

La situation financière des sociétés non financières belges

S. Cappoen
M.-D. Zachary

Introduction

En tant qu'entités où se déroule le processus de production, les sociétés non financières méritent toute notre attention lors de l'analyse des comptes réels et financiers. L'examen du comportement financier des sociétés non financières se limite pourtant traditionnellement à leur financement: ainsi, le rapport annuel de la Banque se borne généralement à étudier leurs engagements.

La constitution, par les sociétés non financières, d'actifs financiers n'est toutefois pas une information négligeable, que ce soit d'un point de vue statistique ou économique. L'encours des actifs financiers détenus par les sociétés non financières en Belgique est considérable; il est en effet nettement supérieur à celui des actifs financiers des particuliers. Une étude a récemment mis en évidence le niveau historiquement élevé de la constitution d'actifs financiers par les sociétés non financières dans les principaux pays industrialisés, un facteur qui pourrait contribuer à expliquer la faiblesse relative des taux d'intérêt à long terme.

Ce sont là autant de raisons de s'attarder, dans le présent article, sur la constitution d'actifs par les sociétés non financières en Belgique.

L'article est scindé en trois parties.

La première donne un aperçu général de la situation financière des sociétés non financières. Elle décrit d'abord l'importance de leurs avoirs et de leurs engagements dans l'économie belge. Elle analyse ensuite les soldes de financement – en termes de comptes réels et financiers –

de ces sociétés non financières et les compare avec ceux de leurs homologues étrangers.

La deuxième partie se consacre à l'analyse de la constitution des actifs financiers par les sociétés non financières en Belgique. Dans un premier temps, les nouvelles opérations sont examinées en détail et l'évolution globale est comparée à celle de la zone euro. Ensuite, les encours des actifs financiers sont examinés. Cette analyse permet en effet d'isoler les activités spécifiques de certains agents économiques.

La troisième partie, qui se penche sur les engagements des sociétés non financières, suit globalement le même schéma que l'analyse de la constitution des actifs. Les nouveaux engagements sont d'abord examinés et comparés à l'évolution des engagements dans l'ensemble de la zone euro. Une analyse plus détaillée du financement des sociétés non financières en Belgique est ensuite effectuée. L'analyse des encours permet ici aussi d'identifier d'importants éléments sous-jacents.

1. Vue d'ensemble

1.1 L'importance des avoirs et des engagements des sociétés non financières dans l'économie belge

Le secteur des particuliers, qui disposait d'un patrimoine financier net de l'ordre de 648 milliards d'euros à la fin de 2005, est le seul secteur créateur de l'économie belge. Celui-ci finance les deux autres secteurs non financiers résidents et le reste du monde. Les sociétés non

financières représentaient en 2005 le secteur débiteur le plus important. Leurs engagements financiers nets se chiffraient à quelques 302 milliards d'euros. Néanmoins, en excluant les actions et autres participations, soit une importante source de leur financement net, les engagements nets des sociétés non financières se résument à environ 49 milliards d'euros.

Notons également que les sociétés non financières constituent le secteur non financier résident présentant les actifs et engagements financiers bruts les plus élevés. Ainsi, leur encours d'actifs bruts se montait à 833 milliards d'euros à la fin de 2005, soit un chiffre nettement plus important que le portefeuille d'actifs des particuliers (784 milliards d'euros), lequel retient pourtant davantage d'attention dans l'analyse des comptes financiers.

Les administrations publiques étaient, quant à elles, endettées d'un montant net de 241 milliards d'euros, tandis que les engagements financiers nets du reste du monde s'élevaient à un peu plus de 104 milliards d'euros. Par convention, les sociétés financières ne disposent d'aucun patrimoine financier net, tout en figurant au cœur du système financier.

La statistique analysée ci-dessus est une statistique d'encours qui exprime la valeur des actifs et des engagements à un moment donné. Plus traditionnellement, l'analyse des comptes financiers concerne les nouveaux actifs ou engagements, c'est-à-dire les flux de fonds qui ont lieu durant une période déterminée. Plusieurs différences d'ordre méthodologique expliquent que la variation d'encours peut être complètement différente des flux de fonds durant la période considérée.

En effet, d'un point de vue méthodologique, la variation des encours d'une période à l'autre est fonction de ces flux de fonds, mais aussi d'ajustements en prix des encours successifs et d'autres changements de volume. Ces facteurs sont particulièrement importants pour les actions, une source de financement capitale pour les sociétés non financières. En ce qui concerne les ajustements en prix, l'encours des actions non cotées est ainsi évalué à la valeur des fonds propres. Cette valeur est calculée par solde en déduisant les fonds propres des sociétés cotées des fonds propres de l'ensemble des sociétés belges. L'encours des actions cotées est, pour sa part, évalué sur la base des capitalisations boursières.

Les effets-prix (et autres changements de volumes) qui correspondent à la différence entre l'encours officiel et un encours théorique, qui serait calculé sur la base d'un encours initial auquel on ajouterait les flux d'émissions successifs, peuvent dès lors être considérables. Sur les actions cotées, ils ont été largement positifs entre 1995 et 1998, période caractérisée par une forte progression des indices boursiers belges et par la multiplication des introductions en bourse. De 1999 à 2002, des effets-prix négatifs se sont en revanche matérialisés dans le sillage de la chute des cours et de sorties de la cote de grandes sociétés belges. Depuis 2003, la remontée des cours boursiers belges est à la source d'effets-prix à nouveau positifs. Les instruments financiers autres que les actions (crédits et titres à revenu fixe) font l'objet d'une méthode d'évaluation identique en matière de flux et d'encours, qui est celle de la valeur comptable, ce qui limite fortement l'éventualité d'effets-prix conséquents.

TABLEAU 1 ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS PAR SECTEUR EN 2005
(encours à la fin de l'année, milliards d'euros)

	Actifs financiers	Engagements financiers	Actifs financiers nets
Particuliers	784,0	136,1	647,9
Sociétés non financières	833,4	1.135,8	-302,3
Administrations publiques	76,9	318,3	-241,4
Sociétés financières ⁽¹⁾	1.556,4	1.556,4	0,0
Reste du monde	1.215,5	1.319,7	-104,2

Source : BNB.

(1) Les sociétés financières comprennent principalement la BNB, les établissements de crédit et les investisseurs institutionnels. Ces institutions sont traitées comme de purs intermédiaires financiers : par construction, leurs actifs et passifs financiers s'égalisent.

Les statistiques de flux d'émissions d'actions, cotées ou non, incluent les apports en espèces effectués lors de la constitution d'une société ou d'une augmentation de capital, ainsi que les primes d'émission en espèces lors d'une augmentation de capital, dont on déduit les réductions de capital sous forme de remboursements aux actionnaires. Les apports en nature⁽¹⁾, les delistings, les faillites et les introductions en bourse sans émission de nouvelles actions n'affectent pas les statistiques de flux, mais sont incluses, comme autres changements de volume, dans les statistiques d'encours.

1.2 Les soldes des sociétés non financières

La situation financière des sociétés non financières peut être déduite des statistiques des comptes financiers, qui portent exclusivement sur des transactions financières et se basent sur des données purement financières (bilans d'institutions bancaires et d'investisseurs institutionnels, données relatives aux activités d'émission sur les marchés financiers, etc.).

Dans le système européen des comptes nationaux (SEC 1995), les comptes financiers forment cependant la dernière composante du système de comptes. Ils suivent les comptes réels, qui présentent les revenus et les dépenses des différents secteurs. Le solde de financement des sociétés non financières en Belgique est déduit du compte de capital de leurs comptes (sectoriels) non financiers.

Les comptes financiers permettent de déterminer l'utilisation que font les sociétés non financières de leurs excédents et la manière dont elles financent leurs déficits.

Le tableau 2 montre comment s'effectue le passage du compte de capital au compte financier. L'épargne brute des sociétés non financières (c'est-à-dire le revenu brut disponible corrigé des modifications des provisions pour l'assurance-pension) et les transferts de capitaux (principalement des aides à l'investissement) constituent les ressources disponibles dans le compte de capital. Ces ressources sont consacrées à l'acquisition d'immobilisations non financières (il s'agit principalement des investissements et, dans une moindre mesure, de la constitution des stocks). Si le solde de financement qui en résulte peut indiquer un surplus de financement, la plupart des entreprises présentent un déficit de financement. Un déficit de financement dans le compte de capital devrait se traduire par un besoin net de financement dans le compte financier. Le besoin net de financement correspond à la différence nette entre la constitution d'actifs financiers et les nouveaux engagements financiers des entreprises. Cependant, en général au cours de la période sous revue, ce besoin net de financement a été plus important dans le compte financier que le déficit de financement dans le compte de capital. Il appert par conséquent que ces deux types de statistiques sont fortement discordantes; ceci s'explique notamment par des différences de sources et de valorisation, ainsi que des incohérences statistiques.

(1) Sauf s'il s'agit d'entreprises cotées.

TABLEAU 2 COMPTE DE CAPITAL ET COMPTE FINANCIER DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE
(milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005
Compte de capital					
Épargne brute ⁽¹⁾	30,3	29,6	31,6	35,4	35,7
Acquisitions d'actifs non financiers ⁽²⁾	32,4	30,2	32,0	36,0	38,4
Solde de financement: surplus (+) ou déficit (-) de financement	-2,2	-0,5	-0,4	-0,6	-2,8
Compte financier					
Constitution d'actifs financiers	62,3	28,1	53,7	28,6	11,4
Nouveaux engagements financiers	72,0	30,1	56,9	31,6	12,7
Besoin (-) ou capacité (+) nets de financement	-9,6	-2,0	-3,2	-3,0	-1,3
Écart statistique entre le compte de capital et le compte financier	-7,5	-1,5	-2,8	-2,5	1,5

Sources: Eurostat, BNB.

(1) Y compris les transferts de capitaux nets.

(2) Comprend la formation brute de capital fixe, la variation des stocks et le solde des achats et ventes d'actifs non financiers non produits.

TABEAU 3 COMPTE DE CAPITAL ET COMPTE FINANCIER
DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES:
MOYENNES AU COURS DE LA PÉRIODE 2001-2004
(pourcentages du PIB)

	Belgique	Zone euro ⁽¹⁾
Compte de capital		
Épargne brute ⁽²⁾	11,6	9,6
Acquisitions d'actifs non financiers ⁽³⁾	12,0	10,6
Solde de financement: surplus (+) ou déficit (-) de financement	-0,3	-1,1
Compte financier		
Constitution d'actifs financiers ..	16,0	7,2
Nouveaux engagements financiers	17,7	8,6
Besoin (-) ou capacité (+) nets de financement	-1,7	-1,3
Écart statistique entre le compte de capital et le compte financier ..	-1,3	-0,3

Sources : Eurostat, BNB.

(1) Hormis l'Irlande et le Luxembourg.

(2) Y compris les transferts de capitaux nets.

(3) Comprend la formation brute de capital fixe, la variation des stocks et le solde des achats et ventes d'actifs non financiers non produits.

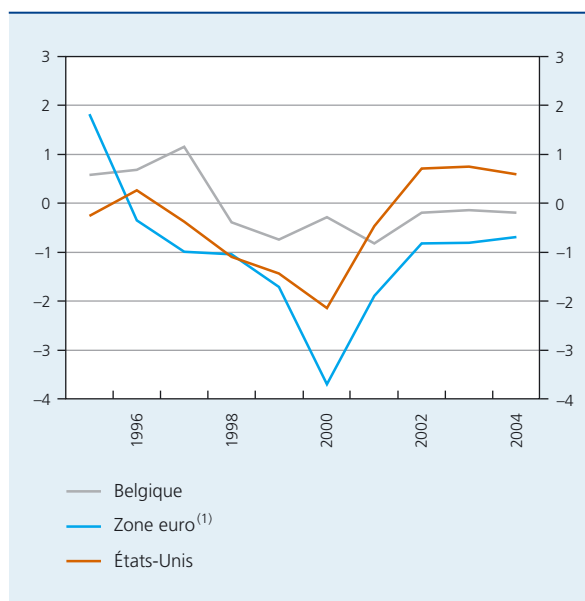
Une telle différence se manifeste dans presque tous les pays européens et l'on constate dès lors aussi une discordance pour les sociétés non financières de la zone euro⁽¹⁾. Dans certains pays, le solde du compte de capital est supérieur à celui du compte financier, alors que le rapport est inversé dans d'autres pays. Au cours de la période 2001-2004, le secteur des sociétés non financières dans la zone euro a en moyenne présenté un déficit de financement de 1,1 p.c. du PIB, étant donné que les investissements en immobilisations non financières ont dépassé les ressources disponibles (l'épargne brute). Il en va de même en Belgique, quoique dans une moindre mesure : le déficit de financement y a atteint 0,3 p.c. du PIB.

La différence entre les soldes de financement de la Belgique et ceux de la zone euro n'est pas due aux comportements d'investissement respectifs. Après un léger recul en 2002, les investissements bruts des entreprises belges n'ont cessé de progresser pour s'établir, en moyenne, à quelque 12 p.c. du PIB entre 2001 et 2004. Les investissements dans la zone euro ont été légèrement inférieurs, atteignant en moyenne 10,6 p.c. du PIB au cours de la

même période. Le déficit de financement moins élevé des sociétés non financières belges s'explique dès lors plutôt par le fait que l'épargne brute (revenu disponible) est plus élevée en Belgique que dans l'ensemble de la zone euro. Par ailleurs, tant la constitution d'actifs financiers que les nouveaux engagements financiers des sociétés non financières en Belgique, exprimés en pourcentages du PIB, ont atteint des niveaux considérablement plus élevés que dans la zone euro. Cet aspect sera expliqué plus loin.

La comparaison du solde de financement en Belgique avec celui de l'ensemble de la zone euro et celui des États-Unis au cours d'une plus longue période, à savoir 1995-2004, fait immédiatement apparaître qu'en 2000, le solde de financement de la zone euro était bien plus négatif que celui de la Belgique. Cette année-là, des licences UMTS ont en effet été vendues aux enchères par les autorités de plusieurs États européens. Une série d'entreprises de télécommunications ont alors payé le prix fort pour obtenir une licence. En raison de ces importants investissements, les sociétés non financières dans leur ensemble ont présenté un important déficit de financement dans ces pays. Ainsi, les investissements dans des licences UMTS en Allemagne ont représenté 2,5 p.c. du PIB. En revanche, la Belgique a attendu 2001 pour organiser une vente aux enchères similaire et l'opération n'a rapporté que 0,2 p.c. du PIB aux autorités nationales. Par conséquent, l'investissement correspondant pour les sociétés non financières

GRAPHIQUE 1 SOLDE DE FINANCEMENT : SURPLUS (+) OU DÉFICIT (-) DE FINANCEMENT
(pourcentages du PIB)



Sources : Eurostat, Système de Réserve fédérale, BNB.

(1) Hormis l'Irlande et le Luxembourg.

(1) Le présent article prend en considération l'ensemble de la zone euro, à l'exception de l'Irlande et du Luxembourg, qui ne publient aucun compte financier. Aucune information relative aux comptes de capital pour l'ensemble de la zone euro n'est encore disponible pour 2005.

s'est avéré bien moins important que dans les autres États européens. Abstraction faite de l'année 1995, les sociétés non financières belges ont toujours présenté un solde de financement supérieur à celui de leurs homologues de la zone euro.

Le solde de financement dans la zone euro a reculé entre 1995 et 2000, avant de repartir à la hausse au cours des années suivantes. Cette évolution semble commune à tous les pays industrialisés; aux États-Unis, les sociétés non financières présentent même un surplus de financement depuis 2002. En d'autres termes, aux États-Unis, les sociétés réalisent de plus gros bénéfices, qui sont ensuite affectés non pas à l'investissement dans des immobilisations (ou des stocks) mais à la constitution d'actifs financiers ou à la réduction des engagements financiers (par le remboursement de créances notamment)⁽¹⁾. La diminution du solde de financement à la fin des années nonante a concordé avec la hausse boursière qui a prévalu pendant cette même période. Consécutivement à cette diminution et aux baisses des taux d'intérêt, les entreprises (et plus particulièrement celles qui sont actives dans le secteur des TIC) ont pu trouver de nouveaux capitaux relativement plus facilement et investir considérablement. Après le krach boursier de 2000, les entreprises se sont montrées plus réticentes à utiliser leur épargne brute à cet effet. Si celle-ci a moins été consacrée à investir dans des immobilisations, elle a davantage été utilisée pour constituer des actifs financiers ou honorer des engagements financiers. En outre, plusieurs études, notamment du FMI (2006) et de la BCE (septembre 2006), ont fait apparaître que les sociétés non financières des principaux pays industrialisés constituaient davantage d'actifs financiers (et plus particulièrement de liquidités) que par le passé. Hormis pendant les années 2000 et 2001 (en raison des licences UMTS), le solde de financement des sociétés non financières belges présente la même évolution que les soldes de financement de la zone euro et des États-Unis, quoique dans une moindre mesure. La question se pose donc de savoir si les sociétés non financières en Belgique accumulent, elles aussi, davantage d'actifs financiers. Afin d'étudier cet aspect, les actifs et passifs des sociétés non financières belges sont examinés en détail ci-dessous et sont comparés à ceux de leurs homologues de la zone euro.

(1) Comme dans les pays européens, il existe une importante disparité aux États-Unis entre le compte de capital et le compte financier. Ainsi, le compte de capital des sociétés non financières a présenté un surplus de financement inférieur au compte financier en 2004.

(2) Pour une description plus détaillée du statut des centres de coordination et des holdings non financiers, voir Minne et Douénias (2004).

2. L'évolution des actifs financiers des sociétés non financières en Belgique

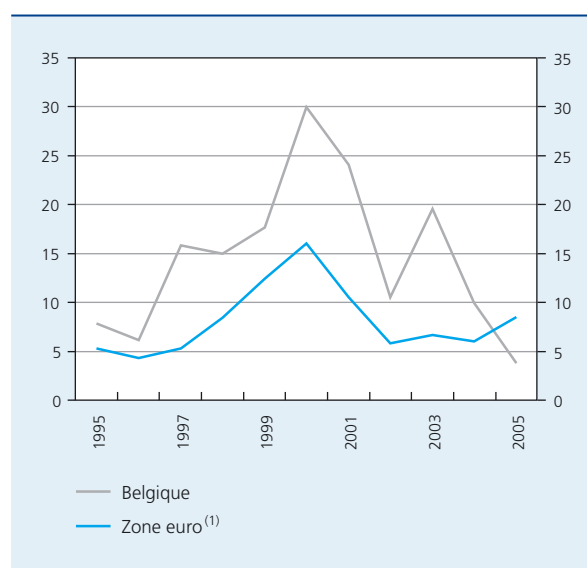
2.1 Les nouveaux actifs financiers

Abstraction faite de l'année 2005, la constitution d'actifs financiers (statistiques des flux) par les sociétés non financières belges, exprimée en pourcentages du PIB, a toujours été supérieure à celle de la zone euro depuis 1995. Tant en Belgique que dans l'ensemble de la zone euro, une tendance haussière a prévalu entre 1996 et 2000 et une tendance baissière a été relevée à partir de 2000. Dans le cas de la zone euro, cette tendance est principalement due aux transactions en actions; en Belgique, les flux présentent une plus grande volatilité qui est essentiellement due aux créances. Au cours de la période 1995-2005, la constitution d'actifs financiers par les sociétés non financières belges s'est composée, à quelque 70 p.c., de créances constituées sur des sociétés non financières étrangères et résidentes.

Toutefois, ces flux d'actifs et de passifs financiers comprennent également les opérations financières des centres de coordination et des holdings non financiers⁽²⁾. Même si bon nombre de centres de coordination déploient principalement, mais pas exclusivement, des activités financières, ils font partie des comptes financiers du secteur des sociétés non financières. Par ailleurs, les holdings non

GRAPHIQUE 2 CONSTITUTION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(flux, pourcentages du PIB)



Sources: Eurostat, BNB.

(1) Hormis l'Irlande et le Luxembourg.

financiers ont pour tâche principale de détenir des participations (financières) de contrôle dans d'autres sociétés non financières. Ces sociétés sont aussi considérées par le SEC 1995 comme des sociétés non financières. Afin de pouvoir comparer au mieux les structures des sociétés non financières en Belgique et dans la zone euro, il convient de faire abstraction des spécificités belges que sont les holdings non financiers et les centres de coordination. Cette rectification peut cependant être exagérée : certains pays de la zone euro hébergent également des sociétés qui, du point de vue du rôle qu'elles exercent, peuvent être assimilées aux centres de coordination et aux holdings non

financiers en Belgique. Leur importance est néanmoins nettement plus restreinte. Étant donné que les comptes financiers ne disposent pas de données distinctes sur les centres de coordination et les holdings non financiers, les comptes annuels de la Centrale des bilans ont été utilisés afin d'isoler ces informations des comptes annuels déposés. Les comptes annuels rendent une image assez fidèle de l'encours annuel des différents instruments. Le calcul des flux financiers à partir des comptes annuels présente cependant des difficultés (en raison des différences de valorisation, des reclassifications, etc.). C'est pourquoi l'analyse a été effectuée sur les encours.

Centres de coordination

Les centres de coordination sont des entreprises établies en Belgique, qui font partie d'un groupe multinational et ont pour seul but la prestation de certains services dans les domaines du financement, de la gestion de la trésorerie, de la comptabilité, de la consultance, de l'affacturage, etc. pour d'autres sociétés appartenant au même groupe. Ils assument fréquemment la fonction de « banquier interne » au sein d'un groupe multinational.

En dérogation à la réglementation fiscale ordinaire, le revenu imposable des centres de coordination a été fixé forfaitairement en 1983 sur la base des charges d'exploitation (méthode dite du « cost plus »). Les centres de coordination ont en outre été exonérés du précompte immobilier et du droit d'apport et ont été exemptés de l'obligation de retenir un précompte mobilier sur les revenus distribués. Pour être agréée en qualité de centre de coordination, une société devait notamment faire partie d'un groupe multinational disposant de filiales dans au moins quatre pays différents, ne pas détenir de participation dans d'autres sociétés et répondre à une série d'exigences minimales en matière de fonds propres et de chiffre d'affaires.

La Commission européenne a estimé que la réglementation appliquée aux centres de coordination n'était plus compatible avec les règles en vigueur en matière d'aide d'État et que la Belgique devait donc l'abroger. C'est pourquoi la Belgique ne reconnaît plus de nouveau centre de coordination et cette catégorie d'entreprises sera supprimée en 2010 au plus tard. Le risque de délocalisation des centres de coordination est l'un des motifs qui a poussé les pouvoirs publics à introduire le système fiscal de la déduction des intérêts notionnels.

Holdings non financiers

Les holdings sont des sociétés qui ont pour objet principal de gérer des participations dans d'autres sociétés. Seuls les holdings non financiers sont pris en considération dans la présente étude. Les sociétés qui détiennent principalement des participations dans des sociétés financières (telles que les établissements de crédit et les compagnies d'assurance), sont considérées par le SEC 1995 comme des holdings financiers et sont classées dans le secteur financier.

Il existe cependant plusieurs catégories de holdings non financiers, qui exercent fréquemment des fonctions différentes. Certains holdings exercent une surveillance sur une série de filiales. Une structure pyramidale de sous-holdings, qui permet à la société-mère de constituer et de contrôler un réseau étendu de filiales au moyen d'un capital relativement limité, apparaît parfois. D'autres holdings se spécialisent dans l'octroi de capital-développement, notamment à de nouvelles entreprises. Ils sont parfois cotés en bourse, ce qui offre la possibilité aux petits investisseurs de bénéficier de la diversification du portefeuille et du savoir-faire des gestionnaires.



La structure du holding est également adoptée pour organiser la succession du (des) fondateur(s) et/ou du (des) actionnaire(s) d'une entreprise.

Le succès des holdings en Belgique tient aux avantages fiscaux liés à ce type de société. Le système de revenus définitivement taxés (RDT) prévoit, pour la société qui les perçoit, une exonération d'impôts à hauteur de 95 p.c. des dividendes qui ont déjà été taxés auprès de la société qui les a octroyés, si certaines conditions sont remplies. En outre, les plus-values sur actions réalisées par les sociétés belges sont également exonérées d'impôts, sous certaines conditions.

2.2 L'encours des actifs financiers détenus par les sociétés non financières belges

L'encours des actifs financiers détenus par les sociétés non financières belges est passé de 128 p.c. du PIB en 1995 à 280 p.c. en 2005. L'augmentation la plus forte concerne les actifs financiers sous forme d'actions et de créances.

Les actions ont progressé de 58 p.c. à 135 p.c. du PIB. Elles ne représentent pas seulement les investissements de portefeuille, qui n'offrent pas de possibilité de contrôle, mais aussi, et de façon prépondérante, les participations détenues dans d'autres sociétés tant en Belgique qu'à l'étranger.

Durant la même période, les créances sont passées de 34 p.c. à 116 p.c. du PIB. Celles-ci ne comprennent pas les créances commerciales qui sont reprises séparément dans le SEC 1995 sous une rubrique « Autres ». Il s'agit donc uniquement de créances non commerciales, c'est-à-dire de crédits octroyés à d'autres sociétés non financières et/ou à d'autres secteurs de l'économie comme l'étranger. Ces crédits financiers sont octroyés en majeure partie par les centres de coordination belges. Ils financent ainsi d'autres entreprises au sein du groupe multinational dont ils font partie.

Les dépôts constitués par les établissements de crédit augmentent également, mais dans une moindre mesure. Les autres instruments financiers, tels que les titres à revenu fixe et les postes transitoires, sont moins importants et ne seront pas pris en considération ici.

L'augmentation de ces encours est imputable, d'une part, à la constitution de davantage de nouveaux actifs financiers et, d'autre part, à la valorisation plus élevée des différents instruments. Cet effet de prix exerce principalement une influence sur les actions, et plus particulièrement les actions cotées en bourse.

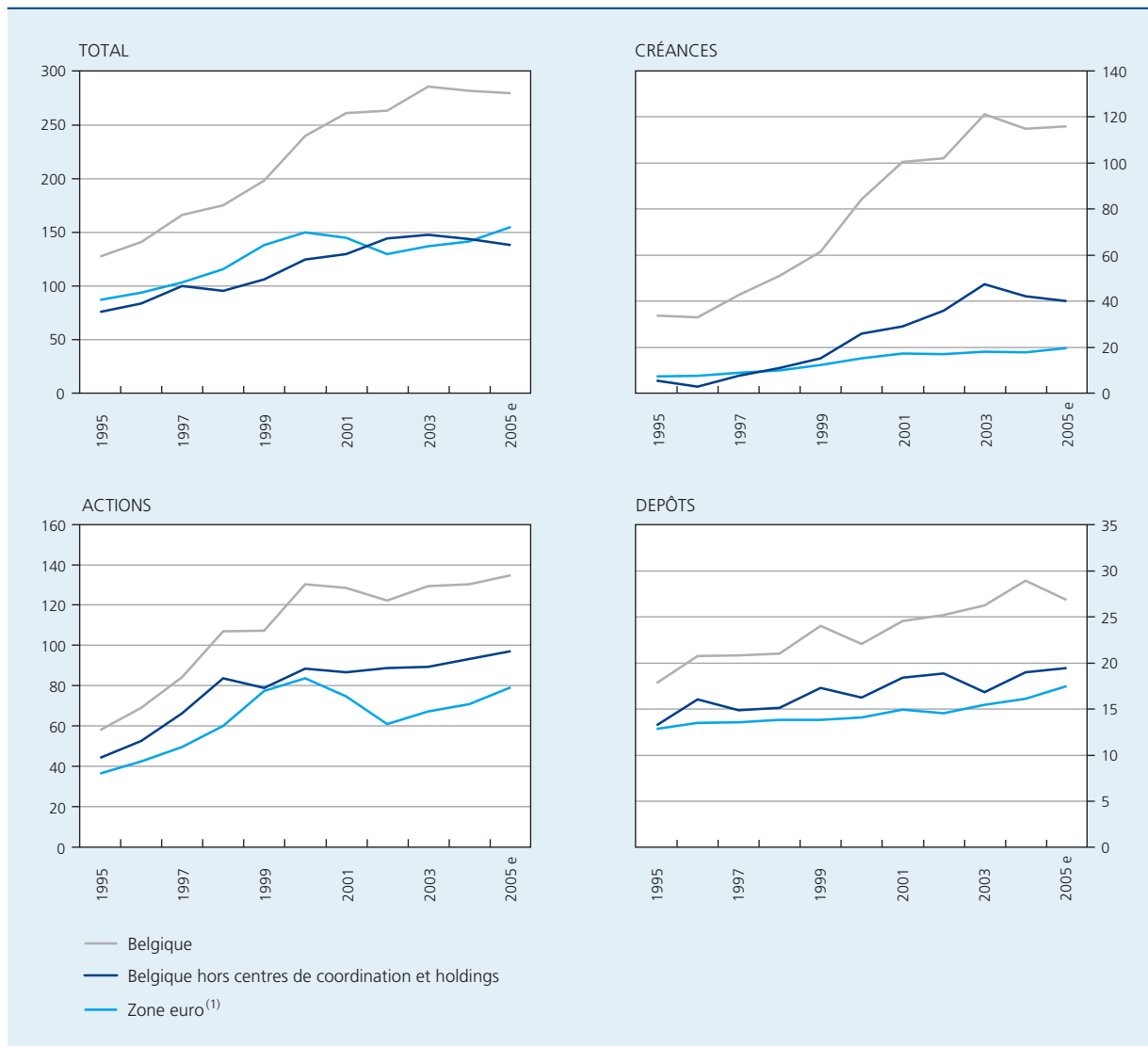
L'évolution des cours boursiers (progression de 1995 à 2000, baisse jusqu'en 2002, suivie d'une reprise progressive) se reflète mieux dans l'encours des actions détenues par les sociétés non financières de l'ensemble de la zone euro que dans l'encours correspondant des sociétés belges. Il y a deux explications à cette situation. D'abord, le rapport entre actions cotées et actions non cotées est plus fort dans la plupart des pays européens qu'en Belgique. En outre, dans certains pays de la zone euro, les actions non cotées sont évaluées à la valeur de marché. Cette valeur, qui est estimée sur la base de ratios d'actions cotées en bourse, suit dans une certaine mesure les fluctuations boursières et est généralement supérieure à la valeur comptable. Malgré ces différences méthodologiques, les sociétés non financières de la zone euro détiennent, en pourcentages du PIB, beaucoup moins d'actions que les sociétés non financières en Belgique (79 p.c. contre 135 p.c. en 2005). Le secteur des sociétés non financières belges comprend en effet les holdings non financiers. L'inclusion de nombreux holdings (et d'éventuels sous-holdings) dans le secteur des sociétés non financières accroît artificiellement l'encours des participations dans les sociétés belges.

Les créances à l'actif des sociétés non financières étant également beaucoup plus élevées en Belgique que dans l'ensemble de la zone euro (116 p.c. du PIB contre 20 p.c. en 2005) en raison de la présence des centres de coordination, les sociétés non financières belges détiennent, en pourcentages du PIB, près de deux fois plus d'actifs financiers que les sociétés non financières de l'ensemble de la zone euro (280 p.c. contre 155 p.c.) en 2005.

Cette différence devient néanmoins négative si l'on ne tient pas compte des actifs détenus par les centres de coordination et les holdings non financiers belges. La détention d'actifs par les sociétés non financières belges s'en trouve en effet réduite de moitié, pour atteindre 138 p.c. en 2005. Les différences de niveau pour chaque

GRAPHIQUE 3 ACTIFS FINANCIERS DÉTENUS PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(encours en fin de période, pourcentages du PIB)



Sources : Eurostat, BNB.

(1) Hormis l'Irlande et le Luxembourg.

instrument pris séparément s'atténuent également de façon très significative.

L'évolution des actifs financiers totaux des sociétés non financières belges, à l'exclusion des holdings et des centres de coordination, est également similaire à celle des sociétés non financières de la zone euro. En pourcentages du PIB, la Belgique enregistre une progression de 76 à 138 p.c. et la zone euro de 87 à 155 p.c. Ce n'est que durant les années 1998 à 2002 que l'influence de la

hausse boursière et la correction qui s'en est suivie ont été plus perceptibles dans l'évolution des données de la zone euro. Cela se perçoit encore mieux lorsque l'on considère les données des actions séparément.

L'évolution de l'encours des actions détenues par les sociétés belges, à l'exclusion des holdings non financiers et des centres de coordination⁽¹⁾, est parallèle à celle des données de la zone euro entre 1995 et 1998; ensuite elle diverge. L'encours des actions détenues par les sociétés non financières belges, à l'exclusion des holdings non financiers, augmente de façon constante, tandis que l'encours des actions à l'actif des sociétés non financières

(1) Les centres de coordination n'exercent quasiment aucune influence puisqu'en principe, ils ne peuvent pas détenir de participations.

de la zone euro suit, quant à lui, l'évolution de la bourse. Cela s'explique par le fait que les actions détenues par les sociétés non financières belges sont principalement des actions non cotées, dont l'évolution des prix est moins volatile.

Les créances des sociétés non financières belges, à l'exclusion des centres de coordination, sont nettement inférieures aux données incluant les centres de coordination, à savoir 40 p.c. contre 116 p.c. en 2005. En comparaison avec les données de la zone euro, on observe une hausse plus sensible à partir de l'an 2000. Cela signifie qu'un certain nombre de sociétés belges non financières, qui ne sont pas des centres de coordination, mettent des crédits financiers à la disposition d'autres sociétés.

Durant la période sous revue, les dépôts (y compris la monnaie fiduciaire) des sociétés belges non financières, à l'exclusion des centres de coordination et des holdings non financiers, ont été, en pourcentages du PIB, toujours plus élevés que les dépôts des sociétés non financières de la zone euro. On observe, tant en Belgique que dans la zone euro, une légère progression, en pourcentages du PIB, entre 1995 et 2005, mais pas de hausse nettement plus sensible après l'an 2000, contrairement à ce qui a été constaté dans certaines études portant sur une série de pays industrialisés.

Il convient toutefois de se pencher sur le fait que les sociétés non financières détenaient l'équivalent de près de 20 p.c. du PIB de liquidités en 2005.

Dans les comptes financiers, les dépôts et la monnaie fiduciaire ont par définition toujours comme contrepartie un établissement de crédit ou la banque centrale. Cette hausse n'est donc pas directement due à des opérations au sein du groupe. Dans la théorie financière, deux hypothèses alternatives peuvent expliquer pourquoi des sociétés adaptent leurs liquidités. Selon la théorie de l'adaptation passive des liquidités, la quantité de liquidités est le résultat des mouvements affectant le revenu et les investissements et la société n'apporte des modifications qu'à plus long terme. Une progression des dépôts pourrait alors s'expliquer par des bénéfices en hausse et/ou des investissements en recul.

La théorie active (Opler et al., 1999), en revanche, part de l'hypothèse que les sociétés tentent de réduire au maximum le coût d'opportunité de la détention de liquidités. Outre la nécessité permanente d'en détenir une certaine quantité pour effectuer des transactions, les sociétés tentent, dans cette hypothèse, de limiter le risque de manquer de liquidités en raison de résultats décevants. Elles évitent ainsi de perdre une possibilité d'investissement ou

de devoir recourir à un financement externe plus coûteux. Par conséquent, une volatilité (incertitude) accrue dans les résultats attendus d'une entreprise peut l'amener à détenir davantage de liquidités.

On avance parfois également qu'une part plus élevée d'immobilisations incorporelles dans le bilan des entreprises les incite à détenir davantage de liquidités. Contrairement aux immobilisations corporelles (bâtiments, etc.), les immobilisations incorporelles (marques, brevets) ne peuvent pas servir de garantie d'emprunts, de sorte qu'il est nécessaire de détenir davantage de liquidités pour absorber des déficits de trésorerie (Passov, 2003).

Il n'est toutefois pas inconcevable qu'un certain effet de substitution se manifeste, par lequel les sociétés détiennent comme liquidités des créances à court terme (par exemple sur un centre de coordination) plutôt que des dépôts. La liquidité des actifs de l'entreprise exerce en effet une incidence négative sur l'encours des liquidités détenues (Ferreira et Vilela, 2004).

Les comptes financiers peuvent aussi donner des informations sur les contreparties des actifs financiers des sociétés non financières. Les données des centres de coordination et des holdings non financiers ne peuvent toutefois pas être isolées (les comptes annuels ne donnent quasiment pas d'informations sur le secteur des contreparties). Pour les autres pays de la zone euro, les informations disponibles sont également insuffisantes. Pour les sociétés non financières belges dans leur ensemble, on observe une hausse des actifs financiers étrangers proportionnellement plus importante que celle des actifs belges.

En 1995, les créances (qui représentent en grande partie les opérations des centres de coordination) étaient détenues sur l'étranger à concurrence de 28 p.c. En 2005, ce pourcentage atteignait 37 p.c. S'agissant des actions aussi, la détention de participations tant en Belgique qu'à l'étranger a fortement progressé. La hausse est toutefois plus prononcée en ce qui concerne les participations étrangères. Alors qu'en 1995, 22 p.c. des actions à l'actif des sociétés non financières étaient détenues sur l'étranger, ce pourcentage est passé à 38 p.c. en 2005. Cette progression s'est principalement marquée à partir de 2002. Comme il a déjà été mentionné, de telles opérations sur actions portent souvent sur des participations de contrôle. Les sociétés non financières effectuent donc proportionnellement davantage d'investissements directs à l'étranger. Cela montre qu'il y a une internationalisation manifeste des opérations financières des sociétés non financières, qui s'intègrent toujours davantage dans une économie mondialisée. Il convient toutefois de rappeler que les investissements matériels (en terrains et

bâtiments) effectués par des sociétés belges à l'étranger sont considérés, selon la méthodologie des comptes nationaux, comme purement financiers.

3. L'évolution des engagements financiers des sociétés non financières

3.1 Les nouveaux engagements financiers

Au cours des dix dernières années, l'évolution du montant des nouveaux engagements financiers des sociétés non financières, exprimé en p.c. du PIB, a suivi un tracé similaire en Belgique et dans la zone euro. On constate une augmentation croissante des flux entre 1995 et 2000, suivie par une diminution nette entre 2000 et 2002. Par la suite, dans la zone euro, entre 2002 et 2005, le niveau des nouveaux engagements se stabilise et augmente à nouveau en fin de période, tandis qu'il continue à baisser en Belgique entre 2003 et 2005. L'évolution des nouveaux engagements financiers s'explique essentiellement, tant dans la zone euro qu'en Belgique, par celle des crédits et des actions (BCE, mai 2006). Le tracé des émissions d'actions est à mettre en parallèle avec les fluctuations boursières de la dernière décennie et ses conséquences sur le coût du capital.

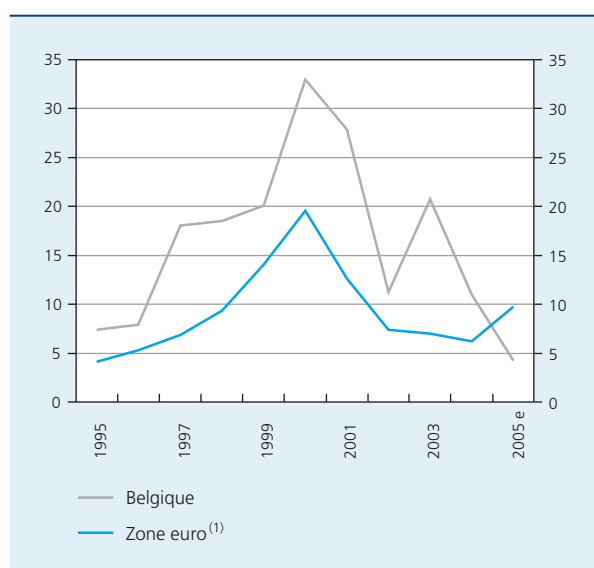
Par rapport à l'ensemble de la zone euro, l'ampleur des nouveaux engagements financiers, exprimés en pourcentages du PIB, est supérieure en Belgique, sur toute la période de référence hormis l'année 2005. Comme pour les actifs, cette situation reflète la présence des centres de coordination et des holdings non financiers sur le sol belge.

Si l'on s'intéresse au volume des nouveaux engagements financiers des sociétés belges, on observe qu'en début de période (1995-1996) les flux ont été relativement modestes, avec des montants de l'ordre de 17 milliards d'euros. Ils ont rapidement augmenté au cours des trois années suivantes (1997-1999), essentiellement sous l'effet de l'accélération du rythme d'expansion du crédit, tant bancaire que non bancaire. Au cours de cette période, les sociétés non financières avaient contracté de nouveaux engagements à hauteur de 43 milliards d'euros en moyenne. Durant les années 2000 et 2001, le volume des émissions d'actions non cotées et d'autres participations a augmenté, tandis que le recours aux crédits est demeuré soutenu. Ces développements ont contribué à porter le montant des nouveaux engagements des sociétés non financières à hauteur de 77 milliards d'euros en moyenne au cours de ces deux années. À partir de 2002, on a enregistré un recul des nouveaux engagements nets.

Le crédit a été le principal outil de financement des sociétés non financières au cours des dix dernières années, si l'on excepte les années 2004 et 2005. C'est essentiellement le crédit non bancaire auquel les entreprises ont recours. Il s'agit, en majeure partie, de prêts entre entreprises, qu'elles appartiennent ou non à un même groupe. L'envergure de ces flux intrasectoriels est impressionnante. De 1995 à 2005, ils ont représenté quelques 20 milliards d'euros en moyenne par an, soit près de la moitié des nouveaux engagements moyens des sociétés non financières. La présence des centres de coordination sur le sol belge explique en grande partie cette situation, de même que celle des holdings non financiers, quoique dans une moindre mesure.

L'analyse relative au crédit bancaire met, quant à elle, en évidence les points suivants: après une période de croissance de 1995 à 1999, les flux de crédits aux sociétés non financières, en provenance des établissements de crédit belges et étrangers, se sont ralentis au point de devenir négatifs en 2003. Ils se sont rétablis par la suite. Dans la période récente, le repli des crédits bancaires aux sociétés non financières en 2005, par rapport à 2004, a contrasté avec la situation qui prévalait dans la zone euro où l'on a pu observer une accélération graduelle de ces prêts (NBB, 2006). Selon les indicateurs disponibles (degré d'utilisation des crédits en constante baisse depuis

GRAPHIQUE 4 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
(flux, pourcentages du PIB)

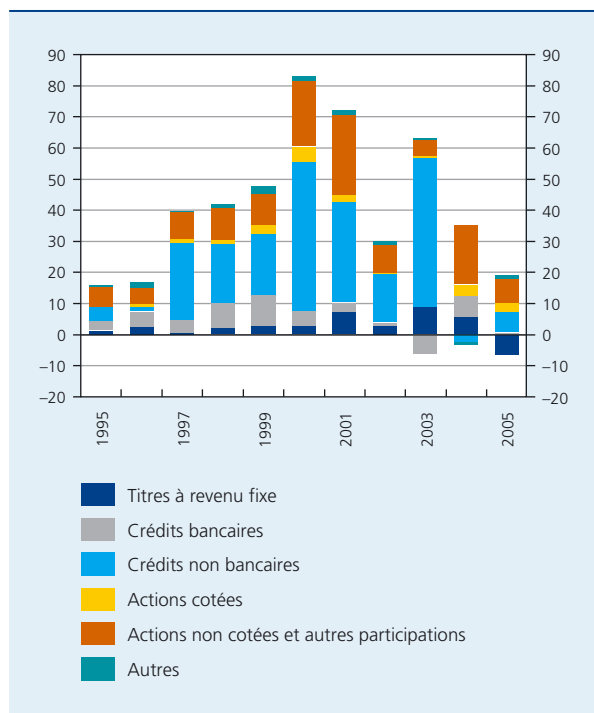


Sources : Eurostat, BNB.

(1) Hormis l'Irlande et le Luxembourg.

GRAPHIQUE 5 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES : VENTILATION PAR INSTRUMENT

(flux, milliards d'euros)



Source : BNB.

la mi-2004, inscription à la baisse des demandes de crédit émanant des sociétés non financières), cette situation, en Belgique, serait à mettre en relation avec des facteurs de demande.

Enfin, en ce qui concerne les actions, on a montré qu'au cours de la période allant de 1995 à 2005, leurs émissions ont largement fluctué avec le temps, qu'il s'agisse d'actions cotées ou non⁽¹⁾. Les entreprises sont en effet très attentives au coût relatif des différentes formes de financement auxquelles elles peuvent recourir. Le rôle des actions dans le financement des sociétés en Belgique a fait l'objet d'une analyse détaillée dans un précédent numéro de la Revue économique (septembre 2006). Nous y renvoyons le lecteur intéressé.

(1) Les flux d'émissions d'actions non cotées suivent de très près l'évolution des émissions d'actions cotées, ce qui laisse supposer qu'elles sont déterminées par les mêmes facteurs.

3.2 L'encours des engagements financiers des sociétés non financières

Entre 1995 et 2005, les encours des engagements financiers des sociétés non financières situées en Belgique ont progressé rapidement, passant de 197 p.c. du PIB à la fin de 1995 à 381 p.c. du PIB à la fin de 2005. Dans le même temps, les engagements financiers des entreprises de la zone euro progressaient de 149 à 244 p.c. du PIB.

En Belgique, la croissance des engagements financiers est surtout déterminée par l'importance des émissions d'actions et des crédits figurant aux passifs des entreprises. Au niveau de la zone euro, l'évolution de l'encours des émissions d'actions explique en grande partie l'évolution du total des engagements financiers des entreprises.

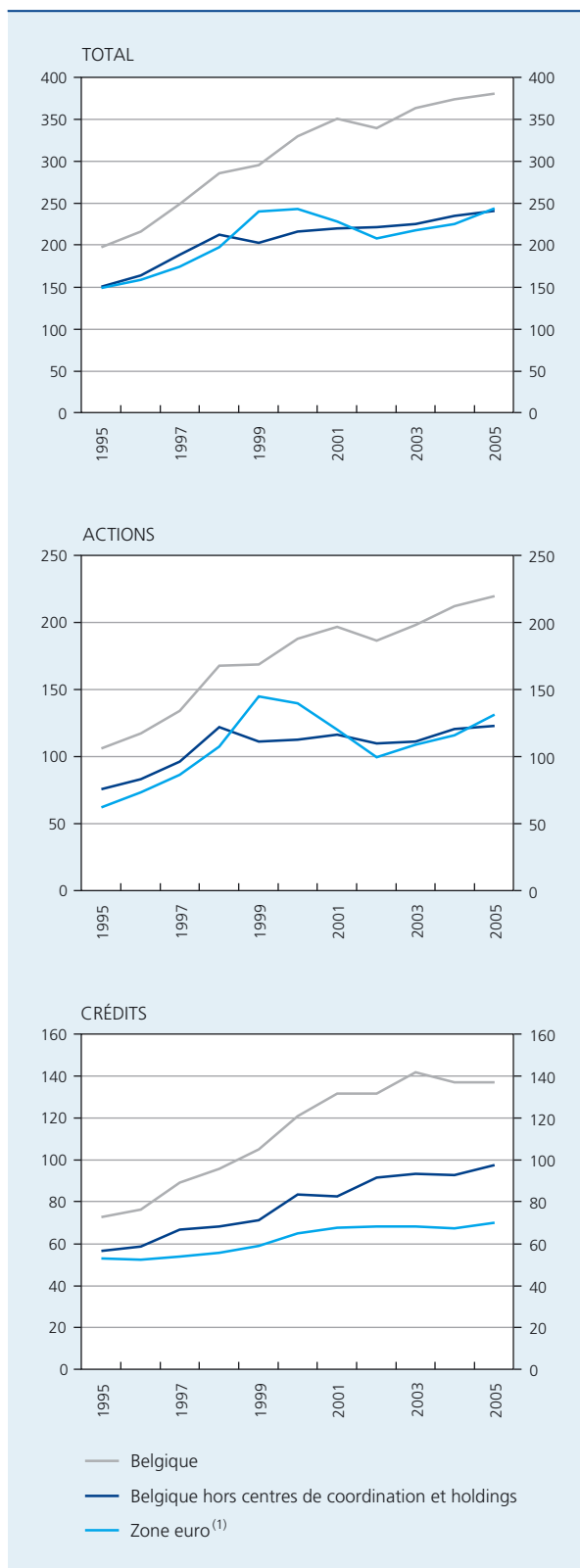
Comme pour les actifs, la croissance des engagements financiers des sociétés non financières belges est biaisée en raison de la présence de nombreux centres de coordination, dont les prérogatives englobent notamment les opérations de financement et de gestion de trésorerie de groupes multinationaux, et de holdings non financiers qui servent également de relais de financement aux sociétés belges.

Le passif de ces deux types de sociétés à l'origine de nombreuses opérations de financement a en effet cru de manière soutenue aux cours des dix dernières années, passant de 101 milliards d'euros à la fin de 1995, à 417 milliards d'euros à la fin de 2005. Il est principalement constitué d'actions pour les holdings non financiers ; d'actions et de crédits pour les centres de coordination. Si l'on exclut les données relatives aux centres de coordination et aux holdings non financiers du total de l'encours du passif des sociétés non financières belges, on observe une évolution et un niveau proches de ceux enregistrés dans la zone euro. La croissance plus rapide des engagements financiers dans la zone euro au cours des années 1999 et 2000 est due à l'intensité de l'activité boursière à cette époque. En Belgique, où les actions non cotées sont prépondérantes, on n'observe pas le même phénomène.

Les mêmes constatations peuvent, dans leurs grandes lignes, être faites si l'on considère les deux principaux instruments de financement des sociétés non financières, à savoir les actions et les crédits. En effet, exprimée en pourcentages du PIB, la part des actions montre un niveau et un tracé semblables à ceux constatés dans les entreprises de la zone euro, si l'on exclut les centres de coordination et les holdings non financiers. En matière de crédits également, la présence de ces deux types de sociétés tronque quelque peu les évolutions des dix dernières années. Si l'on exclut leurs données de celles des autres sociétés non

GRAPHIQUE 6 ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(encours en fin de période, pourcentages du PIB)



Sources : Eurostat, BNB.
(1) Hormis l'Irlande et le Luxembourg.

financières, le profil de l'encours des crédits au passif des entreprises belges ressemble davantage à celui des entreprises de la zone euro.

En ce qui concerne les différents canaux de financement des entreprises belge, le financement par actions représente la part la plus importante. Au cours de la dernière décennie, alors que la part des actions cotées dans le passif des entreprises a fluctué en fonction de l'activité boursière, la part des actions non cotées et autres participations n'a cessé d'augmenter relativement au PIB. Comme on l'a détaillé, les centres de coordination, qui se financent essentiellement par actions, sont en partie responsables de la forte croissance des actions dans le bilan des entreprises.

L'inscription de crédits au passif des entreprises a également augmenté au cours des dix dernières années. Il s'agit essentiellement de crédits non bancaires, qui représentaient en 1995 38 p.c. du PIB, alors qu'ils atteignaient 96 p.c. du PIB à la fin de 2005, soit 287 milliards d'euros. La part des crédits bancaires est relativement stable au cours de la dernière décennie, représentant aux environs de 40 p.c. du PIB.

La structure des engagements financiers des sociétés non financières belges a dès lors quelque peu évolué entre 1995 et 2005. On constate en effet que les actions ont pris une importance grandissante : alors qu'elles représentaient 54 p.c. du total des engagements financiers en 1995, elles en totalisaient 58 p.c. en 2005. Cependant, la part des actions cotées s'est amenuisée (elles ne représentaient plus que 10 p.c. du passif des entreprises en 2005, contre 13 p.c. en 1995), tandis que celle des actions non cotées et autres participations augmentait jusqu'à représenter 47 p.c. du PIB en 2005 (contre 41 p.c. en 1995).

La part des crédits est demeurée plus ou moins semblable en 1995 (37 p.c. du total des engagements financiers) et en 2005 (36 p.c.). Mais ici aussi, il convient d'opérer une distinction entre crédits bancaires et non bancaires. Alors qu'en 1995, ces deux types de crédits représentaient des parts quasiment égales (18 p.c. et 19 p.c. du total), la part des crédits non bancaires se chiffrait en 2005 à 25 p.c. des passifs financiers, contre 11 p.c. pour les crédits bancaires.

La part des secteurs de contrepartie dans le financement des entreprises belges a également évolué. En 2005, ces dernières se finançaient principalement auprès d'autres sociétés non financières et du reste du monde, pour un montant de respectivement 442 et 445 milliards d'euros. C'est également auprès de ces deux secteurs que les engagements financiers des entreprises ont le plus

augmenté au cours des dix dernières années. En effet, la part des autres sociétés non financières et du reste du monde dans le financement des entreprises était proportionnellement plus importante en 2005 qu'en 1995. Alors qu'en 1995 les entreprises se finançaient à hauteur de 31 p.c. auprès d'autres sociétés non financières et de 23 p.c. auprès du reste du monde, en 2005 ces deux secteurs ont pris de l'importance pour couvrir ensemble près de 80 p.c. des besoins de financement des sociétés non financières (soit 39 p.c. chacun). La part des autres acteurs de l'économie a donc relativement diminué. À la fin de 2005, les avoirs des particuliers auprès des sociétés non financières ne représentaient plus que 8,1 p.c. du total des engagements des entreprises (contre 17,4 p.c. à la fin de 1995), ceux des institutions financières était de 12,4 p.c. (contre 26,3 p.c.) et ceux des administrations publiques de 1,5 p.c. (contre 2,4 p.c.).

Conclusion

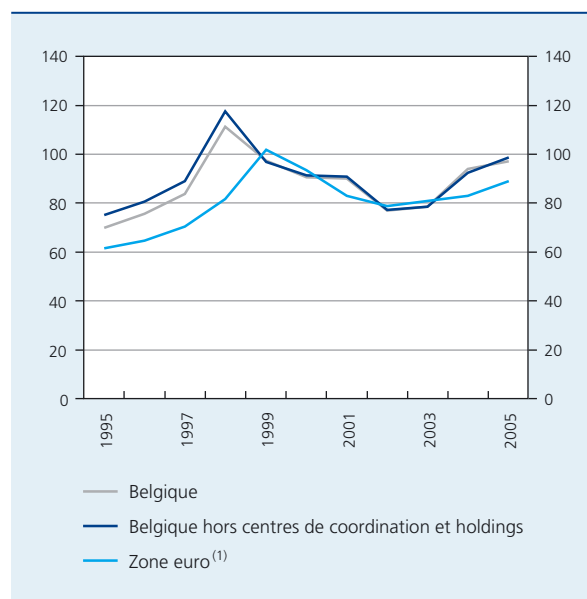
Au cours des dernières années, les sociétés non financières belges ont constitué nettement plus d'actifs financiers que leurs contreparties dans la zone euro. En 2005, les sociétés belges détenaient, en partie pour cette raison, près de deux fois plus d'actifs financiers, exprimés en pourcentages du PIB, que les sociétés non financières de la zone euro.

Cette situation n'indique toutefois en aucun cas une aversion au risque des sociétés non financières belges. En effet, le passif de leurs bilans affiche également une hausse plus sensible des nouveaux engagements financiers que dans le cas des sociétés non financières de la zone euro, de sorte qu'en termes d'engagements aussi, l'encours en Belgique s'avère, en termes relatifs, nettement plus élevé que l'encours dans la zone euro.

Cette situation paradoxale des sociétés non financières belges - le fait qu'elles détiennent des avoirs nettement plus importants et qu'elles contractent en même temps des engagements sensiblement plus élevés - découle du fait que le secteur des sociétés non financières belges comprend les centres de coordination et les holdings non financiers, c'est-à-dire des entreprises exerçant pour ainsi dire une fonction d'intermédiaire financier. Si l'on fait abstraction des centres de coordination et des holdings non financiers, l'encours global des actifs et engagements bruts des sociétés non financières belges revient à un niveau très proche de celui de la zone euro.

Enfin, les institutions non financières belges affichent un encours d'engagements nets qui atteignait, en 2005, quelque 100 p.c. du PIB, soit un niveau légèrement plus

GRAPHIQUE 7 ENGAGEMENTS FINANCIERS NETS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
(encours en fin de période, pourcentages du PIB)



Sources : Eurostat, BNB.

(1) Hormis l'Irlande et le Luxembourg.

élevé que l'encours des sociétés non financières de la zone euro. Il apparaît en outre que le fait de ne pas tenir compte des centres de coordination et des holdings non financiers n'a quasiment aucune incidence sur la position débitrice nette de la Belgique, ce qui confirme que ces deux catégories d'institutions remplissent une fonction d'intermédiaire.

Il n'est toutefois pas possible d'isoler les centres de coordination et les holdings non financiers en ce qui concerne les nouvelles opérations (flux). Il n'y a cependant pas de raison de penser que l'effet serait différent : on constaterait une baisse sensible des flux bruts de nouveaux actifs et engagements mais celle-ci aurait une influence négligeable sur le solde financier. Ce solde est très proche de celui de l'ensemble de la zone euro.

Bibliographie

Baugnet V. et G. Wuyts (2006), « Le rôle des actions dans le financement des sociétés en Belgique », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, septembre, 37-50.

BCE (2006), « Why have listed non-financial corporations in the euro area increased their cash holdings over the last three years? », *ECB Monthly Bulletin*, September, 41-43.

BCE (2006), « Equity issuance in the Euro Area », *ECB Monthly Bulletin*, May, 89-99 (et plus particulièrement l'encadré des pp. 93-96).

BNB (2006), *Financial stability review*.

Ferreira M.A. et A.S. Vilela (2004), « Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU-countries », *European Financial Management*, 295-319.

International Monetary Fund (2006), *World Economic Outlook*, April, 135-159.

Minne P. et S. Douénias (2004), *Planification fiscale internationale des sociétés belges*, Larcier, Bruxelles.

Opler T., L. Pinkowitz, R. Stulz et R. Williamson (1999), « The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings », *Journal of Financial Economics*, April, 3-46.

Passov R. (2003), « How Much Cash Does Your Company need? », *Harvard Business Review*, November, 119-128.