



## Key findings of the Macroprudential and Financial Stability Report of the National Bank of Belgium



**Jean Hilgers**  
Director  
National Bank of Belgium



**Hans Degryse**  
Professor of Finance  
Department of Accountancy, Finance & Insurance,  
KU Leuven  
Research Fellow, CEPR

### ABSTRACT

**This article is based on the interventions of Jean Hilgers (National Bank of Belgium) and Professor Hans Degryse (KU Leuven) during the Webinar on the Macroprudential and Financial Stability Report of the National Bank of Belgium (June the 3<sup>rd</sup>, 2021). <sup>1</sup>**

### INTERVENTION DE JEAN HILGERS

#### Réponses à la crise

Je vais démarrer cette présentation en rappelant évidemment, si cela est encore nécessaire, que la présente crise a pesé de manière lourde sur la croissance des économies du monde entier et a perturbé de manière significative l'environnement opérationnel du secteur financier. Ce fut également le cas en Belgique. L'impact sur la croissance du PIB a été extrêmement important, même si un peu moins élevé qu'initialement craint. Bien entendu, si l'incertitude s'est fortement réduite au

---

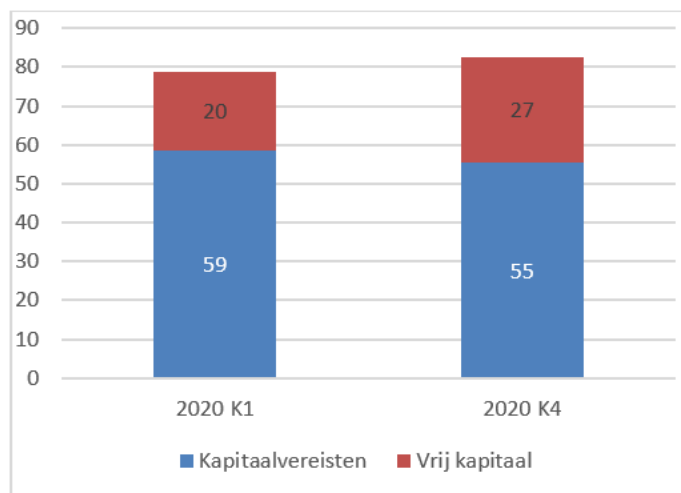
<sup>1</sup> Cet article présente une sélection des principaux messages donnés lors de ce webinaire. Le webinaire intégral, qui aborde également les sujets des cyber-risques, des risques liés au changement climatique et du secteur financier non-bancaire est consultable sur YouTube via le lien suivant : <https://www.youtube.com/watch?v=hauEmD2QgBU>.

niveau sanitaire, au vu notamment de la progression de la vaccination, l'impact final de la crise sur l'économie réelle et sur le secteur financier reste encore incertain à ce jour.

Dès le début de la crise, des mesures ont été prises au niveau des politiques budgétaire et monétaire mais également au niveau prudentiel. La crise du coronavirus étant sans précédent, la réponse apportée l'a été tout autant. Ces mesures se sont mutuellement renforcées. Au final, même si l'impact de la crise s'est avéré très lourd, la réaction des différentes politiques concernées a permis d'éviter que des pans entiers de l'économie ne s'effondrent.

Au niveau de la politique monétaire, les banques centrales ont réagi rapidement en poursuivant trois objectifs principaux : stabiliser les marchés financiers, assouplir les conditions de financement et soutenir l'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages. Avant le début de la crise du coronavirus, la Banque centrale européenne menait déjà une politique très accommodante mais elle n'a pas hésité à réagir fortement dès le début de la crise. Les achats de titres ont été boostés, pour stabiliser les marchés financiers et stopper la hausse des taux à long terme et partant des conditions de financement des États de la zone euro. Via ses opérations de refinancement à plus long terme ciblées, appelées TLTRO, la BCE a par ailleurs assuré le maintien de conditions de financement favorables et le soutien de l'octroi de crédit aux ménages et aux entreprises.

**Grafiek 1 – Eigen vermogen van de Belgische banken**  
(in € miljard)



Bron: NBB.

Au niveau microprudentiel, les superviseurs ont souhaité s'assurer du soutien du secteur bancaire à l'économie réelle en libérant des capitaux réservés sous la forme de recommandations du deuxième pilier (*Pillar 2 guidance – P2G*). On a mis de côté cette exigence pour éviter que cela ne contraigne notamment l'octroi de crédit aux entreprises et aux ménages. Pour les banques belges, cette mesure a libéré quelques 4 milliards d'euros de fonds propres. Les autorités macroprudentielles – pour la Belgique, il s'agit de la BNB – ont également joué un rôle. En Belgique et ailleurs, elles ont libéré les coussins de fonds propres contracycliques macroprudentiels (*countercyclical capital buffer* ou *CCyB*).



Ces exigences de fonds propres avaient été activées en Belgique et dans plusieurs autres pays européens avant l'éclatement de la crise sanitaire car le cycle financier s'accélérait fortement. Ces coussins sont constitués dans la phase ascendante du cycle de crédit pour générer une capacité d'absorption suffisante permettant aux banques de couvrir les pertes de crédit dans la phase descendante du cycle. Leur libération a permis aux banques belges de disposer d'environ 2 milliards d'euros de fonds propres supplémentaires.

Afin de s'assurer que les fonds propres libérés soient maintenus au sein des banques pour leur permettre d'absorber des pertes et pour soutenir l'octroi de crédit, on leur a demandé, dans un premier temps de suspendre puis de limiter fortement, la distribution de dividendes.

Contrairement à la crise de 2008, le secteur bancaire belge était relativement robuste à l'entame de cette crise. Grâce aux premières mesures prudentielles mises en place dès le début de la crise (*P2G* et *CCyB*), les banques belges disposaient, à la fin du mois de mars 2020, de plus de 20 milliards d'euros de fonds propres exploitables. A la fin de 2020, ils se montaient à 27 milliards d'euros, en bonne partie grâce à la mise en place des restrictions sur les distributions de dividendes. Dans un contexte qui reste encore incertain, le secteur financier a certainement un rôle décisif à jouer en soutien de la reprise économique et les autorités prudentielles lui ont conféré une marge de manœuvre importante à cette fin. J'y reviendrai un peu plus tard dans cette présentation.

Il me reste à couvrir la réponse de la politique budgétaire. Elle a principalement pris la forme d'une série de mesures de soutien direct à l'économie réelle qui ont évolué en fonction notamment de la persistance de la pandémie. Au niveau fédéral, ces mesures peuvent être regroupées en trois blocs.

Un premier bloc couvre les mesures de soutien aux revenus des entreprises, des indépendants et des particuliers, notamment sous la forme des régimes de chômage temporaire et de droit-passerelle pour les indépendants qui ont été deux des principaux mécanismes de stabilisation au cours de cette crise. En fin de compte – et cela montre l'ampleur du rôle joué par ces mesures –, les ménages n'ont pas subi de diminution de leur pouvoir d'achat à l'échelle macroéconomique, même si certains d'entre eux ont incontestablement subi un impact important. En ce qui concerne les entreprises, le recours massif au chômage temporaire a permis de réduire la masse salariale sans devoir licencier de personnel.

Un deuxième bloc a concerné les régimes de garantie pour les nouveaux crédits accordés par les banques aux entreprises et aux indépendants. Le premier régime de garantie a couvert les prêts d'une durée maximale de 12 mois octroyés entre mars et décembre 2020. Le deuxième régime de garantie a été instauré en juillet 2020. Il couvrait dans un premier temps les nouveaux prêts jusqu'à 36 mois aux PME, mais la durée maximale de ces crédits a été ensuite été prolongée à 5 ans à partir de janvier 2021.

Enfin, un troisième bloc de mesures couvre les moratoires – c'est-à-dire les reports de paiement - que secteur financier s'est engagé à accorder pour les crédits aux sociétés non financières et indépendants et pour les crédits hypothécaires. Ces reports ont été octroyés aux emprunteurs qui faisaient face à des problèmes de remboursement en raison de la crise du coronavirus et ont été prolongés à plusieurs reprises au cours de la crise.



## Kredietverlening en kredietkwaliteit

In de eerste fase van de COVID-crisis hebben moratoria voor leningen een zeer belangrijke rol gespeeld in het opvangen van de liquiditeitsschok bij de zwaar getroffen niet-financiële ondernemingen en gezinnen. Bedrijven en werknemers van de economische activiteiten die ofwel volledig of gedeeltelijk hun activiteiten moesten stopzetten om de verspreiding van het virus via sociale contacten te beperken, zagen hun inkomsten opdrogen, terwijl andere betalingen doorliepen. Op het einde van september genoten niet minder dan 13% van de bedrijfsleningen en 6% van de hypothecaire leningen van zulk een moratorium. Daarna daalde het gebruik van deze moratoria sterk in de loop van het laatste kwartaal van 2020. Toen bereikte de eerste golf van leningen met een betalingsuitstel hun vastgestelde aflooptermijn en voor veel contracten werd er geen nieuw betalingsuitstel aangevraagd. Dit wijst er enerzijds op dat veel ontleneren ondertussen hun financiële positie hadden verbeterd, en niet langer beroep moesten doen op moratoria om liquiditeitstekorten op te vangen. Voor anderen had dit wellicht te maken met het bereiken van de maximumtermijn van 9 maanden betalingsuitstel die de Europese Bank Autoriteit had vastgelegd als voorwaarde voor de gunstige behandeling van deze moratoria in het reglementair kader. Eind april van dit jaar genoten nog slechts 2,1 % van de bedrijfsleningen en 0,4 % van de hypotheekleningen van een moratorium onder de charters.

Aan het begin van de crisis gingen veel debiteurs ook nieuwe bankleningen aan om tijdelijke en beperkte liquiditeitstekorten te financieren. Grote multinationale ondernemingen maakten daarbij in maart en april massaal gebruik van bestaande kredietlijnen bij de Belgische banken om hun liquiditeitspositie te verstevigen en de daling van de omzet op te vangen. Daarna losten ze die leningen opnieuw af naarmate de economische situatie en de toegang tot alternatieve financieringsbronnen zich herstelde.

Hoewel de kredietverlening aan de kleine en middelgrote ondernemingen gestaag en geleidelijk aan toenam, zorgde deze evolutie bij de grote en multinationale ondernemingen voor een geleidelijke maar uiteindelijk sterke vertraging van de jaarlijkse groei van de bankkredieten aan de Belgische niet-financiële ondernemingen. Vetrekkende van een groei van meer dan 6 % in maart en april 2020 viel de groei terug tot 1,7 % in februari 2021. In maart 2021 is het groeipercentage negatief geworden als gevolg van een basiseffect dat verband houdt met de tijdelijke versnelling die in maart 2020 plaatsvond. In het eurogebied daarentegen bleef de kredietverlening aan ongeveer hetzelfde jaarritme toenemen, al moet daarbij onmiddellijk bij vermeld worden dat er sterke verschillen zijn tussen de verschillende landen van het eurogebied. Nederland bijvoorbeeld kende een min of meer vergelijkbare evolutie als in België. De groei van de kredietverlening was daarentegen hoger in Duitsland en in nog sterkere mate in Frankrijk. In het laatste geval moet echter worden opgemerkt dat de kredietverlening werd ondersteund door de ruime scope van het garantiëprogramma.

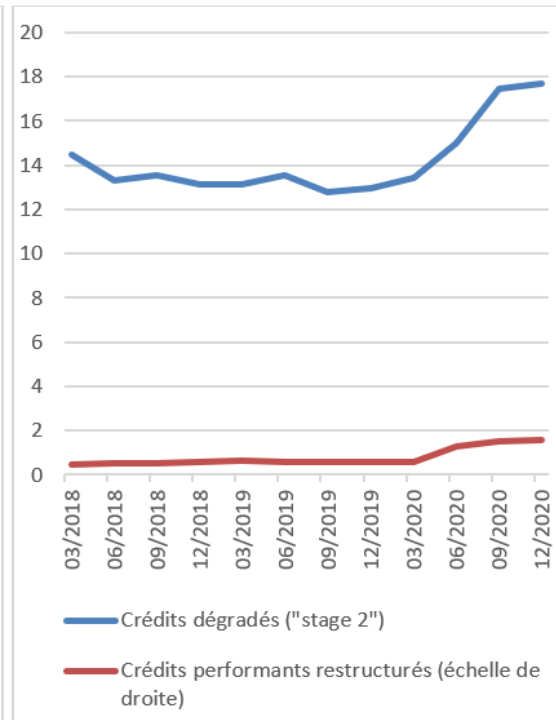
**Graphique 2 – Octroi et qualité du crédit aux entreprises**

(en %)

Croissance annuelle du crédit aux entreprises belges



Part des crédits aux entreprises dégradés / restructurés



Source: BNB.

De kredietverlening aan de Belgische huishoudens daarentegen, voornamelijk gedreven door hypotheekleningen, bleef wel dynamisch en sterker dan in het gemiddelde van het eurogebied.

Er zijn verschillende mogelijke verklaringen voor de relatief beperkte toename van de kredieten aan bedrijven in België. Naast het reeds vermelde gebruik van alternatieve marktfinanciering door grote ondernemingen, kan de vertraging van de kredietverlening aan bedrijven ook het gevolg zijn geweest van factoren aan de vraag- en aanbodzijde. Door de moeilijke economische situatie vragen bedrijven immers minder krediet voor investeringen. En aan de kant van de banken werd het kredietbeleid, zelfs indien ongewijzigd ten gevolge van COVID, geconfronteerd met een algemene verslechtering van de financiële situatie van ondernemingen. Desalniettemin werd het instrument van leningen met staatsgarantie slechts in beperkte mate aangewend om de kredietverlening te ondersteunen. Dit kan erop wijzen dat de andere steunmaatregelen en de bancaire kredietverlening buiten de garantieregeling grotendeels tegemoetkwamen aan de liquiditeitsbehoeften van de meeste ondernemingen. Maar het kader voor het verstrekken van dergelijke leningen met staatsgarantie blijft bestaan en banken zullen ervoor moeten zorgen dat in aanmerking komende bedrijven in de economische herstelfase gemakkelijk en voldoende toegang blijven hebben tot dit alternatief financieringskanaal, zeker op het moment en nadat andere vormen van steun aan bedrijven beëindigd zullen worden.

Het verminderde gebruik van de moratoria en de vooralsnog matige wanbetalingen op leningen aan huishoudens en bedrijven zijn een teken dat de steunmaatregelen die de overheid, de centrale banken en de toezichthouders hebben genomen in deze crisis succesvol waren. De meeste van die steunmaatregelen zijn echter tijdelijk. Bovendien richten ze zich vooral op het lenigen van de liquiditeitsproblemen, en niet, of in veel mindere mate, op het wegwerken van de insolvaliteitsproblemen die zijn toegenomen als gevolg van de sterke terugval van het zakencijfer van de bedrijven. Analyse toont dat een kwart van de Belgische ondernemingen eind vorig jaar nog steeds te kampen had met een liquiditeitstekort. De COVID-crisis heeft echter ook gezorgd voor permanent inkomensverlies bij de bedrijven, dat slechts gedeeltelijk werd gecompenseerd door de tegemoetkomingen en compensaties van de overheden. Veel bedrijven hebben dus te kampen met een slechtere kredietwaardigheid en een verhoogd risico van insolvaliteit. Het aandeel aan bedrijven die potentieel te kampen hebben met een solvaliteitsprobleem nam toe van 15% vóór de COVID-crisis tot 25% eind 2020. Bij de kwetsbare sectoren is de situatie nog prangender. Bepaalde sectoren waren al financieel kwetsbaar voor de crisis, maar de crisis heeft de situatie aanzienlijk verslechterd.

De bedrijven met liquiditeits- en solvaliteitsproblemen vertegenwoordigen ongeveer 15% van de tewerkstelling in België. Een snelle en duurzame oplossing voor de insolvaliteitsproblemen in levensvatbare maar niet langer kredietwaardige ondernemingen is dus ook een investering in de werkgelegenheid van een groot deel van onze actieve bevolking.

Dankzij de uitgebreide steunmaatregelen bleven de wanbetalingen door bedrijven en gezinnen voorlopig zeer beperkt, niettegenstaande de toename van de insolvaliteitsrisico's. Het percentage leningen met een probleem van wanbetaling is relatief stabiel gebleven in 2020 en bedroeg slechts 2,1% aan het einde van het jaar. De wanbetalingsgraad in de zwaar getroffen bedrijfssectoren van de hotels, horeca, cultuur en evenementen steeg van 5,3 % naar 6,7 %, maar het gewicht van deze sectoren in de totale kredietportefeuille van de Belgische banken is relatief beperkt (€ 6,2 miljard).

De impact van de verslechterde kredietwaardigheid van veel ondernemingen op de wanbetalingen in de leningportefeuille van banken zal pas echt voelbaar worden nadat de huidige steunmaatregelen zijn afgelopen en de langetermijngevolgen van de COVID-crisis duidelijker worden.

Voorlopende indicatoren van toekomstige wanbetalingen in de kredietportefeuilles van de banken wijzen in dezelfde richting. Het aandeel van de leningen die banken boeken in de zogenaamde IFRS-2 klasse is de voorbije 12 maanden al sterk toegenomen. De boekhoudregels van IFRS voorzien drie klassen: in klasse 1 zitten de performante leningen, in klasse 2 de leningen waarvoor de kans op wanbetaling significant is toegenomen sinds het moment dat de lening werd verstrekt en in klasse 3 de leningen met een effectief terugbetalingsprobleem. De migratie van leningen uit Stage 1 naar Stage 2 is een indicator van toekomstige kredietverliezen en banken bereiden zich duidelijk voor op een stijging van de wanbetalingen. Voor de bedrijfsleningen is het aandeel van de Stage 2 leningen tussen eind 2019 en eind 2020 gestegen van 13,0 % tot 17,7 %. Bij de huishoudens bleef de vergelijkbare stijging eerder beperkt, van 8,2% tot 8,8 %.

Banken kunnen ook op bilaterale basis een schuldherschikking toestaan voor bedrijfsleningen om de terugbetalingskans van de leningen te verbeteren. Deze zogenaamde "leningen met forbearance" zijn gestegen van 0,6 % eind maart 2020 tot 1,6 % eind december 2020. Deze maatstaf houdt geen

rekening met de toegekende moratoria zolang de maximale duurtijd van 9 maanden niet wordt overschreden. Schuldverschikkingen zouden ook een belangrijke rol kunnen spelen in de herstelfase, aangezien ze ook aangewend kunnen worden om levensvatbare bedrijven met een overtollige schuld een deel van deze schuld kwijt te schelden.

### **Winstgevendheid van de financiële sector**

Onder meer als gevolg van de bovenvermelde transitie van leningen naar risicovollere IFRS-klassen, legden de banken in 2020 aanzienlijk meer provisies aan voor toekomstige kredietverliezen — ter waarde van netto € 3,1 miljard in de geaggregeerde winst- en verliesrekening. Niettegenstaande deze extra aanvulling van de stroppenpot voor toekomstige verliezen, bleef de Belgische banksector rendabel vorig jaar, met een nettowinst van € 4,3 miljard. Dat komt overeen met een rendement op het eigen vermogen van 5,9 %, tegenover 8,7 % in 2019. De winstgevendheid van de Belgische banken blijft daarmee ruimschoots boven het vergelijkbare cijfer voor de banken in het eurogebied, zoals reeds in de voorbije jaren het geval was.

De belangrijkste inkomstenbron van banken staat evenwel onder sterke druk door de lage/ negatieve renteomgeving. De daling van het netto rente-inkomen van € 14,6 miljard naar € 14,2 miljard is een rechtstreeks gevolg van deze lage rentevoeten en die neerwaartse druk zal aanhouden zolang de rentevoeten rond het huidige peil blijven. Het vormt wellicht één van de belangrijkste uitdagingen voor onze banksector in de komende jaren — zowel in termen van zakenmodel als winstgevendheid. Ik wil in deze context ook even herinneren dat de Europese centrale bank een aantal maatregelen heeft genomen om de impact van de lage rentevoeten op de banken te milderen. Zo verstrekt de ECB grote bedragen financiering aan sterk negatieve rentevoeten mits de kredietverstrekking op peil wordt gehouden (TLTROs) en voerde ze ook een “tiering” systeem in voor de deposito’s van banken bij de centrale bank, waarbij een veelvoud van de minimum reserves een vergoeding ontvangt van 0% in plaats van de -0,5% in de depositofaciliteit.

Een andere grote vraag voor de toekomstige winstgevendheid van de banken is of de reeds aangelegde voorzieningen voldoende zullen blijken om toekomstige kredietverliezen te dekken. De nieuwe provisies die werden genomen in 2020 bleven onder het vergelijkbare cijfer dat de Belgische banken boekten in 2009 en het cijfer van 2020 is “slechts” drie keer hoger dan het cijfer van een doorsneejaar als 2019. De omvangrijke fiscale steunmaatregelen voor gezinnen en bedrijven lijken dus ook de banken ten goede te zijn gekomen door de noodzaak voor bijkomende voorzieningen voor kredietverliezen te beperken.

Een andere factor die een rol kan hebben gespeeld is de invoering van de IFRS 9-boekhoudnorm enkele jaren geleden: als antwoord op de ontoereikende voorzieningen in de crisis van 2008 trachten deze nieuwe boekhoudnormen ervoor te zorgen dat banken hun voorzieningen op een andere, meer toekomstgerichte wijze berekenen. Hierbij moeten ze niet alleen rekening houden met de geleden verliezen, zoals het geval was ten tijde van de vorige financiële crisis; ze moeten sinds enkele jaren ook rekening houden met de verwachte verliezen in functie van de verwachte toekomstige economische ontwikkelingen. Dit gezegd zijnde blijft het de vraag of banken de impact van de coronacrisis op de kredietwaardigheid van hun klanten al volledig en op voldoende conservatieve wijze hebben kunnen inschatten, met name voor de periode wanneer de fiscale steunmaatregelen wegvallen en de langetermijneffecten van de crisis duidelijk zullen worden.

Gesteld dat deze provisies onvoldoende zijn, dan zijn er twee risico's, één van microprudentiële aard en een andere van macroprudentiële aard. Enerzijds vertekent overdreven optimisme over de terugbetalingscapaciteit van de debiteurs natuurlijk de gemeten kredietkwaliteit van de leningportefeuille en wordt de financiële positie van de bank al te rooskleurig voorgesteld. Maar er is ook een macroprudentiële bekommernis aan verbonden. Door de echte onderliggende kredietproblemen niet juist en volledig in te schatten kan het banken weerhouden om snel gepaste schuldherschikking aan te bieden aan levensvatbare bedrijven die met een overtollige schuldsituatie kampen. Zo'n terughoudendheid om bedrijven een deel van de schulden kwijt te schelden of de afbetalingslast ervan te verminderen, dreigt daardoor immers ook het economisch herstel te hypothekeren. En de banken winnen niets met zo'n terughoudendheid. Uiteindelijk komen de verliezen toch naar de banksector, maar dan in de vorm van problemleningen die moeilijker op te lossen zijn omdat de levensvatbaarheid van de betrokken bedrijven dan zodanig aangetast is dat een faillissement waarschijnlijker is dan een doorstart. Ik kom hierop terug bij de bespreking van de macroprudentiële aanbevelingen aan het einde van deze presentatie.

Het nettoresultaat van de verzekeringssector bedroeg in 2020 € 2,8 miljard, hetgeen overeenkomt met een rendement op het eigen vermogen van 12,5%. De winstgevendheid van de verzekeraars ging er dus op vooruit vorig jaar. Dit heeft met voornamelijk twee factoren te maken. Enerzijds was er een verbetering van het verzekeringsresultaat in de branche niet-leven dankzij een stabiel premieinkomen en een minder grote schadelast. Door de coronacrisis waren er bijvoorbeeld minder schadegevallen in de autoverzekeringen of de arbeidsongevallen, als gevolg van de beperkingen op de mobiliteit en de economische activiteit. Anderzijds was er een positievere bijdrage van het zogenaamde "niet technisch resultaat" dat traditioneel een volatielere component is van de resultatenrekening van de verzekeringssector.

Het verzekeringsresultaat in de branche leven ging daarentegen achteruit in 2020: daar weegt de lage renteomgeving op het resultaat van de grote beleggingsportefeuille die wordt aangehouden om de toekomstige verplichtingen ten aanzien van de polishouders te verzekeren. In het verleden werden deze engagements aangegaan met relatief hoge minimum gegarandeerde rendementen. De zeer lage renteomgeving maakt het voor de verzekeraars moeilijk om deze rendementen te behalen op eventuele herbeleggingen die nodig zijn in de beleggingsportefeuille. Algemeen gesproken is er evenwel een relatief goede "match" tussen de gemiddelde looptijd van de activa en de gewaarborgde passiva in België, zodat dit herbeleggingsrisico voor de meeste verzekeraars beheersbaar blijft. De verzekeringsondernemingen hebben sinds enkele jaren ook verschillende maatregelen genomen om zich aan te passen aan de lage renteomgeving. Bij nieuwe contracten zijn de gegarandeerde rendementen bijvoorbeeld een stuk lager dan in het verleden. Hierdoor is de sector erin geslaagd om tot nog toe een positief verschil te behouden tussen het gemiddelde rendement van de beleggingsportefeuille en het gemiddelde minimale gegarandeerde rendement op de huidige stock van tak 21 contracten. In 2020 bedroegen beide respectievelijk 3,07% en 1,99%: een positief verschil van meer dan 1%, waarvan een deel wordt uitgekeerd aan de polishouders via winstdeelnames.

De lagerenteomgeving blijft desalniettemin een belangrijke uitdaging voor het zakenmodel en de winstgevendheid van de levensverzekeringssector en zet hen aan om hun beleggingsportefeuille te heroriënteren naar minder liquide maar hoger renderende activa, zoals hypothecaire leningen, commercieel vastgoed en beleggingsfondsen (en in mindere mate bedrijfsobligaties). Deze activa



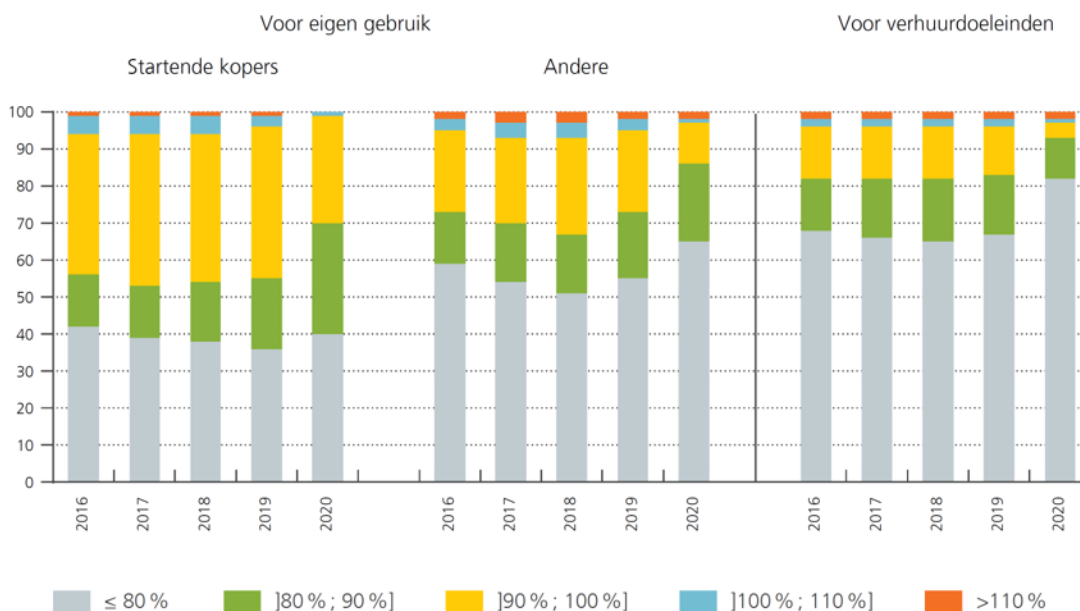
stellen de verzekeringssector bloot aan mogelijke schokken op deze markten en kunnen de solvabiliteit van de sector op de proef stellen.

### Vastgoedmarkt

Zowel banken als verzekeringsmaatschappijen hebben een grote blootstelling aan de commerciële vastgoedmarkt. Bij banken neemt deze blootstelling (€ 59,2 miljard of bijna ¼ van alle leningen aan Belgische niet-financiële ondernemingen) vooral de vorm aan van leningen aan ondernemingen die actief zijn in de vastgoedsector of van leningen die een commercieel onroerend goed als onderpand hebben. Verzekeraars investeren via verschillende kanalen in commercieel vastgoed, gaande van het rechtstreekse eigenaarschap en de exploitatie van bijvoorbeeld kantoorgebouwen of winkelcentra tot het aanhouden van aandelen en obligaties uitgegeven door vastgoedondernemingen, zoals de Gereguleerde Vastgoedvennootschappen/Sociétés immobilières. Alles samen betreft het hier een blootstelling van iets meer dan € 30 miljard of ongeveer 10% van de totale investeringsportefeuille. De impact van de COVID-crisis op de aandelenkoersen van deze Belgische GVV's/SIR's toont aan dat de perspectieven voor het winkelvastgoed duidelijk negatiever worden ingeschat door de investeerders ten opzichte van voor de COVID-crisis. Enerzijds zorgde de sluiting van niet-essentiële winkels voor bezorgdheid over mogelijke huurachterstallen – anderzijds gaf de COVID-crisis een versnelling aan de reeds aanwezige tendens van e-commerce. Ook het segment van de kantoren kende per saldo een negatieve evolutie: hier kan de ervaring met telewerk op termijn leiden tot een verminderde vraag naar kantoorruimte. Het segment van de logistiek daarentegen, kon zijn graantje meepikken van de sterke expansie van e-commerce. In dit stadium overweegt de Nationale Bank geen macroprudentiële maatregelen voor het CRE-segment. Dit wordt echter nauwlettend opgevolgd, ook op Europees niveau.

De residentiële vastgoedmarkt kende opnieuw een sterk en dynamisch jaar, ondanks de beperkingen op huisbezoeken etc. die de activiteit tijdelijk afremden. Hetzelfde kan gezegd worden van de hypotheekmarkt, waar de volumes — na het absolute recordjaar 2019 als gevolg van de anticipatie op de afschaffing van de woonbonus in Vlaanderen begin 2020 — slechts licht onder dat niveau bleven en met € 42 miljard aan nieuwe hypothecaire productie opnieuw als een “grand cru” jaar mag bestempeld worden. Uit de cijfers over de eerste maanden van 2021 blijkt dat het momentum op de hypotheekmarkt dit jaar aanhoudt. Dit dynamisme kan onder meer verklaard worden door de zeer lage rentevoeten. Mede door de sterke hypothecaire kredietverlening versnelde het groeiritme van de Belgische huizenprijzen tot 5,8%.

**Grafiek 3 – Loan-to-value ratio voor nieuwe hypotheekleningen**  
(uitsplitsing van nieuwe hypothecaire kredieten naar LTV-ratio, in % van het totaal)



Bron: NBB.

Comme vous le savez sans doute, le dynamisme du marché hypothécaire s'était accompagné sur la période 2015-2019 d'une augmentation de la part des prêts plus risqués. Notamment des prêts qui présentent un ratio loan-to-value - LTV ou une quotité élevée, synonyme de perte plus élevée pour la banque en cas de défaut de paiement. Dans un scénario où les défauts de paiement se multiplieraient, cela pourrait menacer la stabilité du système financier.

En réaction à ce phénomène, la Banque avait publié à la fin de 2019, des recommandations spécifiques, appelées « attentes prudentielles ». Ces attentes s'appliquent depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2020 à l'ensemble des banques et des assureurs actifs sur le marché hypothécaire belge. On a encouragé les prêteurs à se montrer plus prudents. On leur a demandé de réduire la part des prêts risqués dans leur nouvelle production. Mais on a aussi veillé à ne pas couper l'accès au crédit pour les emprunteurs solvables. Le graphique 3 montre que les prêteurs ont bien réduit la part des prêts risqués.

Regardons tout d'abord le segment des crédits contractés pour financer sa propre habitation. Pour les primo-acquéreurs, le pourcentage de crédits présentant un ratio LTV supérieur à 90 % est revenu de 45 % en 2019 à 30 % en 2020. Pour les autres emprunts pour habitation propre, il est passé de 28 à 14 %. Ces pourcentages sont ainsi revenus sous le niveau des marges de tolérance définies par la Banque, respectivement 35 et 20 %. On observe donc bien une diminution du risque.

Quelle conséquence ont eu nos attentes sur l'octroi de crédit, et en particulier pour les jeunes ? Est-ce que nos mesures ont eu comme conséquence que l'accès au crédit pour les jeunes s'est

détérioré ? En 2020, il ne faut pas oublier que la crise peut aussi avoir poussé certains (jeunes) emprunteurs à reporter leurs projets immobiliers. Il faut en tenir compte quand on interprète les données chiffrées. Que disent les chiffres ? Les données de la Centrale des crédits aux particuliers nous montrent que la part des crédits octroyés à des emprunteurs âgés de moins de 35 ans dans le total des nouveaux crédits est restée stable au cours de ces dernières années. En 2020, elle n'a reculé que très légèrement : de 36% à 35 % mais elle était de nouveau en hausse (légère) en 2021 (36% pour les trois premiers mois). Or le marché dans son ensemble est resté très dynamique. On peut donc en conclure que l'accès des jeunes au crédit hypothécaire n'a pas été mis à mal. Il semble donc que nos attentes prudentielles aient atteint leur double objectif : d'un côté, réduire la part des prêts plus risqués dans la nouvelle production de crédits hypothécaires et d'un autre, maintenir l'accès au crédit, y compris pour les primo-acquéreurs.

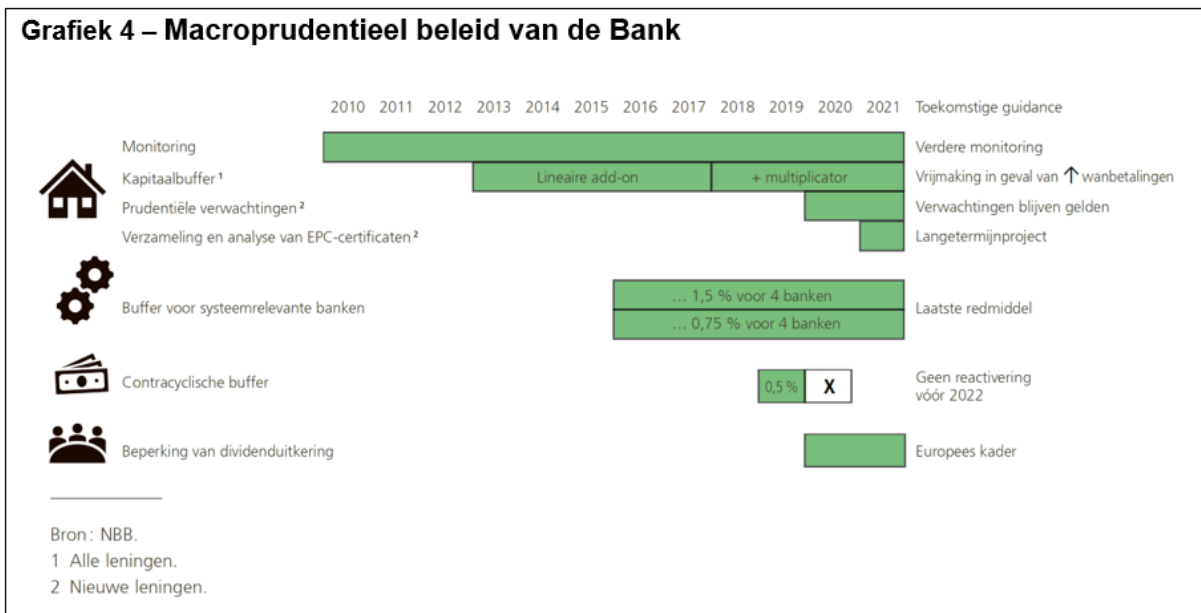
Qu'en est-il des crédits contractés en vue de l'acquisition de biens immobiliers destinés à la location, le segment qu'on appelle généralement « buy-to-let » ? Ce segment a représenté environ 12% de la nouvelle production de crédits hypothécaires en 2020. Ce pourcentage est similaire aux pourcentages observés au cours des années précédentes. Je voudrais tout d'abord rappeler que ce segment est considéré comme présentant davantage de risques : des risques pour le prêteur car le remboursement est souvent lié à la présence d'un revenu locatif ; des risques pour le marché également, en cas de comportement spéculatif. Pour ces raisons, la Banque a été plus sévère pour ce segment : le seuil de référence est plus bas — LTV de 80% au lieu de 90% — et la marge de tolérance plus faible — seuls 10% des crédits peuvent dépasser le seuil de référence. Dans la partie droite du graphique 3, vous pouvez voir que la part des emprunts « buy-to-let » avec un LTV supérieur à 80% a nettement reculé, de 33 % en 2019 à 18 % en 2020, mais qu'elle était toujours supérieure à la marge de tolérance de 10 %. Nous allons analyser de manière critique les raisons de ce dépassement, sur base des rapports que les institutions financières doivent nous remettre. Je voudrais rappeler que nos attentes reposent sur le mécanisme dit « comply-or-explain ». Des facteurs peuvent « expliquer » pourquoi certaines banques n'ont pas respecté la marge de tolérance de 10%. On peut penser à la présence d'autres garanties pour le prêteur que le bien immobilier financé, par exemple dans le cadre d'une activité de gestion de patrimoine. Si cette déviation par rapport à nos attentes apparaît comme étant non-justifiée, la Banque pourra prendre des actions correctrices envers les institutions incriminées. Notre objectif reste que la part des prêts « buy-to-let » avec quotité élevée diminue encore à l'avenir. Les transactions dites d'investissement impliqueront alors un niveau élevé d'apport propre et ne prendront pas la forme d'investissements spéculatifs à fort effet de levier qui pourraient conduire à la formation de bulles sur le marché. Un développement soutenable du marché reste la meilleure garantie d'un accès continu des jeunes au marché du logement. Bien entendu, la Banque nationale n'a pas toutes les cartes en main pour atteindre cet objectif, mais nos attentes prudentielles peuvent y contribuer.

### Politique macroprudentielle en Belgique

Je voudrais à présent dresser un état des lieux de la politique macroprudentielle en Belgique. La crise du COVID-19 a radicalement changé l'orientation de notre politique macroprudentielle. Avant la crise, l'attention était portée sur la constitution préventive de coussins de fonds propres. Le but était de renforcer la résilience du secteur financier et de limiter l'accumulation de risques systémiques. Avec la crise, on a changé de cap et on est passé dans un mode où l'on veut plutôt favoriser

l'utilisation des coussins constitués jusque-là. On veut éviter que la marge de manœuvre des banques ne se réduise trop fortement et que le secteur commence, par exemple, à réduire son offre de crédit.

Qu'est-ce que la Banque, en tant qu'autorité macroprudentielle, a concrètement fait et que prévoit-elle encore de faire à l'avenir ?



Vous n'êtes pas sans savoir que, dans le cadre de son mandat macroprudentiel, la Banque accorde une attention importante aux évolutions sur le marché immobilier belge. Depuis le début des années 2010, la Banque analyse ces développements. Nous avons pour cela notamment recours à des enquêtes détaillées et régulières des portefeuilles hypothécaires des banques et entreprises d'assurance. Ce monitoring reste indispensable, notamment parce que les expositions du secteur financier sont importantes et augmentent année après année.

En 2013, la Banque avait introduit une exigence de fonds propres macroprudentielle spécifique liée aux risques immobiliers. Nous avons estimé que les exigences de fonds propres calculées sur base des modèles internes des banques n'étaient pas en adéquation avec les risques observés dans les portefeuilles hypothécaires. Une couche de prudence supplémentaire était nécessaire pour pouvoir faire face à un éventuel choc sur le marché immobilier. Cette mesure a été prolongée au cours du temps et même complétée en 2018. La Banque se tient prête à libérer ce coussin de fonds propres au cas où par exemple, on observerait une augmentation substantielle des difficultés de paiement pour les emprunteurs hypothécaires. Cela libérerait 2 milliards d'euros pour l'ensemble du secteur bancaire. Ces deux milliards pourraient alors non seulement servir à absorber les pertes liées aux défauts de paiement, mais également permettre de proposer de manière proactive des solutions durables pour les clients gravement touchés par la crise et présentant un endettement trop élevé. Au début de cette année, la Banque a prolongé cette mesure d'une année supplémentaire, jusque fin avril 2022. On veut de la sorte s'assurer que le coussin de fonds propres puisse être libéré au bon moment.



Comme expliqué ci-dessus, la Banque avait publié, à la fin de 2019, des attentes prudentielles en complément des exigences de fonds propres. A terme, l'application de conditions de crédit prudentes entraînera une réduction progressive du risque dans les portefeuilles hypothécaires des banques belges. Clairement, ce n'est pas le moment d'adapter ces attentes. Nous devons éviter toute nouvelle hausse du risque dans la production de crédits hypothécaires. Ces attentes sont donc maintenues jusqu'à nouvel ordre.

La dernière mesure concernant les expositions immobilières du secteur financier a été prise à la fin de 2020. Il s'agit d'une nouvelle circulaire encourageant le secteur financier à prendre dûment en compte l'efficacité énergétique des biens financés ou pris en garantie.

Par ailleurs, depuis quelques années déjà, la Banque impose des exigences de fonds propres spécifiques aux banques dites « d'importance systémique nationale » afin d'accroître la résilience des banques de plus grande taille car on sait que les coûts économiques et sociaux seraient élevés si elles venaient à faire défaut. Huit banques sont concernées. On parle ici de montants assez significatifs : plus de 5 milliards d'euros au total. Il s'agit toutefois d'un instrument structurel. On ne libérera donc ces exigences que si cela est vraiment nécessaire, en dernier recours. On n'en est pas là ; j'ai montré précédemment que les banques belges disposaient de fonds propres libres très importants pour le moment.

Une exigence de fonds propres qui a cependant déjà été libérée — voir également ci-dessus —, c'est le coussin de fonds propres contracyclique, le *CCyB*. A la différence des coussins structurels, il s'agit d'un coussin cyclique et qui a vocation à être libéré pour permettre d'absorber d'éventuelles pertes de crédit, lorsque la situation économique se détériore. Nous l'avions activé en 2019 et l'avons libéré en mars 2020, comme ce fut le cas dans d'autres pays européens. Le but de cette libération était d'assurer la résilience du secteur bancaire et sa fonction d'intermédiation ; sur base de l'anticipation de l'impact de la crise sur les portefeuilles de crédits. Pas question pour le moment de relever cette exigence.

Enfin, en tant qu'autorité macroprudentielle, nous avons soutenu les recommandations des autorités microprudentielles concernant la suspension puis la limitation de la distribution de dividendes. L'objectif de ces recommandations est de s'assurer que les établissements financiers maintiennent des réserves de fonds propres solides. Ceci est évidemment aussi pertinent au niveau macroprudentiel. Dans ce cadre, la Banque a souligné que ces recommandations s'appliquaient à l'ensemble des établissements de crédit et des entreprises d'assurance belges, y compris donc aux filiales de groupes internationaux. Les recommandations actuelles expireront à la fin de septembre 2021. La position future de la Banque sur ce sujet dépendra des décisions prises au niveau européen auxquelles nous contribuons bien entendu. Il est important de veiller à ce que les mêmes règles s'appliquent à l'ensemble des établissements financiers européens.

## Recommandations

J'en arrive à la fin de cette présentation. Comme chaque année, je voudrais la clôturer en parcourant une série de recommandations, principalement à l'attention du secteur financier mais aussi à celle des autorités prudentielles.

Je l'ai évoqué au début de ma présentation, les autorités ont réagi de manière rapide dès le début de la crise du COVID-19. Les mesures de politiques budgétaire, monétaire et prudentielle, ont permis



de limiter l'ampleur du choc sur l'économie réelle. Il incombe à présent au secteur financier d'apporter un soutien décisif à la reprise économique. Sa marge de manœuvre a été largement augmentée. Il dispose donc d'importantes réserves de fonds propres libres.

Le secteur financier, et on vise ici en premier lieu le secteur bancaire, doit tout d'abord continuer d'octroyer les crédits nécessaires, voire renforcer son octroi de crédits aux emprunteurs solvables. Les mécanismes de garantie mis en place par les autorités publiques et qui prévoient un partage des pertes en cas de défaut de paiement doivent l'y aider.

De manière aussi importante, les réserves de fonds propres disponibles doivent être utilisées pour reconnaître rapidement et de manière adéquate les pertes dans les portefeuilles de crédit. Les crises financières précédentes nous ont montré qu'une reconnaissance rapide des pertes permet de raccourcir la durée de la crise et de soutenir la reprise économique. Reconnaître des pertes, c'est parfois tourner la page ; mettre fin à un crédit, enregistrer les pertes non recouvrables et libérer des fonds pour d'autres crédits ou investissements.

Mais ça ne doit pas se limiter à cela. Les banques peuvent jouer un rôle plus proactif en offrant de solutions durables aux entreprises viables mais qui présentent un endettement excessif. On pourrait penser à une restructuration voire à une annulation partielle de dettes. Evidemment, cela a un coût pour la banque. Mais, primo, les banques ont les fonds propres nécessaires pour le faire et, deuxio, de tels comportements proactifs vont soutenir activement la reprise économique et permettront d'éviter, par exemple une augmentation massive des faillites. Il est clair que le secteur financier à tout à y gagner.

Enfin, nous recommanderons au secteur financier de continuer à faire preuve de prudence en ce qui concerne la distribution future de dividendes, y compris après la fin de septembre 2021, lorsque les recommandations prudentielles actuelles en la matière expireront.

Ces premières recommandations concernent la crise du COVID et la sortie de crise. Il ne faut toutefois pas perdre de vue que le secteur financier était déjà confronté, avant la crise, à une série de défis structurels. Ces défis doivent continuer de faire l'objet d'une attention suffisante.

La persistance d'un environnement de taux bas couplée à une forte concurrence sur certains marchés demeure un défi important pour la rentabilité des banques et des entreprises d'assurance. Est-ce que tous les modèles d'entreprise sont encore adaptés ? Convient-il d'encore adapter la structure de coûts des établissements financiers ?

La transition numérique est déjà bien en marche et elle va encore gagner en vigueur à l'avenir. Pour le secteur financier, il est essentiel d'exploiter pleinement les opportunités qui y sont liées, par exemple en ce qui concerne le service aux clients et la gestion des coûts. Le revers de la médaille est que les cyber-risques, et de manière plus générale, l'ensemble des risques informatiques, ont également tendance à se développer. Là aussi, une attention suffisante est nécessaire.

Une autre transition, qui se concrétise peut-être à un rythme plus lent mais qui aura également un impact majeur sur le secteur financier, c'est la transition climatique. Ici aussi, de nouvelles opportunités s'offrent aux établissements financiers (par exemple en termes d'octroi de crédit / de financement). De nouveaux défis et risques également. Différentes initiatives visent à s'assurer que le secteur financier prenne en compte les risques liés au changement climatique. Ces initiatives



portent pour le moment notamment sur les aspects dits de “pilier 3”, c’est-à-dire de publicité relative aux risques encourus, en anglais *disclosure*, et de “pilier 2”, portant plus spécifiquement sur la gestion interne de ces risques.

Enfin, le contrôle du respect des dispositions en matière de prévention du blanchiment de capitaux et de lutte contre le financement du terrorisme continue de gagner en importance. Ce n’est pas sans conséquence pour le secteur financier qui se voit imposer des exigences croissantes en la matière. Il doit en tenir compte.

En ce qui concerne les autorités prudentielles, nos efforts doivent viser à encourager le secteur financier à utiliser cette marge de manœuvre récemment accrue. Un des moyens d’y parvenir est de continuer à communiquer sur le calendrier auxquels devront se tenir les banques pour reconstituer les réserves de fonds propres utilisées.

A moyen terme, il faudra tirer les leçons utiles de la crise pour la supervision des banques et pour les autres institutions financières.

Pour les banques, il s’agira de se demander si le cadre réglementaire actuel en matière d’exigences de fonds propres a fonctionné comme on l’espérait. À l’heure actuelle, il est sans doute trop tôt pour tirer des conclusions définitives à ce sujet. À l’avenir, on pourrait, si cela s’avère nécessaire, par exemple revoir la répartition entre les coussins qui peuvent être rapidement libérés en cas de crise et les coussins plus structurels. Il faudra également réfléchir à donner les bons incitants au secteur financier pour s’assurer qu’il utilise efficacement les fonds propres libres ou libérés.

Voor de niet-bancaire financiële instellingen bevat de COVID-crisis ook een aantal lessen. De kwetsbaarheden die bij deze niet-bancaire financiële intermediairs aan het licht kwamen, zullen moeten aangepakt worden door gevolg te geven aan de voorstellen van de Financial Stability Board ter zake. De Nationale Bank hecht hoge prioriteit aan de versterking van het regelgevend kader voor deze niet-bancaire intermediairs, niettegenstaande het feit dat de Belgische geld- en andere investeringsfondsen al bij al zeer goed weerstand hebben geboden aan de COVID-schok. Ontwikkelingen in de niet-bancaire financiële sector kunnen immers een grote impact hebben op de bancaire sector, zoals getoond door de recente gebeurtenissen rond Greensill en Archegos. Ook hier komt het erop aan om de juiste lessen te trekken en de risico’s van de interconnecties tussen banken en niet-banken nogmaals tegen het licht te houden en de noodzaak van bijkomende regelgeving te evalueren.

## **DISCUSSIE FINANCIËEL STABILITEITSRAPPORT DOOR PROFESSOR HANS DEGRYSE**

Deze bijdrage is gebaseerd op mijn tussenkomst n.a.v. de bespreking van het financieel stabiliteitsrapport van de NBB gedurende het Webinar van de NBB. De discussie van het financieel stabiliteitsrapport is iets anders opgevat dan een typische academische discussie daar ik vooral complementair wil zijn t.o.v. wat er reeds in het financieel stabiliteitsrapport en het artikel van directeur Hilgers aan bod kwam. Mijn aanpak is om (i) de Belgische situatie m.b.t. de financiële sector even te situeren in deze van de Eurozone, en (ii) een paar onderwerpen aan te brengen die minder belicht werden in het financieel stabiliteitsrapport en het Webinar van directeur Hilgers, en volgens mij wel de nodige aandacht verdienen. Laat me eerst en vooral beklemtonen dat het financieel stabiliteitsrapport gepubliceerd door de NBB zoals steeds een mooi en inzichtvol overzicht biedt van de toestand en potentiële bedreigingen van de Belgische financiële sector.

In deze bijdrage zal ik me eerst concentreren op de rol van de banksector gedurende de COVID-pandemie. In een tweede punt komen een aantal aspecten betreffende de outlook m.b.t. risico's economisch en financieel systeem – zoals de omvang van de overheidsschuld, zombificatie van het economisch weefsel, en de impact van klimaatsverandering en de rol van banken in deze verandering, aan bod.

### **Rol banksector gedurende COVID-pandemie.**

De verschillende golven van de COVID-pandemie hebben een serieuze negatieve impact gegenereerd op de wereldwijde economie. Centrale banken en overheden hebben respectievelijk via expansief monetair beleid en ondersteuningsmaatregelen de negatieve impact proberen te beperken zodat het economisch weefsel niet te fors aangetast zou worden. De implicatie van dit beleid is dat de impact van Covid19 op de banksector al bij al beperkt is gebleven. In tegenstelling tot de globale financiële crisis van 2007-09 was de banksector in deze pandemie niet de oorzaak maar eerder een deel van de oplossing. De verschillende supervisors en regulatoren waren inschikkelijk m.b.t. de kapitaalsvereisten opgelegd aan financiële instellingen door verschillende kapitaalbuffers te verlagen, en het toestaan dat moratoria op bedrijfsschulden en schulden van gezinnen geen repercussies hadden op de vereiste kredietvoorzieningen, en dus het kapitaal. Samenvattend kunnen we stellen dat het forse ondersteuningsbeleid van gezinnen en bedrijven door de verschillende overheden tot op heden ook een indirecte ondersteuning was van de banksector. Dit alles impliceert dat de eventuele problemen bij de banksector tot op heden beperkt zijn of nog niet zichtbaar zijn.

De banksector speelde niet alleen in België maar ook in veel andere landen een belangrijke rol bij het blijvend financieren van bedrijven en gezinnen gedurende de verschillende golven van de COVID-pandemie. Figuur 1 uit het “financial stability review” van de ECB toont aan dat er in België slechts matig gebruik is gemaakt van moratoria door gezinnen en ondernemingen bij banken in vergelijking met andere Eurozone landen. Verder noteren we tot op heden beperkte terugbetalingsproblemen. De overheid bood (gedeeltelijke) staatswaarborg aan voor leningen van de banksector aan bedrijven. Tot op heden werd daar weinig gebruik van gemaakt omwille van niet-attractieve voorwaarden voor zowel banken als bedrijven.

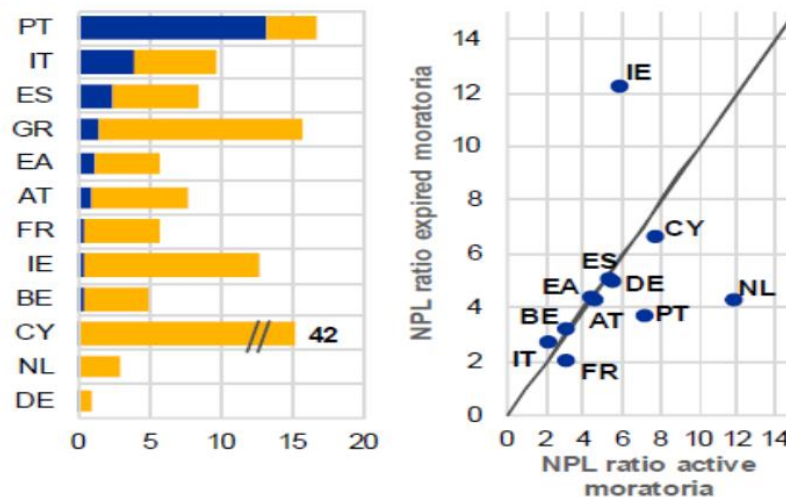


Figuur 1: Moratoria en non-performing loans (NPL) in aantal Eurozone landen

**Share of moratoria in total loans and NPL ratios of loans subject to moratoria**

(Feb. 2021, percentages)

■ Active moratoria  
■ Expired moratoria

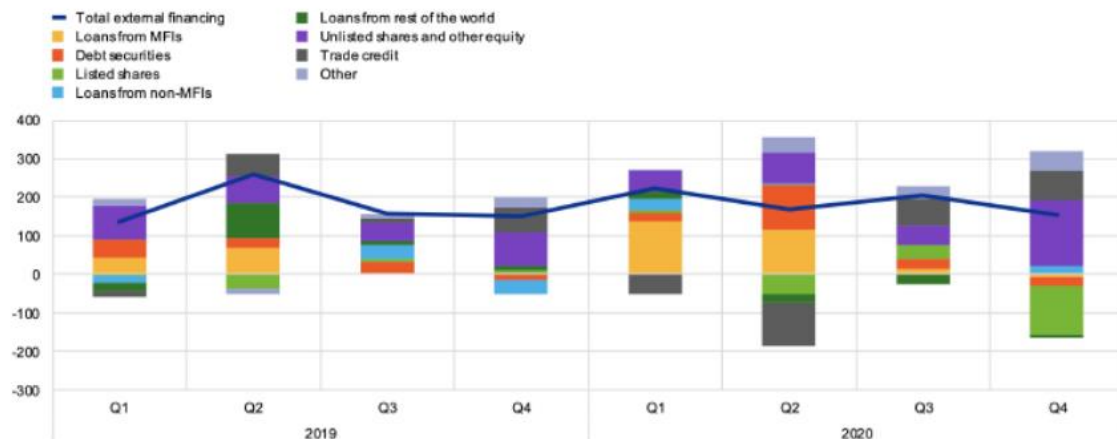


Bron: ECB, Financial Stability Review May 2021– chart 3.3.

De cijfers voor de Eurozone in Figuur 2 tonen dat de banksector belangrijk was in Q1, Q2 2020 (vermoedelijk omwille van het gebruik van bestaande “credit lines” door bedrijven en de eerdergenoemde moratoria) terwijl de rol van de banksector beperkt was in externe financiering van bedrijven na Q2 2020 (bron Hartmann et al., 2021). We bemerken daarenboven een opmerkelijk verschil in de rol van de banken voor de kredietverlening in België voor gezinnen t.o.v. ondernemingen, met een minder belangrijke rol voor ondernemingen. Dit suggereert dat de Belgische banksector (te?) afwachtend is m.b.t. kredietverlening naar bedrijven en risk-shifting gedrag naar de overheid vertoont. Het is aan te bevelen dat de overheid complementariteit door banken en andere stakeholders vereist bij haar ondersteuningsmaatregelen en dus meer conditionaliteit verlangt.

**Figuur 2: External financing of euro non-financial corporation by instrument**

(quarterly flows, € billions, 2019-2020)



Bron: Hartmann et al., 2021.

Een inschatting maken van te verwachten kredietverliezen in deze pandemische omstandigheden is heel moeilijk. Het traditionele inverse verband tussen economische conjunctuur en kredietvoorzieningen lijkt voorlopig niet van toepassing. De voorzieningen voor kredietverliezen van de Belgische banksector zijn relatief beperkt t.o.v. deze in een aantal andere landen in de Eurozone. Daarenboven zijn de voorzieningen voor kredietverliezen vrij heterogeen tussen banken waarbij de kapitalisatie van de bank eerder de hoogte van de voorziening bepaalt dan omgekeerd. Een aantal banken slaagt er ondertussen in om voorzieningen terug te nemen, misschien omwille van de generositeit van de overheidssteun.

### Outlook m.b.t. een aantal risico's voor het economisch en financieel systeem

In deze sectie wil ik een drietal potentiële risico's m.b.t. het economisch en financieel systeem kort behandelen namelijk de toename van de overheidsschuld, de zombificatie van onze economie, en klimaatsverandering. Deze topics kwamen minder aan bod in het financieel stabiliteitsrapport.

De massale ingrepen door de overheden in verschillende landen n.a.v. de pandemie hebben tot een sterke stijging van de **overheidsschuld** geleid. De vraag rijst in hoeverre deze toename op korte en lange termijn houdbaar is. De facto komt dit neer op de vraag of de rente lager is dan de groei van de economie. Figuur 3 illustreert alvast de korte termijnimpact voor verschillende Eurozone landen. We merken dat ondanks de forse toename van de overheidsschuld er een daling is van de relatieve rentelast (de gele dotjes geven de situatie voor 2020 weer t.o.v. de blauwe voor 2019). Dit is te danken aan het expansieve monetaire beleid van de ECB waardoor de rentelast t.o.v. BBP minder belangrijk wordt. Het expansieve stimulerend ondersteuningsbeleid is dus mede mogelijk gemaakt door het expansieve monetaire beleid. Het gevaar is echter dat er omwille van de afwezigheid van externe druk een verhoging is van de structurele lopende uitgaven die weinig bijbrengen aan de

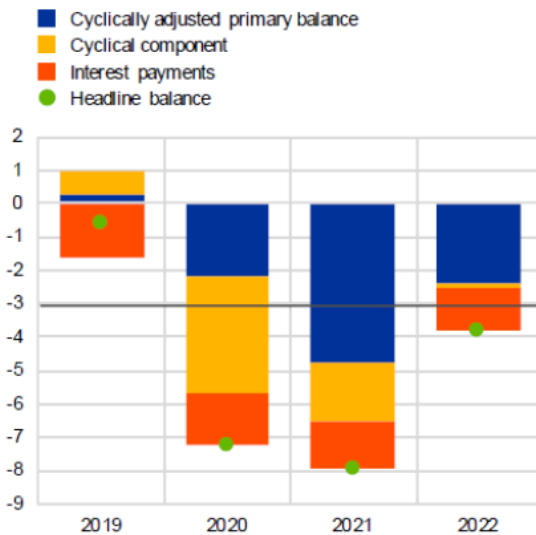
potentiële groei van de economie. Overheidsuitgaven die productieve investeringen stimuleren zijn wel welkom.

**Figuur 3: Fiscal deficits and gross interest payments**

Fiscal deficits remain large due to pandemic-related expenses, but gross interest payments benefit from the low interest rate environment

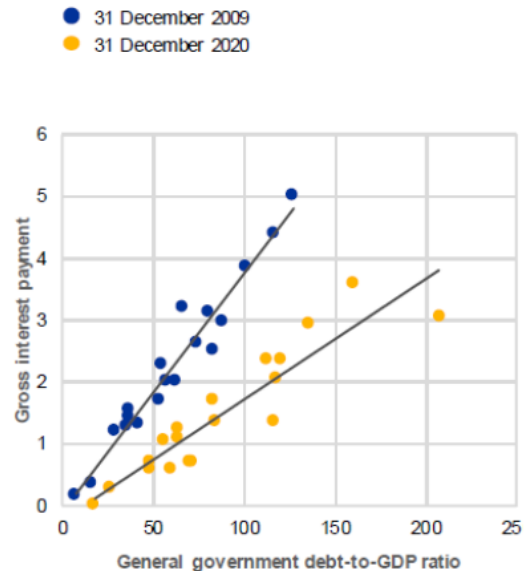
**Fiscal budget projections**

(2019-2022, percentages of GDP)



**Gross interest payments and general government debt-to-GDP ratios**

(2009, 2020; percentages of GDP)



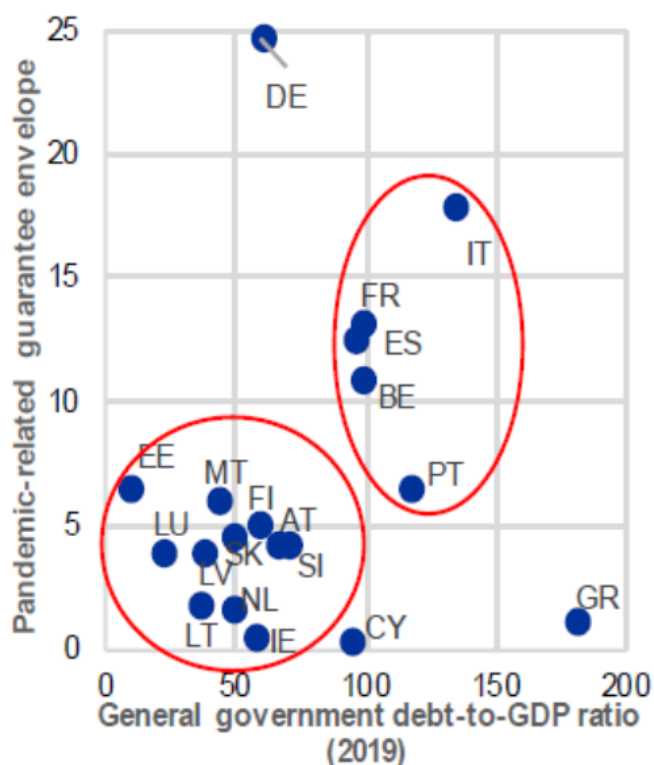
Source: European Commission (annual macroeconomic database (AMECO)).

Notes: Left chart: the solid line depicts the 3% fiscal deficit threshold which delineates excessive government deficits according to the Maastricht Treaty. Right chart: consolidated debt and interest payments refer to the general government of the 19 euro area countries.

Bron: ECB, Financial Stability Review – May 2021

Bijkomende aandachtspunten zijn de additionele (verborgen) verplichtingen die zijn opgebouwd gedurende de pandemische periode. Figuur 4 laat een positieve correlatie zien tussen de verborgen verplichtingen ten gevolge van de pandemie en de schuldenratio (met Duitsland als een belangrijke uitzondering).

**Figuur 4: Pandemic-related guarantee envelopes and general government debt-to-GDP ratios in the euro area**



Bron: ECB, Financial Stability Review – May 2021

Een tweede potentieel risico betreft de **zombificatie van onze economie**, mede mogelijk gemaakt door het expansieve monetaire beleid. Ondanks de enorme recessie is het aantal faillissementen beperkt gebleven. Het expansieve monetair beleid en de resulterende ultra-lage rentevoeten op verschillende looptijden laat toe projecten te financieren die op zich een lage return hebben wat de groei van onze economie kan schaden. Daarenboven weten we dat banken er belang kunnen bij hebben om niet-leefbare bedrijven te laten overleven omwille van “debt overhang” en de hoge schuldratio van bedrijven. De “debt overhang” problemen kunnen op verschillende manieren opgelost worden. Methodes zijn het verhogen van het eigen vermogen van niet-financiële ondernemingen. Banken en andere stakeholders kunnen deze ook verminderen door schulden te herschikken op langere termijn, of schuldvermindering toe te passen. Nieuwe schuld gegarandeerd door overheid kan ook een rol spelen maar het is aan te bevelen dat de overheid additionele condities oplegt aan andere stakeholders in de vorm van schuldvermindering.

Het is ook belangrijk om de stekker te trekken uit bedrijven die niet leefbaar zijn. Banken met zwakkere kapitaalposities kunnen via het “evergreenen” van schulden aan niet-leefbare bedrijven hun kapitaalpositie rooskleuriger voorstellen dan ze is. Eens de pandemie voorbij is zal de toezichthouder een belangrijke rol hebben om dit “evergreening gedrag” van (zwakkere) banken van kortbij op te volgen en banken moeten verplichten om zombie bedrijven af te wikkelen (Bonfim et al., 2020). Het is ook van belang dat banken minder beleid voeren op basis van het verleden (i.e.,

uitstaande verplichtingen), maar naar de toekomst kijken. Dit kan door slechte activa aan zombie bedrijven van de balans te nemen, eventueel via het oprichten van een bad bank.

**Klimaatverandering** kan een potentieel systeemrisico vormen en verdient dus de nodige aandacht. Klimaatverandering brengt minstens twee risico's met zich mee, namelijk fysieke risico's, zoals natuurrampen, en transitierisico's ten gevolge van ingrijpend beleid door beleidsmakers.

De financiële sector is cruciaal voor de financiering van de transitie naar klimaatneutraliteit. Europa formuleerde recent richtlijnen m.b.t. het labelen van verhandelbare financiële activa. De vraag is echter hoe effectief dit zal zijn omwille van "financial leakage": niet-groene activa belanden uiteindelijk in de portfolio's van niet-gereguleerde entiteiten. De Haas en Popov (2020) tonen aan dat landen waarbij hun financiële intermediatie meer "equity-based" is sneller innovaties adopteren die CO<sub>2</sub>-verlagend zijn dan landen die "bank-based" zijn. De banksector is traditioneel niet sterk in het financieren van technologische veranderingen omwille van uitstaande posities (zogenaamde "legacy positions") in bestaande technologieën evenals financiële regulatie die gewaarborgde leningen aanmoedigt (Degryse, Roukny en Tielens, 2020; Degryse, Karapetyan, and Karmakar, 2021). De Europese "capital markets union" zal dus belangrijk zijn om de doelstellingen te realiseren. Een ander beleidsinstrument is het creëren van financiële instellingen die geen blootstelling hebben op niet-groene sectoren. Dit zijn ongetwijfeld topics die de nodige aandacht verdienen in de komende jaren.

#### **Bronnen:**

Bonfim, D., G. Cerqueiro, H. Degryse and S. Ongena (2020), On-site inspecting zombie lending, CEPR discussion paper14754

De Haas, R. and A. Popov (2020), Finance and carbon emissions, CEPR DP 14012.

Degryse, H., A. Karapetyan and S. Karmakar (2021) To ask or not to ask? Bank capital requirements and loan collateralization, forthcoming in Journal of Financial Economics

Degryse, H., T. Roukny and J. Tielens (2020), Banking barriers to the green economy, NBB working paper 391.

ECB (2021), Financial Stability Review May 2021, <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/index.en.html>

Hartmann, P., S. Borgioli, A. Kempf, P. Molitor, F.P. Mongelli (2021), Financial integration and structure in EMU during the corona crisis, <https://voxeu.org/article/financial-integration-and-structure-emu-during-corona-crisis#.YL17DDVFCdE.twitter>

NBB (2021), Financial Stability Report, <https://www.nbb.be/nl/artikels/financial-stability-report-2021>