ook het hoofdstuk over de eurozone).

Net als in de VS is de schuld van de huishoudens in de eurozone echter historisch laag (zie grafiek op blz. 7). Hoewel de renteverhogingen beginnen door te werken en de consumenten duidelijk een grens hebben bereikt in hun gebruik van overtollig spaargeld, zullen de sterke balansen nog steeds helpen voorkomen dat de komende neergang ernstig wordt.

Huishoudens in de VS lijken meer bereid om buffers te gebruiken dan in de eurozone

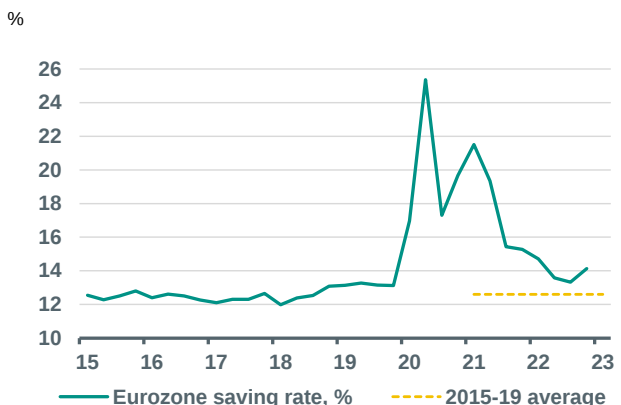
Een laatste punt dat we moeten benadrukken over de bereidheid van huishoudens om buffers in te zetten is: *vermogensvoorkeuren doen ertoe*. De duidelijkste aanwijzing hiervoor is de spaarquote, die historisch gezien relatief stabiel is. Een spaarquote onder het "normale", pre-pandemische niveau wijst op een bereidheid om spaargeld af te bouwen, terwijl een spaarquote boven het normale niveau wijst op een voorkeur om buffers op te bouwen. In dit verband lijkt het erop dat 1) de huishoudens in de VS veel meer bereid zijn geweest om overtollige besparingen af te bouwen dan die in de eurozone, en dat er derhalve 2) in de eurozone een groter neerwaarts risico voor de consumptie bestaat dan in de VS. Dit ondersteunt ons standpunt dat de recessie in de eurozone waarschijnlijker is dan in de VS.

Spaarquote VS onder gemiddelde van voor de



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

...maar in de eurozone ligt het boven het gemiddelde



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Bedrijfsbalansen VS niet zo sterk als die van huishoudens, maar nog steeds gezond

Wat de bedrijven betreft, zijn de balansen in de VS lang niet zo sterk als die van de huishoudens, maar de basis ziet er nog steeds solide uit. De bedrijfsschuld is met ongeveer 100% van het BBP relatief hoog, maar aangezien een groot deel daarvan is vastgelegd tegen een relatief lage rente van vóór de recente rentestijging, ligt de betaalbaarheid van die schulden dicht bij het langetermijngemiddelde. Intussen zijn de kassaldi niet meer zo hoog als in de pandemie, maar nog steeds historisch hoog, en ook het aandeel van de winsten in het nationaal inkomen is historisch hoog. Ook blijkt er weinig financiële stress uit het aantal faillissementen. Dat aantal is tijdens de pandemie gedaald en blijft het uitzonderlijk laag.

Dit alles betekent niet dat de bedrijfsactiviteit immuun is voor de aanscherping van de financiële voorwaarden. Integendeel, de bedrijfsinvesteringen zijn de afgelopen drie kwartalen gekrompen, en wij verwachten dat de investeringen een groot deel van het komende jaar zwak zullen blijven (de Amerikaanse Inflation Reduction Act zal de investeringen enigszins ondersteunen, maar meer op middellange termijn). Hoewel wij verwachten dat de balansen sterker zullen zijn om de golf van faillissementen zoals in een typische recessie te voorkomen, verwachten wij toch een stijging van het aantal faillissementen tot meer normale niveaus. Hoge rentetarieven zullen de balansen waarschijnlijk onder toenemende druk zetten naarmate schulden moeten worden geherfinancierd. Dit zal vervolgens leiden tot een daling van de schuldbetalingscapaciteit - terwijl de afkoelende consumentenvraag waarschijnlijk het prijsstellingsvermogen zal verminderen en op zijn beurt de winstmarges onder druk zal zetten.

Bedrijfsschuld blijft hoog

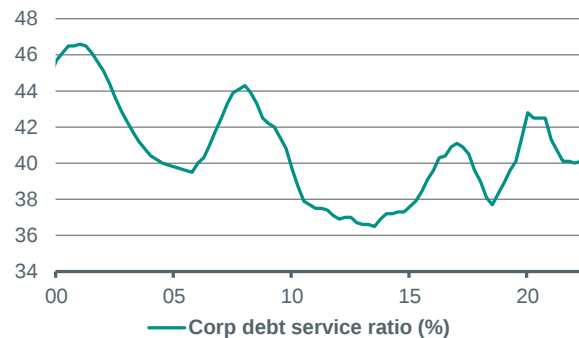
Totale schuld van niet-financiële ondernemingen, % BBP



Bron: Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Maar de schuldendienst ligt dicht bij het

Verhouding tussen rentebetalingen en inkomsten (BIB-berekening)



Bron: Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Faillissementen blijven uitzonderlijk laag

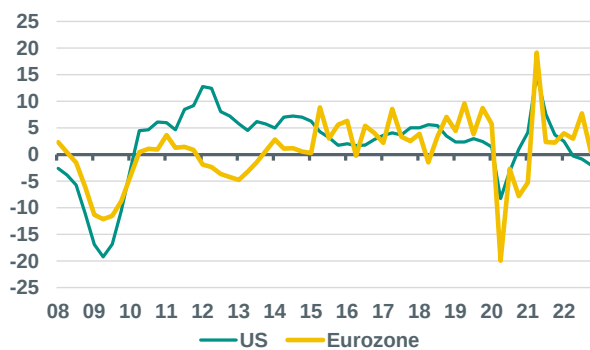
Hoofdstuk 11 faillissementsaanvragen



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Bedrijfsinvesteringen krimpen

Bedrijfsinvesteringen in vaste activa, % j/j



Bron: Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Eurozone bedrijfsbuffers kunnen effect van kredietverkrapping afzwakken, niet voorkomen

Niet-financiële ondernemingen in de eurozone hebben sinds de pandemie solide financiële buffers opgebouwd. Aan de inkomstenzijde zijn de winstmarges over het geheel genomen gestegen, waardoor de kassaldi ruim boven het niveau van vóór de pandemie zijn uitgekomen. Aan de kostenzijde zijn de schuldquote, ondanks de stijging van de rente sinds de tweede helft van vorig jaar, tot dusver stabiel gebleven en vertoont de schuld als percentage van het BBP in de meeste landen een dalende trend sinds de pandemie de kop opstak.

De kracht van de balans geeft ondernemingen een aanzienlijke buffer tegen strengere kredietvoorwaarden. Buffers kunnen worden gebruikt om de schuldquote laag te houden in een klimaat van stijgende rentevoeten, als een fonds voor noodgevallen om een faillissement te vermijden wanneer de vraag daalt, of om investeringen zelf te financieren in een klimaat van verminderde beschikbaarheid van krediet (hoewel dit laatste minder waarschijnlijk is gezien de zwakke groeivoorzichten).

Buffers zijn eerder een bron van kortetermijnverlichting dan van blijvende kracht. De verzachtende factoren zijn tijdelijk, wat betekent dat strengere kredietvoorwaarden uiteindelijk effect zullen sorteren. Tegelijkertijd zijn er, net als bij het vermogen van de huishoudens, aanzienlijke verschillen rondom het gemiddelde. Verschillen in bedrijfsomvang en sector zijn van belang, zoals bleek uit eerdere perioden waarin de kredietverlening werd beperkt. Tijdens de overheidsschuldencrisis daalde de kredietverlening door banken aan het mkb veel sterker dan aan grotere ondernemingen (zie onderstaande grafiek). Zelfs als het mkb nu hogere buffers heeft, zijn die waarschijnlijk kleiner dan de gemiddelden suggereren, wat betekent dat strengere kredietvoorwaarden nog steeds een impact zullen hebben. In een [recente toespraak](#) van hoofdeconoom Philip Lane van de ECB werd ook een onderscheid gemaakt tussen "oude" en "jonge" ondernemingen, waarbij jonge ondernemingen (die doorgaans over onvoldoende buffers beschikken) in een klimaat van strengere kredietvoorwaarden veel grotere financieringsproblemen zullen ondervinden dan meer gevestigde ondernemingen.

Bedrijfsbalansen bevatten voldoende liquiditeit...

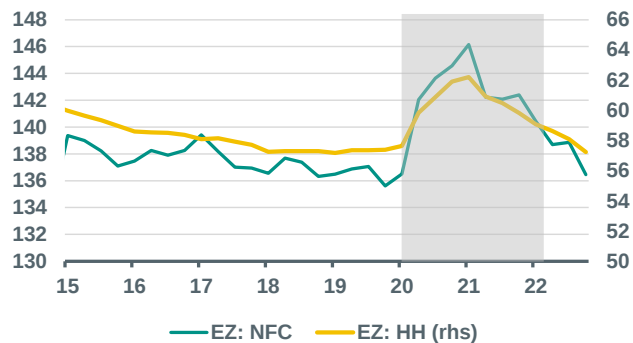
Valuta en deposito's als aandeel van het BBP, %, eurozone



Bron: ECB, ABN AMRO Economisch Bureau

...terwijl de schuld een dalende trend vertoont...

%, schuld als aandeel van het BBP



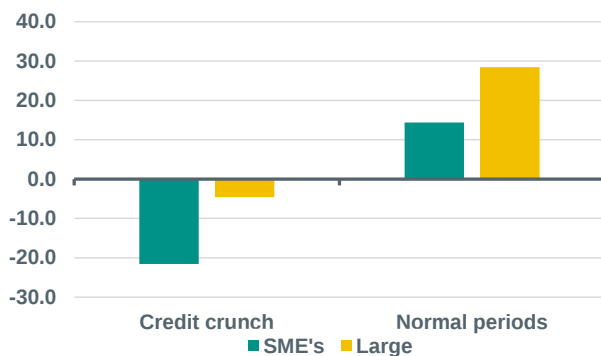
Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Al met al menen wij dat de buffers het effect van de kredietverkrapping helpen afzwakken of vertragen, maar dat een aanzienlijk effect op de activiteit onvermijdelijk is. Net als in de VS zijn de investeringen in de eurozone in het vierde kwartaal gekrompen (zie grafiek op blz. 5) en wij verwachten dat de strengere kredietvoorwaarden het hele komende jaar de investeringen zullen drukken. Ook het aantal faillissementen is sterk toegenomen en ligt nu ruim boven het niveau van vóór de pandemie (zie onderstaande grafiek). (Bill Diviney, Aline Schuiling, Aggie van Huisseling, Arjen van Dijkhuizen, Jan-Paul van de Kerke)

Kader 2: Uit een studie van de ECB ([link](#)) blijkt dat de samenstelling van de bedrijfsschuld ook een cruciale rol speelt in het effect van de kredietvoorwaarden. Het gebruik van obligatiefinanciering ten opzichte van bankleningen is toegenomen tot 30% voor bedrijven in het eurogebied, tegen ongeveer 15% medio 2008. In de studie wordt geconcludeerd dat - in reactie op een ongunstige algemene aanbodschock - de optie van obligatiefinanciering het effect van een verkrapping in het transmissiekanaal voor bankleningen afzwakt. Andersom versterkt obligatiefinanciering ook de transmissiekanalen van het monetaire beleid die bredere gevolgen hebben voor de financiële markten (zoals QE). Landen met een laag aandeel obligatiefinanciering worden meer beïnvloed door veranderingen in de korte rente, terwijl landen met een hoog aandeel bedrijfsobligatiefinanciering meer worden beïnvloed door maatregelen die de lange rente beïnvloeden.

mkb kwetsbaarder voor strengere leennormen

Gepercipieerde bereidheid van banken om te lenen, Kredietcrisis=gemiddelde van 2009-2013



Bron: ECB SAFE-onderzoek, ABN AMRO Economisch Bureau

Faillissementen eurozone gestegen in Q4 22

Index, 2015 = 100



Bron: Eurostat, ABN AMRO Economisch Bureau

Kader 3: Chinese kredietverlening slaat om na Zero-Covid exit (Arjen van Dijkhuizen)

Terwijl in de ontwikkelde economieën de kredietgroei vertraagt als gevolg van agressieve renteverhogingen, gaat de Chinese kredietcyclus momenteel in de tegenovergestelde richting. De snelle exit uit het zero-covid beleid, een meer op groei gerichte beleidskoers en toenemende tekenen van een stabiliserende vastgoedsector zijn de belangrijkste drijfveren. Wij denken dat de draai in de kredietcyclus nog verder moet gaan, al verwachten wij geen krediethausse zoals bijvoorbeeld na de wereldwijde financiële crisis.

De malaise in de vastgoedsector en Zero-Covid temperden de kredietgroei in de afgelopen jaren...

De afgelopen jaren is de kredietgroei in China beïnvloed door een aantal factoren. Ten eerste is er een structurele impact van de campagne die eind 2016 van start ging om schulden en risico's te verkleinen. Het doel van deze campagne was om de totale leverage in toom te houden door de groei van de kredietverlening ongeveer af te stemmen op de nominale bbp-groei, terwijl de meest risicovolle onderdelen van het financiële stelsel, zoals schaduwbankieren, aan banden werden gelegd. Ten tweede werd in augustus 2020 het "drie rode lijnen"-beleid ingevoerd voor de vastgoedsector met hoge schulden, dat uiteindelijk leidde tot betalingsproblemen bij een groot aantal vastgoedontwikkelaars (waaronder de gigant Evergrande) en uitmondde in een ernstige inzinking van de vastgoedsector. Ten derde werd het leningstempo herhaaldelijk (onder meer in 2022) sterk beïnvloed door de combinatie van Covid-19-opflakkingen en een strikt zero covid-beleid, hetgeen resulteerde in terugkerende brede lockdowns. Wat de huishoudens betreft, bijvoorbeeld, leidden zero-covid en de problemen in de vastgoedsector tot een scherpe daling van het consumentenvertrouwen en een ineenstorting van de vraag naar hypothecaire leningen.

China's kredietcyclus begint te draaien

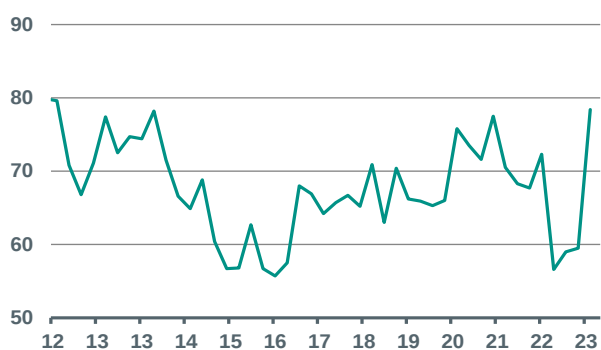
RRR - %, kredietgroei % j-o-j Bloomberg kredietimpuls %



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Bloomberg

Vraag naar leningen verbetert sterk na Zero-Covid

PBoC Bankers Survey, algemene index voor kredietvraag



Bron: Bloomberg

...maar de kredietcyclus is gekeerd na het einde van Zero-Covid, met een meer op groei gericht beleid.

Al in de loop van vorig jaar begonnen de Chinese autoriteiten met het bijstellen van het macro-economisch beleid en het terugschuiven van de slinger naar stabilisatie van de groei. In plaats van een kredietbazooka in GFC-stijl in te voeren, namen zij opnieuw hun toevlucht tot een geleidelijke monetaire versoepeling door miniverlagingen (van 15-35 basispunten) van diverse beleidsrentevoeten door te voeren. De prime rate voor 5-jaars leningen - die als benchmark voor hypotheekleningen wordt gebruikt - werd het sterkst verlaagd (met 35 basispunten, tot 4,30%) om het vastgoed te ondersteunen. Extra ruimte voor banken om leningen te verstrekken werd gecreëerd door een verdere verlaging van de reserveverplichting voor banken, met 50 basispunten in 2022 en een verlaging met 25 basispunten tot 10,5% in maart 2023. De autoriteiten gebruikten ook morele overreding om de staatsbanken ervan te overtuigen meer leningen te verstrekken en namen specifieke maatregelen om de financieringsbeperkingen voor projectontwikkelaars te verlichten. Zij hebben ook de quota voor de financiering van obligaties van lokale overheden verhoogd om de infrastructuuruitgaven te ondersteunen; de keerzijde hiervan is dat het lenen buiten de balans om via zogenaamde financiële vehikels van lokale overheden (LGFV's) is opgelopen tot bijna 50% van het bbp, waarbij LGFV's in armere provincies betalingsproblemen ondervinden.

De meest ingrijpende beleidswijziging was echter de stopzetting van de zero covid beleid in december 2022. Hoewel het rommelige karakter van deze uitstap aanvankelijk bijdroeg tot een verdere vertraging van de kredietverlening, bleken de verstoringen als gevolg van Zero-Covid van vrij korte duur. De Chinese economie is sindsdien duidelijk opgeveerd, aangevoerd door de dienstensector, het consumentenvertrouwen is beginnen te verbeteren (hoewel het nog steeds op een relatief laag niveau staat), de huizenmarkt vertoont steeds meer tekenen van stabilisatie, de hypotheekverstrekking begint weer aan te trekken en de totale kredietgroei trekt weer aan. Dit bleek bijvoorbeeld uit de beter dan verwachte kredietcijfers voor maart en uit het feit dat de algemene index voor de vraag naar leningen in de bankenenquête van de PBoC in het eerste kwartaal van 2012 is opgelopen tot het hoogste niveau in negen jaar met 78,4.

Keerpunt in kredietcyclus moet verder lopen; opleving China dempt wereldwijde vertraging

Tegen deze achtergrond gaan wij ervan uit dat de ommekeer in de Chinese kredietcyclus nog moet komen. Dit neemt niet weg dat de autoriteiten ernaar zullen blijven streven de totale hefboomratio in toom te houden, dat zij maatregelen zullen nemen om de LGFV-schuld binnen de perken te houden en het soort oververhittingsproblemen willen voorkomen dat ontstond na China's snelle opleving na de eerste Covid-19-schok in 2020.

Op wereldschaal denken wij dat China's heropening en de wending in de kredietcyclus de gevolgen van de vertraging in de ontwikkelde economieën enigszins zullen helpen opvangen, al denken wij niet dat dit een grote spelbreker zal zijn gezien de verwachte (en reeds ervaren) fall-out van ongekend sterke renteverhogingen in de ontwikkelde markten, en gezien het feit dat het monetaire beleid met de bekende lange en variabele vertragingen werkt.

Belangrijke weergaven op een pagina

De afnemende energiecrisis in Europa leidt tot milde recessies in de eurozone en het Verenigd Koninkrijk. De consumptie zal blijven lijden onder de dalende reële inkomens en het effect van de monetaire verkrapping wordt steeds sterker gevoeld - met een duidelijke correctie op de huizenmarkten als gevolg van de sterke stijging van de hypotheekrente. De belangrijkste risico's op korte termijn zijn de strengere normen voor bankleningen, maar sterke financiële buffers kunnen het effect daarvan verzachten. Het verlaten van de zerocovidbeleid door China compenseert tot op zekere hoogte de vertraging in de ontwikkelde economieën. Hoewel de inflatie begint te dalen, betekent de hardnekkige onderliggende inflatiedruk dat de Fed, ECB en BoE de rente op korte termijn waarschijnlijk zullen blijven verhogen.

Macro	Centrale banken en markten
Eurozone - Uit nieuwe gegevens blijkt dat het BBP van de eurozone in het eerste kwartaal van 2023 licht is gekrompen. Het effect van vroegere en komende renteverhogingen zal steeds meer voelbaar worden. Wij verwachten dat het BBP gedurende het grootste deel van 2023 gematigd zal krimpen. De onderliggende inflatie is nog niet afgenomen en de loonstijging is in het vierde kwartaal sneller toegenomen dan verwacht. De headline inflatie zal dit jaar snel dalen door de daling van de marktprijzen voor energie en voedsel en door het verdwijnen van knelpunten in de toeleveringsketen. De kerninflatie zal op korte termijn harerdkneggig zijn, maar zou ook moeten afnemen.	ECB - De ECB heeft in maart de depositorente met 50 basispunten verhoogd. Het lijkt erop dat de ECB nog steeds voor verdere renteverhogingen is, tenminste als het basisscenario uitkomt. Volgens ons basisscenario piekt de depositorente op 3,75% voordat een renteverlagingscyclus begint in december en voortduurt in 2024. Ons basisscenario gaat uit van een verhoging met 50 bp in mei en met 25 bp in juni, maar er is een kans op 25 bp in mei en nog eens twee verhogingen met 25 bp in juni en juli. Mochten de stress op de financiële markten en de zorgen over de banken weer opblazen, dan zal de ECB waarschijnlijk andere instrumenten inzetten in plaats van haar rentebeleid te wijzigen.
Nederland - Het Nederlandse bbp zal in 2023 naar verwachting met 1,2% groeien (tegen 4,5% in 2022). Wij verwachten dat de buitenlandse vraag lager zal uitvallen als gevolg van de recessie in de eurozone en de VS. Monetaire tegenwind zal in de loop van het jaar voelbaar zijn. Ondanks de risico's voor de vooruitzichten op middellange termijn blijkt uit recente activiteitsgegevens dat de risico's op korte termijn overhellen naar de opwaartse zijde. De consumptie is veerkrachtig gebleken ondanks het verlies aan koopkracht. Verwacht wordt dat de arbeidsmarkt zal verzwakken, maar de algemene krapte blijft bestaan. Wij hebben onze inflatieprognoses (HICP) verhoogd tot 4,6% in 2023 en 4,1% in 2024.	Fed - Het FOMC heeft de fed funds rate in maart met 25 bp verhoogd. Wij verwachten nog een verhoging met 25 bp in mei, met een risico op verdere verhogingen als de strengere kredietvoorwaarden van korte duur blijken te zijn. Ons basisscenario is dat de Fed tegen december klaar zal zijn om de huidige zeer restrictieve beleidskoers te verlaten. Na een eerste verlaging met 25 basispunten verwachten wij dat de Fed tijdens elk van de acht vergaderingen in 2024 de rente met 25 basispunten zal verlagen, waardoor de rente eind 2024 weer bijna neutraal zal zijn. Gezien de aanhoudende onderliggende inflatiedruk bestaat het risico dat de rente langer hoger blijft.
UK - Hoewel de afnemende energiecrisis de klap voor de reële inkomens van de huishoudens verzacht, zal de belastingdruk het komende jaar aanzienlijk stijgen. Het VK kan een recessie ontlopen, maar de economie zal naar verwachting zwak blijven. De vooruitzichten op middellange termijn zullen in belangrijke mate afhangen van de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit, die zwak blijft. De CPI en de looninflatie zijn weer opgelopen, waardoor het risico toeneemt dat de inflatie boven het streefniveau uitkomt. Het inflatierisico is opwaarts gericht vanwege een structureel tekort aan arbeidskrachten en onrust in de publieke sector.	Bank of England - De recente opwaartse verrassingen in de loon- en inflatiecijfers betekenen dat de BoE in mei waarschijnlijk opnieuw zal verhogen, waardoor de bankrente op 4,50% uitkomt. De beslissingen van de MPC in de komende maanden zullen zeer gevoelig zijn voor de ontwikkelingen op de financiële markten en de binnenkomende gegevens. Volgens ons zal de economische zwakte die uit de activiteits- en werkgelegenheidsgegevens blijkt, naarmate 2023 vordert een neerwaartse druk op de loonstijging gaan uitoefenen. De risico's neigen momenteel echter naar een hogere piek in de rente en een latere start van de renteverlagingen (momenteel verwacht vanaf het vierde kwartaal).
VS - De economie vertraagt duidelijk in reactie op de hogere rente, maar in een slakkengang. Wij verwachten dat de consumptie in het tweede kwartaal zal krimpen omdat de dalende reële inkomens en het verminderde optimisme over de vooruitzichten de uitgaven zullen aantasten. Ook de investeringen zullen naar verwachting zwak blijven door de strengere kredietvoorwaarden. De inflatiedruk is weer toegenomen, terwijl het oppotten van arbeid aanhoudt. Wij verwachten nog steeds dat de NBER later dit jaar een recessie zal uitroepen. De inflatie zal naar verwachting blijven dalen, maar er heerst grote onzekerheid over waar de inflatie zich zal vestigen gezien het tekort aan arbeidskrachten en de resterende onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod in de economie.	Obligatierente - Gezien onze macro- en centralebankvooruitzichten denken wij dat de renteverhogingscyclus zijn einde nadert. De Fed zal naar verwachting in mei en de ECB in juni een piek bereiken, voordat beide banken eind 2023 de rente gaan verlagen. Wij menen dan ook dat de piek van de omkering van de Treasury- en Bund-curve nu achter ons ligt. Wij denken dat beide curves voor de rest van het jaar zullen stijgen, waarbij de 2jaars 10jaars spread naar verwachting tot 100 bp voor de Bund en tot 70 bp voor de UST steiler zal worden bij het ingaan van 2024. Het steile pad is in de VS al begonnen in maart, na de onrust in het bankwezen.

China - De heropening, geleid door de consumptie/dienstensector, verstevigt. De reële bbb-groei is in het eerste kwartaal versneld, terwijl de cijfers voor maart per saldo wijzen op een sterker groeimomentum, waarbij de vastgoedsector zich herstelt. Mede gelet op de opwaartse herziening voor Q4-22 en de daarmee samenhangende overloopeffecten, verhogen wij onze groeiprognoze voor 2023 tot 6,0% (van 5,2%). Mede als gevolg van de sterkere basis voor 2023 bedraagt onze groeiprognoze voor 2024 nu 5,0% (was 5,2%). De belangrijkste risico's voor de economie zijn de daling van de mondiale vraag en de aanhoudende spanningen met de VS over technologie/Taiwan/Rusland.

FX - EUR/USD testte het belangrijke niveau van 1,10, maar kwam daar weer onder. Dat kwam vooral omdat de verwachtingen over het monetaire beleid van de Fed en de ECB meer in onze richting bewogen. Wij denken dat het moeilijk is voor EUR/USD om in de huidige omgeving boven 1,10 te breken en te blijven. Wij handhaven onze EUR/USD-prognose voor eind 2023 en 2024 op respectievelijk 1,10 en 1,16. Wij voorzien een hogere EUR/USD in 2024 omdat wij voor de Fed meer renteverlagingen verwachten dan voor de ECB in 2024.

Main economic/financial forecasts

GDP growth (% yoy)	2021	2022	2023e	2024e	Inflation (%)	2021	2022	2023e	2024e
United States	5.9	2.1	0.7	1.6	United States	4.7	8.0	4.1	2.3
Eurozone	5.3	3.5	0.0	0.9	Eurozone	2.6	8.4	4.9	2.1
Japan	2.2	1.0	1.1	1.2	Japan	-0.2	2.5	2.3	1.3
United Kingdom	7.6	4.1	0.1	1.7	United Kingdom	2.6	9.1	6.4	2.1
China	8.4	3.0	6.0	5.0	China	0.9	2.0	2.0	2.5
Netherlands	4.9	4.5	1.2	1.3	Netherlands	2.8	11.6	4.6	4.1
Policy rate	19/04/2023	+3M	2023e	2024e	10Y interest rate	19/04/2023	+3M	2023e	2024e
Federal Reserve	5.00	5.25	5.00	3.00	US Treasury	3.60	3.75	3.25	3.00
European Central Bank	3.00	3.75	3.50	2.00	German Bund	2.50	2.55	2.10	1.90
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	Japanese gov. bonds	0.43	0.55	0.65	0.75
Bank of England	4.25	4.25	3.75	3.00	UK gilts	3.88	3.00	2.60	2.20
People's Bank of China	3.65	3.65	3.65	3.65					
Natural resources	19/04/2023	+3M	2023e	2024e	Currencies	19/04/2023	+3M	2023e	2024e
Brent - Oil USD/barrel	83.1	80	90	100	EUR/USD	1.10	1.08	1.10	1.16
WTI - Oil USD/barrel	79.2	75	85	95	USD/JPY	134.7	131	128	124
TTF - Gas EUR/MWh*	55.2	45	55	50	GBP/USD	1.25	1.24	1.22	1.32
					EUR/GBP	0.88	0.87	0.90	0.88
Gold - USD/oz	1,995	1,900	1,900	1,900	USD/CNY	6.89	6.80	6.70	6.50

Source: Refinitiv, Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

* Brent, WTI active month contract; TTF: next calendar year

Macro Team

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

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

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

Amit Kara, Senior Econoom | amit.kara@nl.abnamro.com

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

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

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

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

FX & Rates Research

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

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

Joost Beaumont, Hoofd Bank Research | joost.beaumont@nl.abnamro.com

Shanawaz Bhimji, Senior Strategist | shanawaz.bhimji@nl.abnamro.com

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