

# Global Monthly

Macro Team

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

## Wat de onrust in het bankwezen betekent voor de economische vooruitzichten

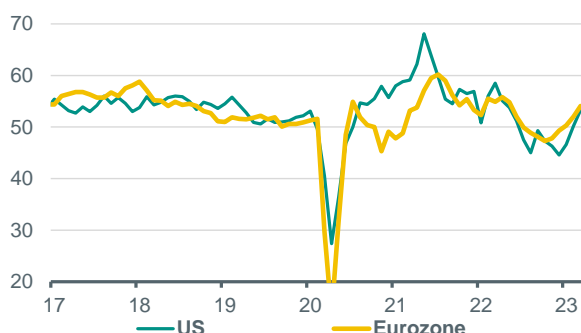
- ▶ Veel van de aanhoudende spanningen in de banksector lijkt meer ingegeven door angst dan door fundamentele factoren
- ▶ Marktstress kan zichzelf echter versterken, en zelfs als de omstandigheden normaliseren, kan de onrust nog een aanzienlijk effect hebben op de bancaire kredietverlening
- ▶ Het kan ook betekenen dat de renteverhogingen door centrale banken eerder stoppen. In ieder geval zal de economie enige pijn moeten ervaren om de inflatie terug te brengen naar het doel.

### Global View: Enige economische pijn lijkt onvermijdelijk, zelfs als de onrust rond banken afneemt

De wereldeconomie lijkt de laatste tijd van de ene crisis in de andere te vallen. Net toen de Europese energiecrisis leek af te nemen, werden de financiële markten opnieuw in beroering gebracht door een aantal bankfaillissementen en de vrees voor meer. Wij verwachten dat die angst uiteindelijk zal wegebben, maar in de tussentijd kan er turbulentie ontstaan. In de *Global View* van deze maand stellen wij een groot aantal vragen aan onze specialisten: wij maken de balans op van de spanningen in de bankensector, denken na over hoe de gebeurtenissen zich vanaf nu zullen ontwikkelen en vertalen de gevolgen van strengere financiële voorwaarden naar de economie en het monetaire beleid. Aangenomen dat de onrust afneemt, zal een belangrijke vraag voor de centrale bankiers zijn in hoeverre die een stempel drukt op de kredietverlening, en of daardoor de behoefte aan verdere renteverhogingen afneemt. Per saldo denken wij dat de Fed en de ECB nog wat verder te gaan hebben, maar de renteverhogingen zouden inderdaad eerder kunnen stoppen als het effect op de kredietverlening door banken - en dus op de groei en de inflatie - sterker is dan wij aannemen. Anderzijds zou een snellere versoepeling van de financieringscondities kunnen betekenen dat de centrale banken nog verder moeten gaan. Eén ding lijkt zeker: de opleving van de flitsende PMI's van vorige week, die op een opleving in de geavanceerde economieën wijst, is helaas onhoudbaar. Hoe dan ook, de economie zal helaas enige pijn moeten ervaren om de inflatie terug naar het doel te brengen, of die nu door centrale banken wordt veroorzaakt of niet.

### De opleving voor de storm?

Flash composite PMI's, index; &gt;50 = uitbreiding, &lt;50 = inkrimping



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

### Deposito's verhuizen van banken naar geldmarktfondsen

Activa in Amerikaanse geldmarktfondsen, miljard USD



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

## Zijn we op weg naar een nieuwe bankencrisis?

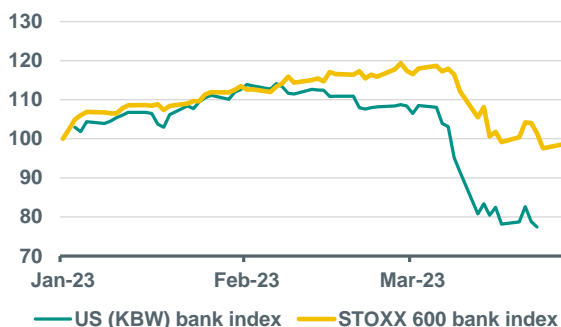
De bankensector is weer in de schijnwerpers komen te staan op de financiële markten sinds het faillissement van enkele regionale Amerikaanse banken en de overname van Credit Suisse (CS) door UBS. De toegenomen bezorgdheid over banken leidde tot een daling van de aandelenkoersen van banken en van bankobligaties. Dit heeft de vraag doen rijzen of we afstevenen op een wereldwijde financiële crisis zoals in 2008. Wij denken van niet, want wij zien de problemen aan beide zijden van de Atlantische Oceaan als idiosyncratisch, terwijl autoriteiten en centrale banken ook krachtig hebben opgetreden.

Banken zijn veel beter gekapitaliseerd dan tijdens de financiële crisis 15 jaar geleden (ook iets waarop toezichthouders wijzen), waardoor zij beter in staat zijn schokken op te vangen. Banken hebben ook veel geld in kas. Dat blijkt uit de gemiddelde CET1-ratio (kernkapitaalratio) van 14,2% en een gemiddelde liquiditeitsdekkingsratio van 148% voor de grootste banken in de indices van euro bankobligaties. Het einde van het tijdperk van de negatieve rente heeft ook de netto rentebaten van de banken ondersteund, die meer dan voldoende zouden moeten zijn om eventuele kredietverliezen als gevolg van de zwakke economische vooruitzichten te compenseren. Kortom, fundamenteel staan banken er duidelijk goed voor. Daarentegen zullen de financieringskosten van banken als gevolg van recente ontwikkelingen stijgen (met name de kosten voor kapitaal), wat op de bankinkomsten zal drukken en er ook toe kan leiden dat banken hun kredietvoorwaarden verder aanscherpen. Per saldo ziet de banksector er echter gezond uit. Uit de recente ontwikkelingen blijkt echter duidelijk dat vertrouwen de sleutel is, en het zal waarschijnlijk enige tijd duren voordat het vertrouwen in de banksector is hersteld.

De afgelopen dagen hebben de aandelen- en obligatiekoersen van banken zich enigszins gestabiliseerd, hoewel de markten zeer beweeglijk zijn gebleven. Bovendien zijn de kosten van bescherming tegen wanbetaling door banken sterk gestegen, hoewel ze onder het niveau zijn gebleven van eerdere perioden van stress. Toch blijft de situatie fragiel.

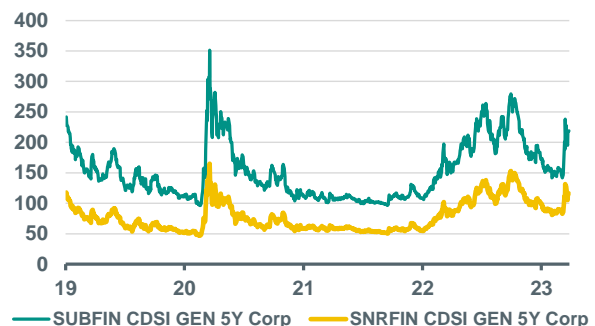
### Aandelen van banken zijn gedaald maar stabiliseren

Indexcijfers bankaandelen VS en EU, omgerekend naar 1 jan 2023 = 100



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

### Bescherming tegen bankfaillissementen neemt ook af



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

## Waarom zijn de spanningen rondom banken idiosyncratisch?

De problemen met de regionale banken in de VS, en die van de Silicon Valley Bank (SVB) in het bijzonder, waren grotendeels te wijten aan het grote deel van de deposito's van klanten dat niet werd beschermd door het Amerikaanse depositogarantiestelsel (DGS), dat deposito's tot 250 000 USD beschermt. Dit maakte deze banken zeer kwetsbaar voor een bankrun wanneer klanten aan hun levensvatbaarheid begonnen te twijfelen. Ondertussen had de SVB het renterisico van haar balans niet afgedekt, waardoor zij grote ongerealiseerde verliezen op haar beleggingen zou lijden na de snelle stijging van de marktrente (een weerspiegeling van de agressieve verkrapting van het beleid door de Fed). Daarnaast kon de SVB dit deels doen omdat het niet meer onder het meest strikte toezichtsregime stond van de Amerikaanse wetgevers, die in 2018 stemden voor het versoepelen van een deel van de Dodd-Frank Act voor middelgrote en regionale banken.

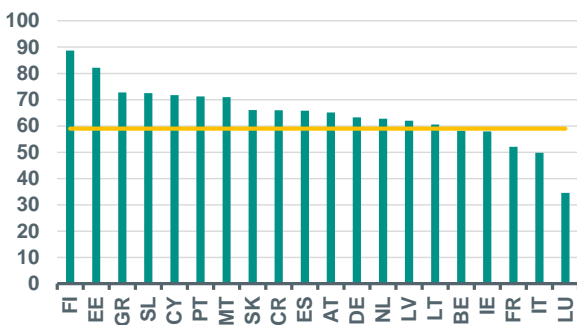
Ondertussen was Credit Suisse al enige tijd een van de meest kwetsbare banken, die aanhoudend negatief in het nieuws was, terwijl er twijfels waren over de uitvoering van haar strategische herziening. De bank verloor vervolgens bijna volledig het vertrouwen van de markt na nieuws over zwakheden in haar interne controles op de financiële verslaglegging, terwijl het nieuws dat haar grootste aandeelhouder zijn aandelenbelang niet zou kunnen verhogen evenmin hielp. Als gevolg daarvan haalden klanten grote bedragen van hun rekeningen bij de bank, wat uitmondde in een redding door UBS.

De situatie is anders bij andere banken. Om te beginnen ligt het aandeel van de door het depositogarantiestelsel gegarandeerde deposito's bij banken in de eurozone rond 60%, veel hoger dan de 4% van de SVB. Andere regionale banken in de VS hebben ook een groter aandeel verzekerde deposito's, hoewel sommige, zoals First Republic Bank, nog steeds een relatief groot aandeel onverzekerde deposito's hebben. De Amerikaanse overheid heeft echter alle onverzekerde deposito's van de failliete banken beschermd, wat ook bij andere banken tot enige rust zou moeten leiden. In het algemeen achten wij het risico van meer bankrups beperkt. De overname van SVB door First Citizens Bank lijkt ook wat rust te hebben gebracht.

Een andere reden waarom wij denken dat een nieuwe bankencrisis onwaarschijnlijk is, is dat de meeste banken (in tegenstelling tot de SVB) hun renterisico afdekken, wat betekent dat hun beleggingen alleen aan marktrisico's zijn blootgesteld. Uit een studie van de ECB van mei 2022 ([hier](#)) blijkt dat banken in de eurozone de afgelopen twee jaar hun renterisico in toenemende mate hebben afgedekt. Ondertussen heeft de ECB eind vorig jaar al een 'stress test' uitgevoerd om de kwetsbaarheid van de banksector in de eurozone voor een grote afvlakking/versterving van de rentecurve te beoordelen (zie [hier](#)). Uit de stresstest bleek dat de meeste banken goed gepositioneerd waren om een dergelijke afvlakking van de rentecurve op te vangen. Misschien nog belangrijker is dat deze studies aantonen dat de ECB zich terdege bewust is van de risico's die het huidige renteklimaat met zich meebrengt voor banken. Hierdoor zou de centrale bank ook goed in staat moeten zijn om de banken die risico lopen te identificeren en, indien nodig, op te treden.

#### Aandeel van DGS gegarandeerde deposito's in EZ

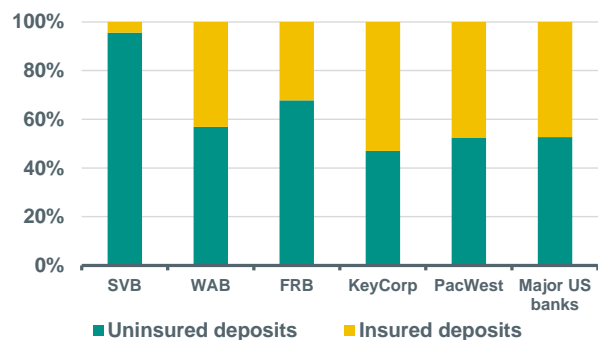
% aandeel van door DGS gegarandeerde deposito's van huishoudens en bedrijven



Bron: ECB, EBA, ABN AMRO Economisch Bureau

#### Aandeel (on)verzekerde deposito's VS-banken

%



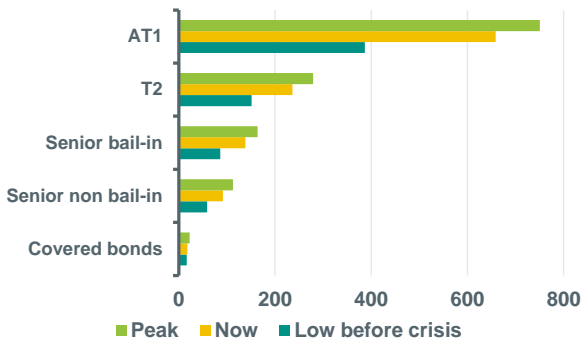
Bron: Bloomberg, bankrapporten, ABN AMRO Economisch Bureau

### Zijn de markten nu in rustiger vaarwater?

Tot op zekere hoogte wel. Bankobligaties hebben iets van hun verliezen goedge maakt, maar de spreads op bankobligaties blijven ver boven de dieptepunten die eerder dit jaar werden bereikt. De grafiek linksonder toont de piek, het laagste punt en het huidige niveau van spreads op bankobligaties (onderverdeeld naar type obligatie) in de afgelopen weken (waarbij een hoger niveau een lagere waarde van de obligatie betekent). Hieruit blijkt dat de spread van AT1's, de meest achtergestelde bankobligaties, bijna is verdubbeld ten opzichte van de laagste niveaus van enkele weken geleden. Dit was het gevolg van de behandeling van AT1's van CS bij de redding van de bank door de Zwitserse autoriteiten, waardoor de houders van AT1-obligaties slechter af waren dan de aandeelhouders van CS (wat niet strookt met de kapitaalstructuur van banken). Geruststellende verklaringen van Europese en Britse toezichhouders dat dit in bij hun niet zou gebeuren, zorgde ervoor dat AT1-spreads weer wat inkwamen, hoewel deze nog steeds 270 basispunten boven het dieptepunt liggen.

**Spreadontwikkeling van eurobankobligaties**

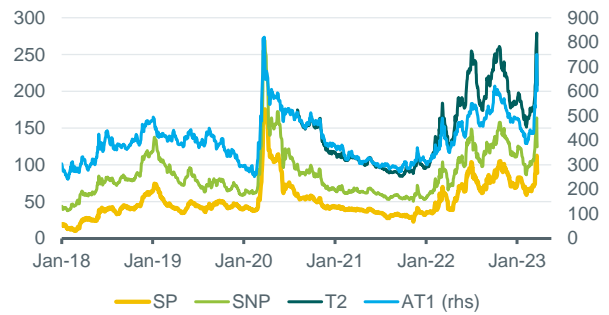
ASW-spread in bp, iBoxx en Bloomberg (AT1) indexen van bankobligaties



Bron: Bloomberg, Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

**Spreadontwikkeling van eurobankobligaties**

ASW-spread in bp, iBoxx en Bloomberg (AT1) indexen van bankobligaties



Bron: Bloomberg, Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Over een breder spectrum zijn de spreads van eurobankschulden weer iets ingekomen nadat ze sterk waren opgelopen sinds het begin van de spanningen in de banksector. Daarbij moet wel worden opgemerkt dat zij hun verliezen nog lang niet volledig hebben goedgeemaakt. Hieruit blijkt dat het sentiment ten aanzien van de banksector zwak blijft, wat ook duidelijk aangeeft dat de banksector nog niet uit de problemen is. (Joost Beaumont)

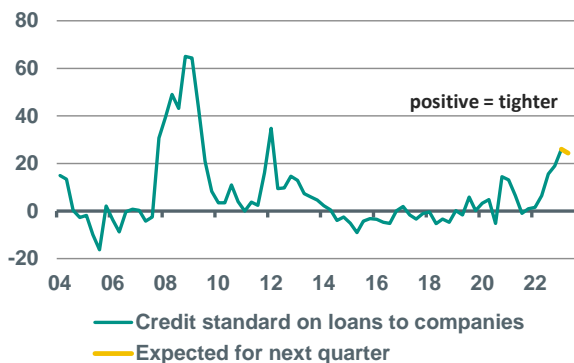
**Hoe beïnvloedt de onrust in het bankwezen de groeivoorzichten?**

Hoewel de financiële markten enigszins tot rust zijn gekomen, is het nog te vroeg om te zeggen welke effecten aanhouden en welke zullen wegebben, en op welk moment. Een waarschijnlijk scenario is dat de turbulentie in het bankwezen niet opnieuw oplaait tot het niveau van de afgelopen twee weken, maar zichtbaar blijft in de vorm van een aanhoudende aangescherpte kredietverlening.

Meerdere factoren kunnen bijdragen tot strengere financieringsvoorwaarden in de toekomst. Het is duidelijk geworden dat een 'Goudlokje-scenario' - waarbij de rente in het snelste tempo in decennia stijgt zonder enig effect op de financiële stabiliteit of de groei - nu hoogst onwaarschijnlijk lijkt. In plaats daarvan lijken we een meer uitdagende fase in te gaan. De onzekerheid en het broos beleggersvertrouwen zullen leiden tot strengere financieringsvoorwaarden die de kredietverlening beperken, vooral in de meer risicovolle segmenten. Het feit dat de schok zich in de banksector voordeed, is ook van belang, aangezien een herprijzing van risico en minder vertrouwen in de banksector kunnen leiden tot aanhoudend hogere financieringskosten voor banken. Zij berekenen die vervolgens door aan hun klanten, hetzij in de vorm van aangescherpte kredietnormen, hetzij in de vorm van hogere rentetarieven om de verhoogde financieringskosten terug te verdienen. Zelfs voordat de onrust uitbrak, wezen onderzoeken van de Fed en de ECB al op een aanzienlijke aanscherping van de kredietvoorwaarden. Dat zal dus waarschijnlijk zo blijven of verder toenemen.

**De normen voor bankleningen waren al strenger**

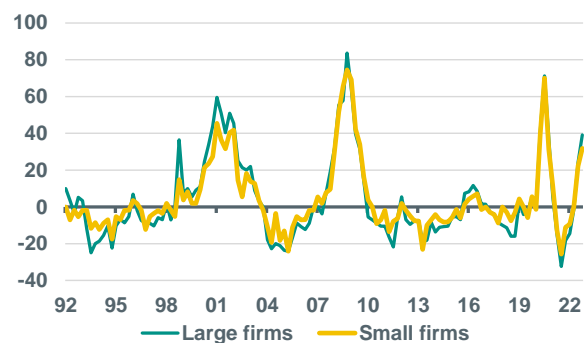
ECB Bank Lending Survey; >0 = strengere normen



Bron: ECB

**...en zullen waarschijnlijk verder aanscherpen...**

Fed Senior Loan Officer Survey; >0 = strengere normen.



Bron: Federal Reserve, Refinitiv

Mocht een dergelijk scenario zich voordoen, dan zal dit de (bancaire) kredietverlening aan huishoudens en bedrijven waarschijnlijk verder beperken. Dit komt dan boven op het effect dat de renteverhogingen al hadden. De eerste tekenen hiervan zijn al zichtbaar in data/surveys over de kredietverlening. Zoals Fed-voorzitter Powell in de FOMC-persconferentie van maart opmerkte, zou het effect op de financieringsvoorwaarden wel eens groter kunnen zijn dan de geaggregeerde indices hierover suggereren, wat ook zou betekenen dat de reële economie hard wordt geraakt. Strengere financieringsvoorwaarden werken niet gelijkmatig door in de economie. Rentegevoelige sectoren met een hoge schuldenlast, zoals de vastgoedsector en de bouw, lopen een groter risico. Ook sectoren met een groot aandeel midden- en kleinbedrijven, die doorgaans sterker afhankelijk zijn van bancaire financiering, staan meer bloot aan de negatieve gevolgen van strengere kredietvoorwaarden.

Ten slotte moet niet uit het oog worden verloren dat er twee belangrijke verschillen zijn tussen de situatie in de VS en die in de eurozone. Ten eerste lijken de problemen met en het vertrouwen in regionale banken in de VS op dit moment groter dan de bankproblemen in de eurozone, die tot dusver beperkt zijn gebleven tot het geïsoleerde (en zeer idiosyncratische) geval van Credit Suisse. Dit betekent dat de mogelijke gevolgen voor de kredietverlening door banken in de VS waarschijnlijk groter zijn. Hiertegenover staat dat bedrijven in de eurozone veel afhankelijker zijn van bancaire financiering dan die in de VS (zie grafiek op de volgende pagina). Onrust op vergelijkbare schaal in de banksector van de eurozone zou hier dus grotere gevolgen kunnen hebben. *(Jan-Paul van de Kerke)*

## Hoe zal de onrust in de banksector het monetair beleid beïnvloeden?

Tot dusver zijn de centrale banken de rente blijven verhogen, ondanks het risico dat de recente spanningen in de banksector nadelig kunnen uitpakken voor de reële economie. Voorwaarde om de rente verder te verhogen is de cruciale aanname dat de spanningen kunnen worden aangepakt via beleidsinstrumenten gericht op liquiditeitsondersteuning (zoals het aanbod van de Fed om liquiditeit aan banken te verstrekken die gedekt is door waardepapieren, zoals staatsobligaties, die tegen de nominale waarde worden gewaardeerd in plaats van tegen de marktwaarde) of via aanpassingen in regelgeving (zoals de impliciete uitbreiding van depositogaranties). Daarnaast moeten de spanningen niet verder uitgroeien tot een bredere crisis. De centrale banken hebben namelijk nog werk te doen om de inflatie terug te brengen tot het streefcijfer. Om dit doel te bereiken zouden zij liever de rente verder willen verhogen dan dat de aandacht voor prijsstabiliteit wordt vertroebeld door zorgen over de financiële stabiliteit. Het gevaar bestaat ook dat, indien de centrale banken de renteverhogingen zouden onderbreken uit bezorgdheid over de financiële stabiliteit, dit een averechts effect zou hebben doordat de markten de indruk krijgen dat er in de banksector een groter probleem is dan lijkt.

### De financieringsvoorwaarden zijn strenger geworden

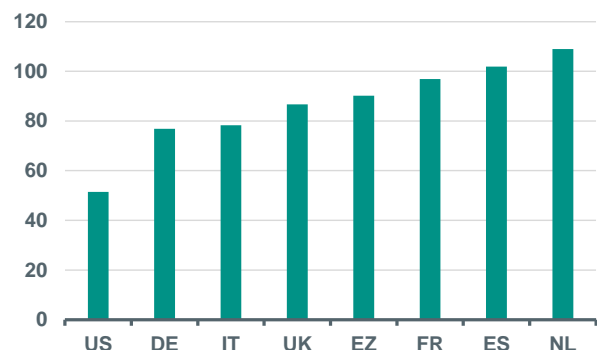
Amerikaanse financieringsvoorwaardenindex; >0 = accommoderend, <0 = kraap



Bron: Bloomberg

### Economie EZ meer afhankelijk van bankleningen

Bankkrediet aan de particuliere sector, in % van het bbp (gemiddeld 2015-2019)



Bron: BIB, ABN AMRO Economisch Bureau

Centrale banken kunnen de aanscherping van de financieringsvoorwaarden als gevolg van de stress in de banksector echter niet negeren, omdat dit tot op zekere hoogte al een deel van het werk voor de centrale banken doet door de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven te temperen, waardoor de totale vraag (en bijgevolg de inflatiedruk) afneemt. Daarom voorspellen wij slechts één verdere renteverhoging door de Fed – ondanks het recente slechte nieuws over de inflatie – terwijl wij voor de ECB het risico voor onze voorspelde piek in de depositorente (3,75%) als neerwaarts zien.

Er heerst echter grote onzekerheid over de mate waarin de financieringsvoorwaarden krap zullen blijven. Sinds de redding van Credit Suisse zijn de indices voor de financieringsvoorwaarden weer wat versoepeld. Zoals hierboven vermeld, is het waarschijnlijk dat dergelijke indices de werkelijke omvang van de aanscherping van de financieringsvoorwaarden onderschatten, aangezien ze de waarschijnlijke aanscherping van de kredietvoorwaarden door banken niet weergeven. Dit is iets waar we mogelijk nog enkele maanden geen goed zicht op zullen hebben (survey data is slechts op kwartaalbasis beschikbaar). Als de verkrapping van de financieringsvoorwaarden groter blijkt te zijn dan geraamd, zullen de centrale banken de renteverhogingen waarschijnlijk eerder stopzetten en mogelijk zelfs eerder tot renteverlagingen overgaan. Aan de andere kant, als de financieringsvoorwaarden sneller versoepelen na de onrust, zou dit voor de centrale banken een reden kunnen zijn om de rente nog meer te verhogen dan wij momenteel voorspellen, en om de rente langer hoog te houden. Deze onzekerheid bracht de ECB ertoe om expliciet de richting aan te geven die zij verwacht voor de rentetarieven, terwijl de Fed - hoewel zij vasthoudt aan een verkrappende koers - deze koers aanzienlijk afzwakte door in haar beleidsverklaring alleen op te merken dat verdere renteverhogingen "passend" kunnen zijn. (*Bill Diviney*)

### **Kan er een situatie ontstaan waarin de autoriteiten niet in staat zijn een adequate oplossing te bieden?**

De gebeurtenissen van de afgelopen twee weken hebben aangetoond dat de hervormingen van de banksector die in reactie op de wereldwijde financiële crisis werden ingevoerd, onvoldoende waren om de ondergang (of bijna ondergang) van drie banken in de VS en één systeemrelevante financiële instelling (SIFI) in Europa te voorkomen. Deze banken waren robuust, met solide kapitaalratio's, maar kregen te maken met liquiditeitsproblemen, waardoor de autoriteiten zich gedwongen zagen in te grijpen en de facto een algemene garantie op alle deposito's te verlenen (althans in de VS) en agressieve liquiditeitssteun te geven om het vertrouwen in de sector te herstellen. Zelfs dat was niet genoeg. Uiteindelijk moesten de Britse autoriteiten ingrijpen om de overname van de Britse tak van SVB door HSBC mogelijk te maken, terwijl de Zwitserse autoriteiten de overname van Credit Suisse door zijn grotere rivaal UBS bewerkstelligden via een garantie op een deel van de mogelijke verliezen in de toekomst.

De huidige spanningen in de bankensector volgde op een aanzienlijke ontwrichting van de Britse financiële markten in september vorig jaar. Toen ontwikkelde zich een vicieuze cirkel doordat verliezen als gevolg van afwaarderingen op staatsobligaties door de hogere marktrente in de pensioensector leidden tot gedwongen verkopen met verdere verliezen tot gevolg. De Bank of England moest ingrijpen als opkoper van deze obligaties (Gilts) en, wat vanuit monetair oogpunt cruciaal is, de centrale bank moest de start van haar vooraf aangekondigde kwantitatieve verkrappingsprogramma uitstellen vanwege zorgen over de financiële stabiliteit. Zijn de gebeurtenissen van afgelopen weken en vorig jaar samen een signaal dat er meer problemen op komst zijn? En zijn er omstandigheden waarin stress op financiële markten als deze kunnen uitmonden in een crisis? Om dit te beantwoorden, is het belangrijk te erkennen dat:

- 1) Banken en andere bedrijven in de financiële sector uiteindelijk commerciële ondernemingen zijn die risico's nemen, en risico's die verkeerd uitpakken kunnen leiden tot een faillissement. Dit houdt in dat de financiële sector ook in de toekomst met dergelijke verstoringen te maken zal krijgen.
- 2) Niet alle stressperiodes in de financiële sector resulteren in een wereldwijde financiële crisis
- 3) Stress in de financiële sector kan verschillende vormen aannemen. Zij kan binnen of buiten de sector ontstaan.
- 4) De autoriteiten beschikken over meerdere instrumenten, en de beleidsmakers zullen een sleutelrol spelen om ervoor te zorgen dat stress in de financiële sector niet ontaardt in een economische crisis.

De gebeurtenissen van de afgelopen zes maanden hebben aangetoond dat bedrijven in de financiële sector in de problemen zullen blijven komen, maar dat deze ontwrichtingen beheersbaar zijn zolang de autoriteiten kunnen en willen ingrijpen. Dat blijft ons centrale standpunt, maar er zijn risico's aan verbonden.

Laten we beginnen met de economische achtergrond. De centrale banken zijn begonnen met de meest agressieve monetaire verkrapping in decennia. De economische activiteit is hierdoor vertraagd, maar de inflatie blijft hardnekkig hoog. Dit komt onder andere doordat de aanbodschokken die de divergentie hebben veroorzaakt, verschillen van de meer gebruikelijke vraagschokken, waarbij groei en inflatie zich doorgaans in dezelfde richting bewegen. Deze divergentie tussen economische groei en inflatie is zowel ongewoon als ongemakkelijk voor het monetaire beleid.

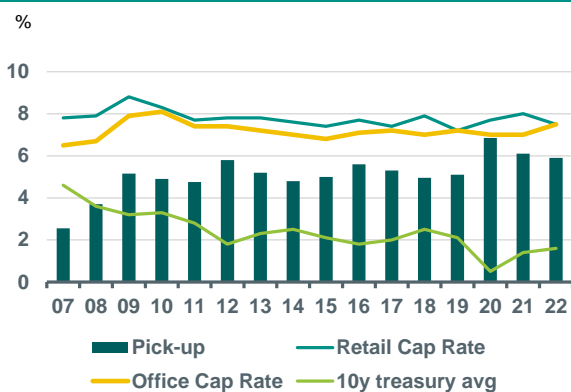


De reactie van waardepapieren op de verkrappingscyclus volgt een 'normaler' patroon. De huizenprijzen dalen in veel ontwikkelde economieën, en de commerciële vastgoedsector staat onder druk vanwege nieuwe werkpatronen in reactie op de pandemie en gestegen financieringskosten. Amerikaanse banken staan daarnaast bloot aan een ongerealiseerd verlies van 620 miljard USD op aangehouden effecten (voornamelijk staatsobligaties), hoewel gerealiseerde verliezen in het verleden slechts een fractie hiervan waren.

#### Box: Amerikaans commercieel vastgoed – de soep wordt niet zo heet gegeten (Shanawaz Bhimji)

Grote deposito-opnames leidden uiteindelijk tot de ondergang van SVB, Signature en Silvergate bank, kleine Amerikaanse banken. Aangezien deze regionale banken grote kredietverleners zijn op het gebied van commercieel vastgoed, kan men zich uiteraard afvragen in hoeverre zij nog bereid zijn leningen te blijven verstrekken aan Amerikaanse commerciële vastgoedbeleggers, aangezien deze banken selectiever moeten zijn in hun beheer van beschikbare liquiditeit. Bovendien zou een plotselinge stopzetting van de kredietverlening aan de commerciële vastgoedsector, zoals tijdens de grote financiële crisis in 2008, de situatie verergeren omdat de beleggers bij gebrek aan financiering gedwongen zouden worden hun vastgoed te verkopen, waarschijnlijk tegen afbraakprijzen. Dit zou dan leiden tot een nog verdere verkrapping van kredietverlening in commerciële vastgoed, waardoor er een neerwaartse spiraal ontstaat. Er zijn inderdaad berichten in de financiële pers die melding maken van een kruitvat in de vorm van leningen die de regionale Amerikaanse banken hebben verstrekt aan commerciële vastgoedbedrijven. Vooral omdat een aanzienlijk deel van de CRE-leningen binnenkort verloopt, terwijl CRE-leners met hun eigen problemen worden geconfronteerd, zoals torenhoge renteniveaus die het moeilijk maken om aan de rendementseisen te voldoen en de verkoop afremmen van vastgoed dat het einde van de investeringshorizon heeft bereikt. Dit heeft uiteraard gevolgen voor de waarde van CRE-vastgoed.

#### Fatsoenlijke risicopremie aangehouden door US CRE

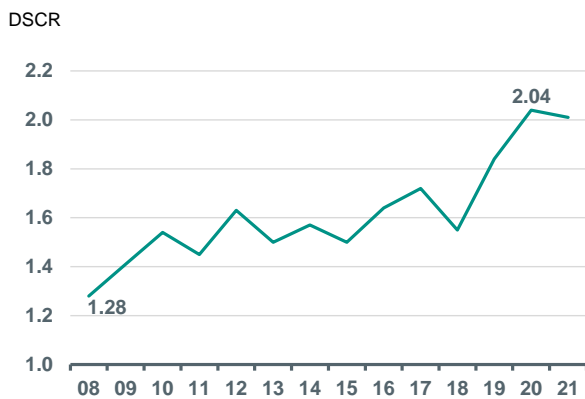


Bron: REIS, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Wat de waarde van CRE-vastgoed betreft, merken wij op dat bij vergelijking van de huurrendementen op CRE-vastgoed (ook wel cap rate genoemd) met de risicovrije 10 jaar US-staatsrente, het surplus rendement op CRE-vastgoed niet is afgenomen tijdens de periode van monetaire versoepeling door de Fed, die in 2020 en 2021 uitzonderlijk accommoderend was. Dit wijst erop dat de stijging van de vastgoedwaarden grotendeels te danken is aan de huurgroei. Hoewel een hogere risicovrije rente de vastgoedwaarderingen negatief zal beïnvloeden, zou een aanzienlijke daling van de waarderingen ook een scherpe daling van de huren vereisen, wat ook een zware recessie in de VS zou vereisen. Dat verwachten wij momenteel niet.

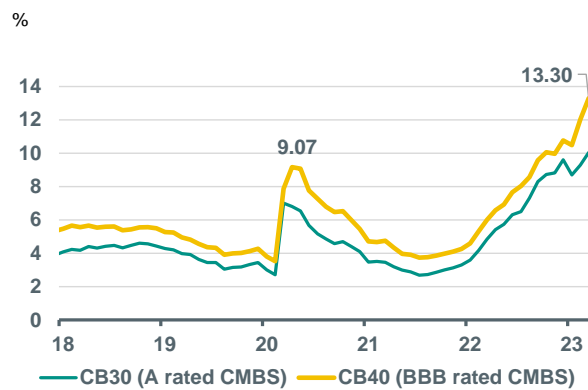
Ten tweede onderzoeken we hoe CRE-bedrijven kunnen omgaan met hogere leenkosten, aangezien dit zal bepalen in hoeverre de regionale banken nog bereid zijn om nieuwe lening aanvragen te herfinancieren wanneer deze aflopen. Als CRE-beleggers niet in staat blijken om aan hun schuldverplichtingen te voldoen, zullen de risicomangers van banken een verlenging waarschijnlijk afwijzen en de situatie verergeren (aangezien dit ook gevolgen zou hebben voor de renteopslag op CRE-leningen). Gezien banken hun CRE-leningen van hun balans kunnen overhevelen naar beleggers via een securitisatie product dat CMBS heet, gaan wij ervan uit dat de fundamentele kenmerken van de leningen van banken en CMBS ongeveer dezelfde zijn. Wij gebruiken gegevens van Moody's over de CMBS-markt om de gezondheid van CRE-leners te meten. De grafiek links hieronder toont de DSCR (debt service capacity ratio) van de Amerikaanse CMBS-markt.

## CMBS DSCR is omhoog geschoten na de pandemie



Bron: Moody's, ABN AMRO Economisch Bureau, gegevens over 2009 niet beschikbaar.

## All-in financieringskosten voor CMBS zijn aanzienlijk



Bron: ICE BofAML, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Een DSCR geeft aan in hoeverre de rentelasten van een lening kunnen worden gedekt door de nettokasstromen uit de huur. Uiteraard zou een waarde onder 1 duiden op wanbetaling en banken dus ook ontmoedigen om te herfinancieren. Maar uit de grafiek blijkt dat CRE-leners sinds de grote financiële crisis een grote marge in DSCR hebben opgebouwd, mede onder invloed van strengere acceptatienormen. Een dergelijke buffer zou helpen wanneer de rente stijgt en/of de huren onder druk staan. Wij concentreren ons op het noemereffect in de DSCR en de grafiek rechts toont de all-in rentekosten voor CMBS-tranches met een krediet rating van A en BBB. Wij gebruiken deze tranches met een lagere rating om de mogelijk hogere risico's van CRE-leners in de boeken van bankleningen weer te geven (vergeet niet dat dit de kredietratings van de gedekte lening zijn en dat dus rekening wordt gehouden met de hypothecaire zekerheid die de lening geveert heeft). Het is duidelijk dat de financieringskosten sterk zijn gestegen en dat de rente nu al veel hoger ligt dan tijdens de piek van de Corona uitverkoop begin 2020.

Wat zou er gebeuren als we de huidige leenkosten, zoals in de rechtergrafiek, zouden toepassen op de hoge DSCR van 2 keer zoals die eind 2021 werd bereikt? Gelukkig zullen niet alle schulden herfinanciert moeten worden tegen 13% rente, wat de daling van de DSCR zal beperken. Volgens de US Mortgage Banking Association is de totale omvang van de Amerikaanse CRE-schuldmarkt \$4,5tn, waarvan \$0,4tn (of 16%) dit jaar zal vervallen. Aannemende dat dit looptijdprofiel ook geldt voor de regionale banken, zou dit nog steeds betekenen dat 84% van de schuld wordt voldaan tegen de oude coupon, die laag blijft. Aangezien wij slechts DSCR-gegevens beschikbaar hebben tot eind 2021 en de CMBS een horizon van 4 jaar heeft, nemen wij het gemiddelde van de CMBS-rentes tussen 2018 en 2021 als maatstaf voor de oude (d.w.z. de schuld die niet moet worden geherfinancierd) coupon. Op basis van een DSCR van 2 en deze 4% oude schuldcoupon kunnen wij het niveau van de onderliggende schuld benaderen, dat wij nodig hebben om de nieuwe totale rentekosten van de schuld en uiteindelijk de nieuwe DSCR te berekenen. Wij gaan ervan uit dat de kasstroom uit huur (de teller in de DSCR) gelijk blijft. De onderstaande tabel toont onze berekeningen en hoe de DSCR evolueert. Als de geplande looptijden van 2023 zouden moeten worden geherfinancierd tegen de CMBS-tarieven van vandaag, daalt de DSCR van 2 naar 1,6 keer.

## Van de 2021 naar de nieuwe DSCR

	Single A		BBB	
	2023 looptijden	oude schuld	2023 looptijden	oude schuld
Splitsing in schuld	16%	84%	16%	84%
Coupon	10%	4%	13%	5%
DSCR		2		2
Oude schuldskosten (uitgedrukt per eenheid DSCR)		1		1
Schuld omvang afgeleid van oude kosten van schuld en oude coupon		25		19
Nieuwe schuldskosten (uitgedrukt per eenheid DSCR)	0.4	0.8	0.4	0.8
<b>Nieuwe DSCR</b>		<b>1.6</b>		<b>1.6</b>

Bron: ICE BofAML, Bloomberg, Moody's, ABN AMRO Economisch Bureau

Hoewel dit een grote correctie in de DSCR zou zijn, zou dit vanuit historisch perspectief nog steeds een gezond niveau van schuldencapaciteit weerspiegelen (zie de grafiek op de vorige pagina). Kortom, er is nog steeds een aanzienlijk aandeel leningen met oudere looptijden en lage coupons waarvan CRE-leners kunnen profiteren, wat zal helpen om de klap van de hogere huidige markrente voor Amerikaanse CRE-beleggers op te vangen. Deze analyse gaat echter uit van een piek in de rente in 2023 en een normalisering van de rente vanaf 2024 (ons basisscenario). Bovendien gaan we uit van een zachte landing van de Amerikaanse economie na de renteverhoging cyclus, waardoor de huren niet noemenswaardig zouden dalen.



Deze recente gebeurtenissen tonen aan dat de eerste verdedigingslinie van een bank, namelijk haar kapitaal-, maar voornamelijk liquiditeitsbuffers, kwetsbaar is voor bankruns die het gevolg zijn van een verlies aan vertrouwen. Kunnen onder deze omstandigheden ook de tweede verdedigingslinie doorbroken worden? Volgens ons wel: een plausibel scenario hiervoor zou een loon-prijsspiraal kunnen zijn, bijvoorbeeld veroorzaakt door een regering die in de verleiding komt om de aanhoudende kosten van levensonderhoud te "repareren". Een ander mogelijk scenario is een hardnekkig hoge inflatie. De centrale bank zou het monetaire beleid moeten verkrappen om de inflatieverwachtingen te verankeren. Als gevolg daarvan zouden de activaprijzen dalen. Een dergelijk scenario zou er ook toe kunnen leiden dat de financiële markten de solvabiliteit van de overheid in twijfel trekken en dat zou op zijn beurt de risicopremies van de overheid kunnen verhogen, met hogere leenkosten voor de overheid en een verdere daling van de activaprijzen tot gevolg. (Amit Kara)

## Belangrijkste inzichten uit de Global Monthly

De afnemende energiecrisis in Europa leidt in de eurozone en het Verenigd Koninkrijk tot een lichte recessie, maar de recente onrust in de banksector brengt nieuwe risico's met zich mee voor de vooruitzichten. De consumptie blijft 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. Het einde van het zero-Covidbeleid in China compenseert tot op zekere hoogte de vertraging in de ontwikkelde economieën, maar kan ook het wereldwijde desinflatieproces vertragen. 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
<p><b>Eurozone</b> - Het BBP was stabiel in 2022Q4. De particuliere consumptie en de investeringen in vaste activa stortten in, waarbij de groei werd ondersteund door overheidsuitgaven en een daling van de invoer. 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 inflatie zal dit jaar snel dalen door de daling van de groothandelsprijzen voor energie en voedsel en door het verdwijnen van knelpunten in de toeleveringsketen. De kerninflatie zal op korte termijn minder hardnekkig zijn, maar zou ook moeten afnemen.</p>	<p><b>ECB</b> - De ECB heeft in maart de depositorente met 50 basispunten verhoogd. Zij liet alle aanwijzingen voor toekomstige rentestappen vallen. Het ziet ernaar uit dat de ECB nog steeds voor verdere renteverhogingen kiest, tenminste als haar basisscenario uitkomt en de spanningen op de financiële markten stabiliseren. Volgens ons basisscenario piekt de ECB-beleidsrente op 3,75% voordat in december een cyclus van renteverlagingen begint en in 2024 voortduurt. Mochten de spanningen op de financiële markten en de zorgen over de banksector escaleren, dan zou de centrale bank waarschijnlijk andere instrumenten inzetten, zoals liquiditeitssteun en het opkopen van activa, in plaats van in eerste instantie haar rentebeleid te wijzigen.</p>
<p><b>Nederland</b> - De bbp-groei van +0,6% k-o-k verraste opwaarts en weerspiegelt een afnemende energiecrisis, overheidssteun en een sterke werkgelegenheidsgroei. Wij verwachten een verdere afkoeling van de nominale inflatie, maar een verdere uitbreiding van de prijsdruk naar de kernlanden. Wij hebben onze inflatieverwachtingen (HICP) verhoogd tot 4,6% in 2023 en 4,1% in 2024. De arbeidsmarkt zal naar verwachting verzwakken, maar de algehele krapte blijft bestaan. Gezien de nog steeds hoge inflatie, de afnemende buitenlandse vraag en de toenemende monetaire tegenwind verwachten wij dat de jaarlijkse groei aanzienlijk zal vertragen tot 1,2% in 2023 (tegen 4,5% in 2022).</p>	<p><b>Fed</b> - Het FOMC heeft de fed funds rate in maart met 25 bp verhoogd. Wij verwachten nog een verhoging met 25 bp in mei, maar dit is afhankelijk van de bezorgdheid over de versoepeling van de banksector. 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 een verlaging met 25 basispunten bij elk van de acht vergaderingen in 2024, waardoor de rente eind 2024 weer bijna neutraal zal zijn. De risico's voor deze prognose zijn tweezijdig: een hernieuwde verkrapping van de financiële voorwaarden kan leiden tot vervroegde renteverhogingen, terwijl een snelle versoepeling van de voorwaarden verdere renteverhogingen kan betekenen.</p>
<p><b>UK</b> - 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-inflatie is opgelopen en de looninflatie blijft hoog. Het inflatierisico is opwaarts gericht wegens een structureel tekort aan arbeidskrachten en onrust in de public sector.</p>	<p><b>Bank of England</b> - Het aanhoudende risico van een loon-prijsspiraal in het VK bracht de MPC ertoe de bankrente tijdens de vergadering van maart met nog eens 25 basispunten te verhogen tot 4,25%. De beslissingen van het 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 blijkt uit de activiteits- en werkgelegenheidscijfers neerwaartse druk beginnen uit te oefenen op de loonstijging. Wij denken dat de MPC de komende vergaderingen een pauze zal inlassen en tegen</p>

	het einde van dit jaar een andere koers zal varen, waarbij de beleidsrente aan het einde van het jaar op 3,5% zal uitkomen.
<p><b>VS</b> - De Amerikaanse consument was gedurende een groot deel van 2022 verrassend veerkrachtig, maar de dubbele tegenwind van dalende reële inkomens en slinkende spaaroverschotten trekt een sterke wissel op de consumptie. Verwacht wordt dat ook de investeringen op korte termijn zwak blijven door striktere kredietvoorwaarden. De inflatiedruk in de keten 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 blijft naar verwachting dalen, maar er heerst grote onzekerheid over waar de inflatie op uit zal komen gezien de arbeidstekorten en de blijvende onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod in de economie.</p>	<p><b>Obligatierente</b> - Na de recente marktturbulentie heeft de markt de rentecurves sterk aangepast. Wij denken echter dat de herprijsing van de rente door de Fed en de ECB overdreven is en verwachten dus dat sommige renteverhogingen weer worden ingeprijsd. Dit zal op korte termijn leiden tot een opleving van de rente (vooral de WT-rente) alvorens in de tweede helft van het jaar terug te keren naar een neerwaartse trend. Beide centrale banken zouden hun piek hebben bereikt, terwijl de recessie zal wegen op de renteverwachtingen voor de WT's, waardoor de rente verder onder druk komt te staan. De rente op 10y UST en Bund zal eind dit jaar naar verwachting respectievelijk 3,25% en 2,10% bereiken.</p>
<p><b>China</b> - De groeidoelstelling voor 2023 van 'ongeveer 5%' die begin maart door het NPC werd goedgekeurd, stemt overeen met onze verwachtingen en met onze groei-prognose van 5,2%. Wij verwachten dat de beleidssteun eerder versnipperd en doelgericht dan overvloedig / agressief zal zijn, omdat Peking de hefboomwerking in toom wil houden en oververhitting wil voorkomen. Ondertussen breidt de heropening zich uit en vertoont de vastgoedsector tekenen dat de bodem in zicht is. Belangrijkste risico's: de vertraging van de buitenlandse vraag en de toenemende spanningen tussen de VS en China over technologie, Taiwan en de positie van China ten opzichte van Rusland.</p>	<p><b>FX</b> - Wij hebben onze prognoses voor EUR/USD aangepast na onze wijzigingen in de visie van de Fed en de ECB. Omdat wij de meeste renteverlagingen van de Fed hebben uitgesteld tot 2024, denken wij dat de EUR/USD op korte termijn minder kan opveren. Daarom verlagen wij onze EUR/USD-prognose voor eind 2023 van 1,12 naar 1,10. Wij handhaven de EUR/USD-prognose voor eind 2024 echter op 1,16 vanwege het grotere aantal renteverlagingen dat wij voor de Fed verwachten in vergelijking met de ECB in 2024.</p>

**Belangrijkste economische / financiële voorspellingen**

BBP-groei (%)	2021	2022	2023e	2024e	Inflatie (%)	2021	2022	2023e	2024e
Verenigde Staten	5,9	2,1	0,7 ↓	1,6	Verenigde Staten	4,7	8,0 ↑	3,8 ↑	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
Verenigd Koninkrijk	7,6	4,0 ↑	0,1 ↑	1,7	Verenigd Koninkrijk	2,6	9,1	6,4 ↑	2,1
China	8,4	3,0	5,2	5,2	China	0,9	2,0	2,5	2,5
Nederland	4,9	4,5	1,2	1,3	Nederland	2,8	11,6	4,6	4,1
Beleidsrente	24-3-2023	+3M	2023e	2024e	10j-rente	24-3-2023	+3M	2023e	2024e
Federal Reserve	5,00	5,25 ↑	5,00 ↑	3,00	VS Treasury	3,38	3,75 ↑	3,25 ↑	3,00
European Central Bank	3,00	3,75 ↑	3,50 ↑	2,00	Duitse Bund	2,13	2,55 ↑	2,10 ↑	1,90
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	Japans overheidspapier	0,29	0,55 ↑	0,65 ↑	0,75
Bank of England	4,25	4,25 ↑	3,75 ↑	3,00	VK gilts	3,28	3,00	2,60	2,20
People's Bank of China	3,65	3,60	3,60	3,60					
Grondstoffen	24-3-2023	+3M	2023e	2024e	Wisselkoersen	24-3-2023	+3M	2023e	2024e
Brent - Olie USD/vat*	75,0	80	90	100	EUR/USD	1,08	1,08 ↓	1,10	1,16
WTI - Olie USD/vat*	69,3	75	85	95	USD/JPY	130,7	131	128	124
TTF - Gas EUR/MWh*	51,20	45 ↓	55 ↓	50	GBP/USD	1,22	1,23	1,25	1,28
Goud - USD/oz	1.978	1.900	1.900	1.900	EUR/GBP	0,88	0,88 ↓	0,88	0,91
					USD/CNY	6,87	6,80	6,70	6,50

Bron: Refinitiv, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

\* Brent, WTI, Henry Hub: actieve maandcontract; TTF: komend kalenderjaar

**Macro Team**Sandra Phlippen, Hoofdeconoom | [sandra.phlippen@nl.abnamro.com](mailto:sandra.phlippen@nl.abnamro.com)Aggie van Huisseling, Econoom | [aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com](mailto:aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com)Aline Schuiling, Senior Econoom | [aline.schuiling@nl.abnamro.com](mailto:aline.schuiling@nl.abnamro.com)Amit Kara, Senior Econoom | [amit.kara@nl.abnamro.com](mailto:amit.kara@nl.abnamro.com)Arjen van Dijkhuizen, Senior Econoom | [arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com](mailto:arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com)Bill Diviney, Senior Econoom | [bill.diviney@nl.abnamro.com](mailto:bill.diviney@nl.abnamro.com)Jan-Paul van de Kerke, Econoom | [jan-paul.van.de.kerke@nl.abnamro.com](mailto:jan-paul.van.de.kerke@nl.abnamro.com)Nick Kounis, Hoofd Financial Markets Research | [nick.kounis@nl.abnamro.com](mailto:nick.kounis@nl.abnamro.com)**FX & Rates Research**Georgette Boele, Senior FX & Precious Metals Strategist | [georgette.boele@nl.abnamro.com](mailto:georgette.boele@nl.abnamro.com)Sonia Renoult, Rates Strategist | [sonia.renoult@nl.abnamro.com](mailto:sonia.renoult@nl.abnamro.com)Joost Beaumont, Hoofd Bank Research | [joost.beaumont@nl.abnamro.com](mailto:joost.beaumont@nl.abnamro.com)Shanawaz Bhimji, Senior Strategist | [shanawaz.bhimji@nl.abnamro.com](mailto: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 directeurs, 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