

## 3. Développements financiers en Belgique

*La position extérieure nette de la Belgique reste solide, à 35,4% du PIB. Compte tenu du contexte économique toujours fragile, d'une part, et du bas niveau des rendements des instruments peu risqués, d'autre part, les ménages ont orienté leurs placements à la fois vers les actifs liquides et, plus que les années précédentes, vers les fonds d'investissement. La croissance nette des crédits hypothécaires est restée modérée, indépendamment de l'intensité des transactions de refinancement visant à tirer profit de la faiblesse des taux. Une accélération est toutefois survenue à la fin de l'année, en partie en anticipation de l'instauration d'un régime fiscal moins généreux pour les prêts hypothécaires, principalement en Flandre. Le taux d'endettement des ménages a continué d'augmenter, mais il reste globalement soutenable, même si certaines catégories de personnes – notamment les jeunes – sont plus exposées. La demande de crédits bancaires des entreprises est également restée limitée, en dépit de la baisse des taux d'intérêt et de l'assouplissement des critères d'octroi. L'atonie de la conjoncture et le bas niveau des taux d'intérêt pendant une période prolongée constituent un défi pour les banques et pour les entreprises d'assurance. Celles-ci doivent dès lors poursuivre leurs efforts visant à renforcer leur capacité de générer durablement des bénéfices suffisants, afin aussi de satisfaire à des cadres réglementaires plus exigeants en matière de solvabilité.*

### 3.1 Position financière globale de l'économie belge

La position extérieure nette de la Belgique est solide, quoiqu'en recul

La Belgique fait partie, avec les Pays-Bas, l'Allemagne et la Finlande, d'un petit groupe de pays de la zone euro dont le patrimoine financier net est positif. Cette créance nette de l'ensemble des secteurs intérieurs sur le reste du monde constitue un facteur de stabilité financière. Elle s'élevait à la fin de septembre 2014 à 142 milliards d'euros, soit 35,4% du PIB. Elle résulte principalement de l'imposant patrimoine financier net des particuliers belges, qui, exprimé en pourcentage du PIB (225%), est le plus élevé des États membres de la zone euro pour lesquels ces données sont disponibles. Les autres secteurs, hormis celui des sociétés financières, affichent des engagements nets.

Bien que toujours solide, la position extérieure s'est repliée depuis 2011, année durant laquelle elle avait atteint 57,6% du PIB. Cette tendance s'explique, d'une part, par le développement du solde de financement de l'économie et, d'autre part, par les autres variations de la position liées

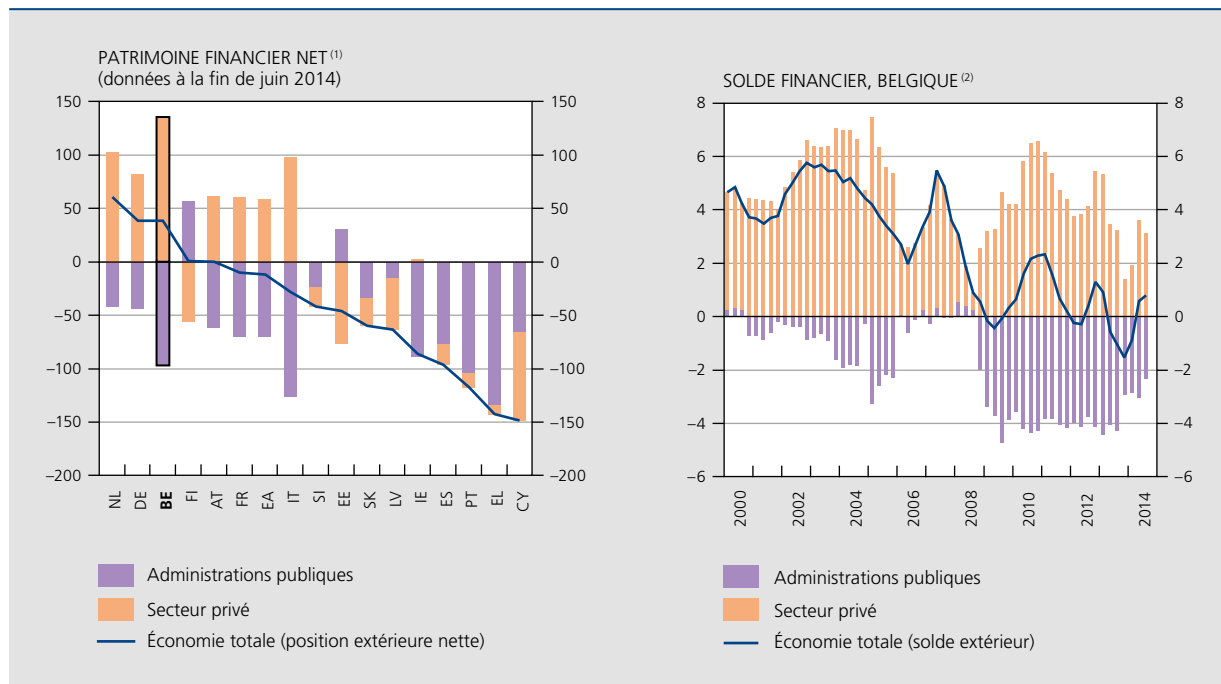
principalement à la réévaluation de l'encours des actifs et des passifs. Elle s'est poursuivie durant les neuf premiers mois de 2014, le patrimoine net de la Belgique ayant fléchi de 25,7 milliards d'euros, ou 6,5% du PIB.

Alors que le solde du compte courant enregistrait un large excédent dans le passé et que des actifs nets étaient dès lors constitués sur le reste du monde, cette situation s'est inversée à partir de 2009. Depuis, la Belgique a traversé des périodes durant lesquelles le compte courant s'est affiché en déficit, l'obligeant à contracter des engagements nets envers le reste du monde. Au cours des neuf premiers mois de 2014, il était positif, et des actifs nets d'un montant de 2,6 milliards d'euros, ou 0,6% du PIB annuel, ont été constitués sur le reste du monde. Ce solde de financement positif est attribuable aux particuliers et aux établissements financiers, ces derniers ayant préféré consacrer une partie importante de leurs bénéfices à la consolidation de leur bilan.

L'effet des autres variations, parmi lesquelles les réévaluations, a plus qu'annihilé celui du solde de financement positif. Pour les trois premiers trimestres de 2014, celles-ci se sont chiffrées à -28,3 milliards d'euros, soit -7,1% du PIB. Traditionnellement, l'économie belge présente des

## GRAPHIQUE 44 PATRIMOINE FINANCIER NET ET SOLDE FINANCIER

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BCE, BNB.

(1) Différence entre les encours des actifs et des passifs financiers. Le Luxembourg et Malte ne sont pas repris dans le graphique, en raison de la volatilité élevée de leurs données.

(2) Différence entre les transactions portant sur les actifs et les passifs financiers, cumulée sur quatre trimestres.

effets de revalorisation négatifs en cas de redressement des marchés financiers, qui se concentrent sur les sociétés non financières et sur les administrations publiques. Ainsi, la hausse des cours boursiers en 2014 a accru la valeur de l'encours des engagements des sociétés non financières, et cela dans une mesure supérieure à l'augmentation de la valeur de leurs actifs financiers, parmi lesquels les actions sont moins importantes. Par ailleurs, le recul des taux d'intérêt sur le marché secondaire de la dette publique s'est traduit par une progression de la valeur de marché de cette dette. En tant que principal secteur créateur net, les particuliers ont en revanche réalisé une plus-value sur leur patrimoine à la suite du relèvement des prix des actifs. Les institutions financières ont également enregistré une plus-value, grâce à un effet de prix plus important sur leurs actifs que sur leurs engagements.

Les actifs et engagements financiers ont à nouveau augmenté, quoique modérément

Les actifs financiers de l'ensemble des secteurs intérieurs ont augmenté, pour la première fois depuis 2011, de 77 milliards d'euros. Cette hausse reste cependant

inférieure à la moyenne depuis 1999. Le portefeuille d'actifs financiers a principalement été élargi dans le secteur financier, de 67,6 milliards d'euros, ce qui tranche avec la phase de réduction du bilan de 2008 à 2013. Comme l'explique l'encadré 7, il convient de noter que le secteur financier tel qu'il est défini ici est toutefois plus large que celui des banques et compagnies d'assurances dont il est question à la section 3.4, même si les banques ont été responsables des trois quarts de la constitution d'actifs durant les trois premiers trimestres de 2014. Pour leur part, les ménages ont accru leurs actifs financiers dans une mesure similaire à celle observée en 2013, tandis que les entreprises non financières ont diminué les leurs pour la deuxième année consécutive. Le montant des actifs financiers détenus par les administrations publiques a également reculé, de 4,5 milliards d'euros.

La croissance des engagements financiers est restée en retrait de celle des actifs, ressortant à 74,3 milliards d'euros. Même si leur expansion est restée en deçà de la moyenne historique, l'encours des engagements financiers n'en a pas moins atteint un nouveau niveau record dans l'ensemble des secteurs, à l'exclusion du secteur financier.

**TABLEAU 11** ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS PAR SECTEUR

(non consolidés, milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Encours, à la fin de septembre 2014			Variation par rapport à décembre 2013			
	Actifs	Engagements	Patrimoine financier net	Total <sup>(1)</sup>	Transactions <sup>(2)</sup>		
				Patrimoine financier net	Actifs	Engagements	Solde financier
Ménages .....	1 146,6	245,6	901,0	22,1	18,7	8,0	10,7
Sociétés non financières .....	1 268,2	1 637,2	-369,0	-22,2	-4,8	-5,3	0,5
Administrations publiques .....	161,2	559,2	-398,0	-42,3	-4,5	7,1	-11,7
Sociétés financières <sup>(3)</sup> .....	2 372,2	2 364,6	7,6	16,7	67,6	64,6	3,0
<i>p.m. Total des secteurs intérieurs</i> .....	<i>4 948,3</i>	<i>4 806,6</i>	<i>141,7</i>	<i>-25,7</i>	<i>77,0</i>	<i>74,3</i>	<i>2,6</i>
<i>Idem, pourcentages du PIB</i> .....	<i>1 235,2</i>	<i>1 199,8</i>	<i>35,4</i>	<i>-6,5</i>	<i>19,2</i>	<i>18,6</i>	<i>0,6</i>

Source: BNB.

(1) Changement sur les neuf premiers mois de 2014.

(2) Flux cumulés sur les neuf premiers mois de 2014.

(3) Les sociétés financières comprennent les institutions financières monétaires (la BNB, les établissements de crédit et les OPC monétaires), les OPC non monétaires et les autres institutions financières (les sociétés de bourse, les sièges sociaux financiers et les sociétés holdings), ainsi que les compagnies d'assurances et les fonds de pension.

Le taux d'endettement brut du secteur privé non financier s'est encore légèrement accru, mais il demeure à un niveau soutenable

Dans un contexte de faiblesse de la croissance du crédit bancaire et du PIB, le taux d'endettement brut consolidé du secteur privé non financier belge s'est encore légèrement alourdi, passant de 162,8 % du PIB à la fin de 2013 à 163,2 % en septembre 2014. Le taux d'endettement des ménages belges a encore grimpé, de 1,2 point de pourcentage du PIB, pour s'établir à 57 % du PIB, alors que celui des entreprises non financières a diminué de 0,7 point de pourcentage, à 106,3 % du PIB. Cette diminution est toutefois entièrement imputable à la croissance positive du PIB, puisque ces sociétés ont continué de procéder à une accumulation active de dettes, essentiellement non bancaires.

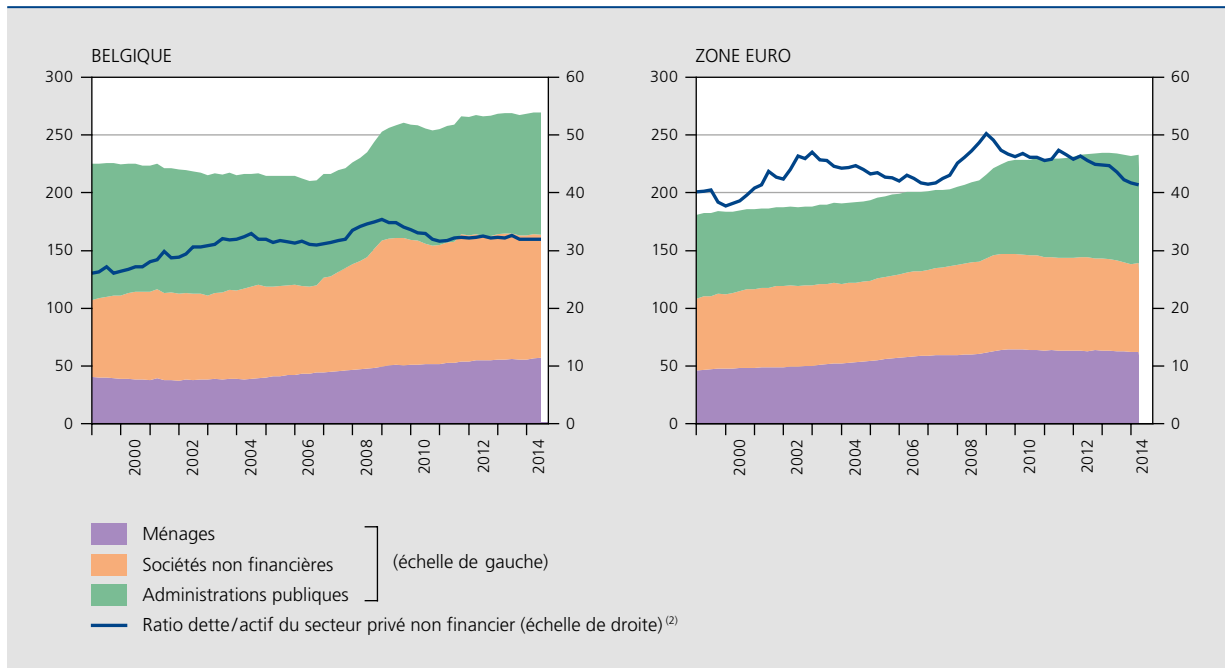
Dans la zone euro, le processus de désendettement amorcé dès 2010 dans le secteur privé non financier s'est poursuivi, ramenant le taux d'endettement de 139,8 % du PIB à la fin de 2013 à 139 % à la fin de juin 2014. À cette date, les taux d'endettement des ménages et des sociétés non financières se chiffraient respectivement à 62,1 et 77 % du PIB, soit 2,4 et 6,1 points de pourcentage du PIB en deçà des niveaux records atteints en 2010. Le désendettement, qui s'opère principalement dans les pays périphériques, reste cependant limité en comparaison des dettes accumulées précédemment. Dans la plupart de ces pays, il s'agit pourtant d'une forme active de désendettement, qui se traduit par un recul de l'endettement en termes nominaux.

Si on tient également compte de la dette publique, le processus de désendettement dans la zone euro est moins flagrant, et le taux d'endettement total du secteur non financier reste proche de son pic de 235 % du PIB, contre 270 % en Belgique. À l'instar de la position extérieure nette, le taux d'endettement brut, qu'il s'agisse de celui des administrations publiques ou de celui du secteur privé non financier, est repris dans le tableau de bord utilisé par les instances européennes dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM). Pour l'endettement brut consolidé, la CE recourt à des seuils d'avertissement fixés à respectivement 60 % du PIB pour les administrations publiques et 133 % du PIB pour le secteur privé non financier, au-delà desquels il est potentiellement question de déséquilibre macroéconomique. La Belgique dépasse donc ces seuils, tant pour la dette publique que pour l'endettement du secteur privé non financier.

Le niveau élevé de l'endettement du secteur privé non financier en Belgique doit cependant être nuancé. De fait, même lorsqu'il est considéré sur une base consolidée, le taux d'endettement des sociétés non financières (106,3 % du PIB) englobe, pour une part importante, des dettes contractées entre entités d'un même groupe. En effet, si le financement obtenu d'autres sociétés non financières résidentes est annulé dans le calcul de l'endettement selon le concept consolidé, des créances étant détenues en contrepartie par d'autres entités du même secteur, ce n'est pas le cas des crédits octroyés par des sociétés non financières étrangères, même si elles appartiennent

**GRAPHIQUE 45 TAUX D'ENDETTEMENT BRUT DU SECTEUR NON FINANCIER <sup>(1)</sup>**

(dette consolidée en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : CE, BCE, BNB.

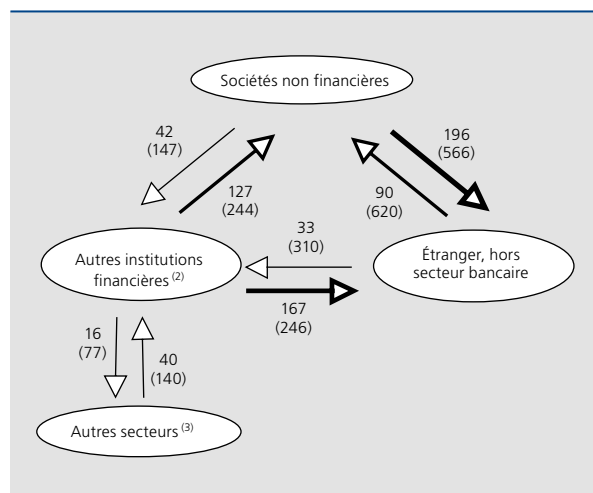
(1) Données jusqu'au troisième trimestre de 2014 pour la Belgique, jusqu'au deuxième trimestre pour la zone euro. Données trimestrielles pour le taux d'endettement du secteur privé non financier. Données annuelles pour la dette publique (en fin de période, estimation pour 2014), interpolées de manière linéaire sur une base trimestrielle. La dette publique de la zone euro avant 2010 est définie conformément au SEC 1995.

(2) Endettement non consolidé, pourcentages.

souvent au même groupe de sociétés. Dans le cas de financements obtenus du secteur non bancaire étranger, il s'agit généralement de fonds apportés aux sièges sociaux sis en Belgique, qui sont redirigés ensuite – directement ou non – vers l'étranger. Même s'ils méritent d'être suivis avec attention, dans la mesure où ils représentent des montants volumineux, ces flux financiers entre sociétés liées induisent moins de risques d'émergence d'un déséquilibre macroéconomique pour la Belgique, comme le reconnaît d'ailleurs la CE dans son appréciation de la position structurelle de l'économie belge. À la fin de septembre 2014, les crédits non bancaires octroyés par l'étranger se montaient à 90 milliards d'euros, soit 22,4 % du PIB. Depuis l'instauration de nouvelles règles comptables pour les comptes nationaux (SEC 2010), le financement des sociétés non financières par des « sociétés financières captives et des prêteurs non institutionnels » est également comptabilisé dans le taux d'endettement consolidé (cf. encadré 7). Plutôt que de répondre à un besoin de financement externe, ces sociétés holdings sont créées en Belgique pour redistribuer des ressources financières au sein d'un groupe. Le financement contracté auprès de ces sociétés holdings revient souvent aux sociétés holdings elles-mêmes ou à d'autres entités du groupe, si bien qu'aucune dette n'apparaît au niveau du groupe

**GRAPHIQUE 46 CRÉANCES ET ENGAGEMENTS RÉCIPROQUES ENTRE LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET LES SOCIÉTÉS (QUASI) FINANCIÈRES <sup>(1)</sup>**

(encours en septembre 2014, milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Les flèches indiquent le montant des instruments de dette ou, entre parenthèses, celui des actifs totaux que détiennent les secteurs les uns vis-à-vis des autres.

(2) Principalement les « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels ».

(3) Les ménages, les administrations publiques, le secteur bancaire (résident et non résident), les OPC non monétaires, les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

en termes nets. À la fin de septembre 2014, les crédits octroyés par ces « autres institutions financières » (AIF), qui incluent les sociétés holdings, s'élevaient à 127 milliards d'euros, soit 31,6 % du PIB.

Outre les nuances apportées quant au niveau de l'endettement des sociétés non financières, plusieurs facteurs corroborent le caractère soutenable de l'endettement privé. Le taux d'endettement des ménages (56,5 % du PIB à la mi-2014) est resté inférieur à celui enregistré pour la zone euro, même si l'écart s'est progressivement réduit. Si on rapporte l'endettement à la valeur des actifs financiers dont disposent les ménages et les entreprises (ratio dette/

actif), le taux d'endettement du secteur privé non financier en Belgique est nettement inférieur à celui de la zone euro. De surcroît, ce ratio est demeuré relativement stable au cours de la décennie écoulée, contrairement à l'endettement exprimé en pourcentage du PIB. Enfin, il ressort ex ante du debt-service ratio, mais aussi ex post du niveau et de l'évolution des retards de paiement enregistrés par la Centrale des crédits aux particuliers, que la charge de remboursement reste sous contrôle pour la plupart des ménages. Considérée de manière agrégée, la situation financière des ménages et des entreprises en Belgique ne semble donc pas suggérer de problème particulier de soutenabilité de leur niveau d'endettement.

## Encadré 7 – Incidence du SEC 2010 sur les comptes financiers de la Belgique

La nouvelle méthodologie du SEC 2010 apporte de nombreuses modifications aux comptes financiers. Elle prévoit notamment une nouvelle délimitation des secteurs institutionnels, ainsi qu'un reclassement et un élargissement du nombre d'instruments financiers. Par ailleurs, outre les montants des encours et des transactions, les effets de valorisation et les autres changements de volume des actifs et passifs sont désormais enregistrés séparément<sup>(1)</sup>.

L'introduction de ces adaptations méthodologiques a un impact non négligeable sur les actifs et sur les engagements financiers des différents secteurs, de même que sur plusieurs indicateurs de leur position financière, tels que le taux d'endettement, le patrimoine net ou les soldes de financement. Un rôle plus central ayant récemment été dévolu à ces indicateurs dans la politique macroéconomique et prudentielle, le présent encadré commente l'incidence que le passage du SEC 1995 – la méthodologie utilisée précédemment – au SEC 2010 exerce sur les plus importants d'entre eux.

### Actifs, engagements et patrimoine financier net des différents secteurs

Les actifs et les passifs de l'ensemble de l'économie belge évalués selon la nouvelle méthodologie sont restés quasiment inchangés par rapport au SEC 1995. Les données portant sur la situation à la fin de 2013 ont été révisées de, respectivement, -1,1 % et -0,7 %. En revanche, la modification de la définition des secteurs institutionnels a un impact non négligeable sur le montant des actifs et des engagements de chacun d'eux. En particulier, le secteur financier a été élargi, puisqu'il englobe désormais le sous-secteur S.127 « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels » (essentiellement des sociétés holdings), qui relevait auparavant largement des sociétés non financières. Ce changement entraîne un glissement massif d'actifs et d'engagements des sociétés non financières vers les sociétés financières.

En comparaison d'autres pays, l'incidence de ce glissement de secteur est très importante en Belgique, en raison du nombre élevé de sociétés holdings et de centres de trésorerie établis dans notre pays. À la fin de 2013, les actifs des AIF, qui englobent désormais le secteur S.127, ont été revus à la hausse à concurrence de 140 % du PIB, soit 562 milliards d'euros. Compte tenu aussi d'autres changements, les actifs de l'ensemble du secteur des sociétés financières ont été relevés de 444 à 573 % du PIB. En contrepartie, à la suite également d'autres révisions plus limitées, les actifs financiers des sociétés non financières mesurés à la fin de 2013 sont retombés, au total, de 506 à 320 % du PIB.

(1) Pour un aperçu des modifications apportées aux comptes nationaux, cf. notice méthodologique.



L'introduction du nouveau sous-secteur des institutions financières captives et prêteurs non institutionnels a aussi pour effet d'élargir la définition du secteur financier dans les comptes financiers et de l'écartier plus que ce n'était le cas précédemment de celle des établissements de crédit et compagnies d'assurances, auxquels est consacrée la section 3.4 du présent Rapport. Les neuf sous-secteurs qui composent désormais le secteur financier dans les comptes financiers peuvent être regroupés en institutions financières monétaires (IFM), autres institutions financières (AIF) et sociétés d'assurance et fonds de pension (SA+FP). Alors que, selon le SEC 1995, les IFM représentaient environ 64 % de l'ensemble du secteur financier, celles-ci voient leur importance relative retomber à 48 %, les parts des AIF et des SA+FP ressortant maintenant à respectivement 38 et 13 %.

#### ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS PAR SECTEUR

(non consolidés, milliards d'euros, à la fin de 2013)

	SEC 2010			SEC 1995			Différences SEC 2010 – SEC 1995		
	Actifs	Passifs	Patrimoine financier net	Actifs	Passifs	Patrimoine financier net	Actifs	Passifs	Patrimoine financier net
Ménages . . . . .	1 114	235	879	1 090	220	870	24	15	9
Sociétés non financières . . . . .	1 266	1 613	-347	1 936	2 295	-359	-670	-682	12
Administrations publiques . . . . .	162	518	-356	137	457	-321	25	60	-35
Sociétés financières . . . . .	2 267	2 276	-9	1 700	1 699	1	566	577	-10
dont :									
Institutions financières monétaires (IFM) . . . . .	1 095	1 078	17	1 090	1 095	-5	5	-17	22
Autres institutions financières (AIF) <sup>(1)</sup> . . . . .	869	908	-39	307	315	-8	562	593	-32
Sociétés d'assurance et fonds de pension (SA + FP) . . . . .	303	290	13	303	289	14	0	1	-1
<i>p.m. Total des secteurs intérieurs</i>	<i>4 809</i>	<i>4 641</i>	<i>167</i>	<i>4 863</i>	<i>4 672</i>	<i>191</i>	<i>-54</i>	<i>-31</i>	<i>-24</i>

Source : BNB.

(1) Y compris les OPC non monétaires.

Si ces modifications se sont principalement traduites par un changement dans le niveau des encours, elles en ont également affecté l'évolution. Ainsi, le total du bilan des sociétés non financières s'est légèrement contracté après avoir atteint un sommet en 2011. Pour sa part, le rétrécissement de la taille de l'actif du secteur financier à la suite de la crise financière, sous l'impulsion principalement du secteur bancaire, s'avère beaucoup moins conséquent, dans la mesure où il a été observé de manière moindre dans le secteur financier non bancaire. Cette situation a également des répercussions sur l'interprétation du tableau de bord de la CE utilisé dans le cadre de la PDM, dont un des indicateurs principaux porte sur la variation annuelle des engagements du secteur financier. Le ratio dette/capital, qui est repris comme indicateur additionnel, est aussi fortement affecté.

La révision de l'ensemble des actifs et passifs des autres secteurs (ménages et administrations publiques) est plus limitée. À la fin de 2013, les engagements (non consolidés) des administrations publiques avaient toutefois été revus à la hausse de 11,5 % du PIB, passant à 130,9 % du PIB, compte tenu du nouveau périmètre des administrations publiques. Les différences avec le concept de dette « Maastricht », utilisé dans le cadre des procédures budgétaires européennes (104,5 % du PIB), découlent du fait que cette dette ne porte que sur les dépôts, les titres de créance et les crédits, à l'exclusion d'autres engagements, tels les remboursements d'impôts

ou factures en attente, et du fait que les engagements envers d'autres entités des administrations publiques sont consolidés. Dans le même temps, la dette publique est désormais évaluée dans les comptes financiers à sa valeur de marché, alors que, selon la définition de Maastricht, les instruments sont repris à leur valeur nominale. La légère augmentation des actifs et des engagements des ménages provient essentiellement des nouvelles informations de base pour les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

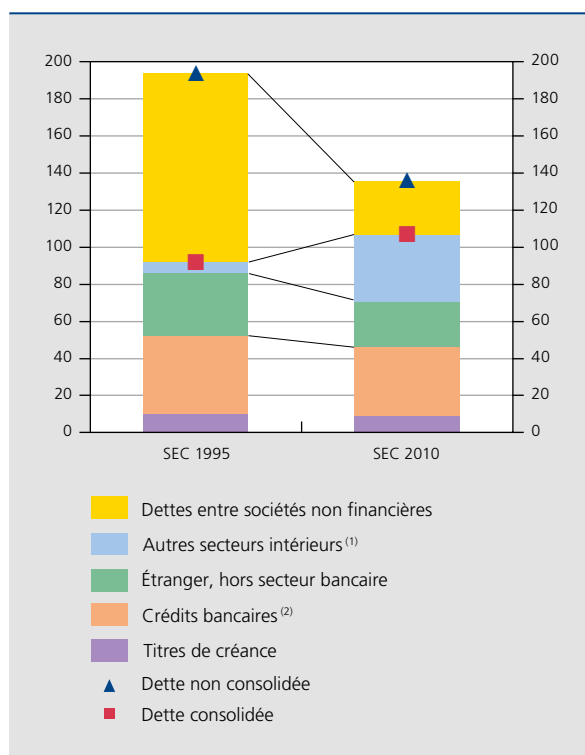
Dans la plupart des cas, l'incidence sur les actifs et sur les passifs est similaire, si bien que la révision du patrimoine financier net des différents secteurs est globalement minime.

## Taux d'endettement des sociétés non financières

La reclassification des « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels » a également une lourde incidence sur le taux d'endettement des sociétés non financières. Selon l'optique non consolidée, le taux d'endettement a été révisé d'environ 58 % du PIB, ce qui l'a ramené à 136 % du PIB à la fin de 2013. Ce recul résulte directement du glissement des sociétés holdings du secteur des sociétés non financières vers celui des sociétés financières.

### IMPACT DU CHANGEMENT DE MÉTHODOLOGIE SUR LE TAUX D'ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(situation à la fin de 2013, pourcentages du PIB)



Source : BNB.

(1) Ménages, administrations publiques, OPC non monétaires, sociétés d'assurance, fonds de pension et « autres institutions financières ». Dans le SEC 2010, celles-ci incluent les « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels ».

(2) Crédits octroyés par le secteur bancaire résident et non résident, y compris les crédits titrisés.



Selon l'optique consolidée, le reclassement des sociétés holdings a pour effet de relever le taux d'endettement de quelque 15 % du PIB. Cette hausse est le résultat de deux facteurs qui agissent en sens opposés. D'un côté, l'endettement des sociétés holdings contracté auprès d'autres secteurs n'est plus comptabilisé dans le secteur des sociétés non financières. De l'autre, en revanche, les engagements des sociétés non financières vis-à-vis des sociétés holdings sont désormais comptabilisés dans leur dette consolidée, puisqu'il s'agit de relations entre deux secteurs différents, alors qu'ils faisaient précédemment l'objet d'une consolidation. Le taux d'endettement consolidé a atteint 107 % du PIB à la fin de 2013. Toutefois, le crédit bancaire et les titres de créance ne représentent que 46,2 % du PIB dans ce taux d'endettement.

## 3.2 Ménages

Trois éléments ont principalement affecté le comportement financier des particuliers en 2014. Tout d'abord, la confiance des agents économiques est restée fragile, et elle s'est effritée pendant une grande partie de l'année, même si, contrairement aux deux années précédentes, tant le pouvoir d'achat que les investissements en logements se sont inscrits en hausse. Ensuite, les évolutions sur les marchés financiers ont renforcé la divergence de niveau de rémunération entre les instruments peu risqués et ceux qui le sont plus, ce qui a pu entraîner certains comportements de recherche de rendement. Durant l'année sous revue, les taux d'intérêt, tant sur les dépôts que sur les crédits, sont – en termes nominaux – retombés à des planchers historiques, tandis que les rendements sur les marchés des actions sont demeurés globalement élevés, quoique volatils. Enfin, l'adaptation de certaines dispositions fiscales, en particulier la réforme de la taxation des crédits hypothécaires, a influé lourdement sur la demande de crédits à la fin de l'année.

En conséquence du recul de la confiance dans l'économie, la prise de nouveaux crédits par les ménages a dans un premier temps marqué le pas, comme cela avait déjà été le cas en 2013. Elle a regagné en vigueur au second semestre en raison, notamment, des refinancements d'emprunts en cours destinés à profiter de l'environnement de taux faibles ou de l'anticipation de transactions en vue de continuer de bénéficier d'un traitement fiscal plus avantageux. Par ailleurs, compte tenu du contexte conjoncturel, l'accumulation d'actifs financiers par les particuliers a été moindre qu'en moyenne au cours des trois premiers trimestres des années 2006 à 2012 ; elle a toutefois été du même ordre de grandeur que celle observée en 2013. S'agissant des différentes classes d'actifs, durant les neuf premiers mois, les ménages ont poursuivi leur constitution d'instruments fortement liquides, susceptibles de les aider à faire face aux incertitudes, mais ils ont également orienté une partie non négligeable de leur épargne vers des actifs plus risqués,

surtout des fonds d'investissement, en quête de rendements plus rémunérateurs.

### Le patrimoine net des particuliers continue de s'étendre modérément

La valeur du patrimoine global net des ménages – constitué de leurs avoirs financiers nets et de leurs actifs immobiliers – s'élevait à 2 077 milliards d'euros le 30 septembre 2014. Elle a augmenté de 64 milliards par rapport à la fin de 2013, en raison à la fois d'un accroissement du patrimoine immobilier et d'une hausse des actifs financiers des ménages.

L'élargissement du patrimoine immobilier, de 1 135 milliards d'euros à la fin de 2013 à 1 176 milliards le 30 septembre 2014 résulte d'une expansion des nouveaux investissements en logements ainsi que d'une augmentation de la valeur des biens – terrains et bâtiments considérés dans leur ensemble – durant les trois premiers trimestres de 2014. L'encadré qui suit commente l'évolution des prix immobiliers en Belgique et se penche sur les mesures de valorisation du marché du logement.

Les actifs financiers des particuliers ont également continué d'augmenter en 2014. À la fin de septembre, ils étaient estimés à 1 147 milliards d'euros, contre 1 114 milliards à la fin de décembre 2013. Cette hausse est plus vive que celle observée en moyenne de 2006 à 2013. Dès lors, le patrimoine financier des ménages belges s'est redressé comparativement au PIB, passant de 268,5 % à la fin de 2010 et de 281,9 % à la fin de 2013 à 286,1 % en septembre 2014. Les ménages belges demeurent parmi les plus nantis de la zone euro, au sein de laquelle le patrimoine financier des ménages atteignait 207,2 % du PIB en juin 2014.

Cet accroissement découle à la fois de l'acquisition de nouveaux actifs financiers et d'autres facteurs, à savoir principalement les revalorisations des actifs existants et les



**TABLEAU 12** ACTIFS ET ENGAGEMENTS DES PARTICULIERS

(milliards d'euros)

	Encours		Variation par rapport à décembre 2013		
	À la fin de 2013	À la fin de septembre 2014	Total	Transactions	Autres flux <sup>(1)</sup>
Patrimoine immobilier .....	1 134,7	1 176,3	41,6	25,4	16,1
Actifs financiers .....	1 114,4	1 146,6	32,2	18,7	13,5
dont:					
Numéraire et dépôts .....	347,4	353,5	6,2	8,9	-2,7
Titres de créance .....	87,4	81,4	-6,0	-6,5	0,5
Actions .....	268,7	275,0	6,3	0,9	5,4
Parts de fonds d'investissement .....	125,9	144,7	18,7	10,7	8,0
Produits d'assurance .....	269,1	275,7	6,5	4,4	2,1
Autres .....	15,9	16,4	0,5	0,3	0,2
Engagements financiers .....	235,4	245,6	10,2	8,0	2,3
dont:					
Crédits hypothécaires .....	181,8	185,5	3,8	3,8	0,0
Autres crédits .....	38,9	42,6	3,7	3,5	0,2
Autres engagements .....	14,7	17,4	2,7	0,7	2,0
Patrimoine global net .....	2 013,7	2 077,3	63,6	36,2	27,3

Source: BNB.

(1) Les autres flux comprennent tant les « effets de valorisation » que les « autres changements de volume ». Parmi ceux-ci, sont inclus des éléments ponctuels, tels que des reclassifications d'opérations vis-à-vis d'autres secteurs.

reclassifications ou les autres ajustements ponctuels. Ces autres flux, qui se sont chiffrés dans l'ensemble à

13,5 milliards d'euros, ont été dopés par l'évolution favorable des marchés financiers.

## Encadré 8 – La valorisation du marché de l'immobilier résidentiel

En Belgique, les prix nominaux de l'immobilier résidentiel ont pratiquement doublé depuis l'an 2000, et le tassement enregistré pendant la grande récession s'est avéré très limité au regard de celui observé dans bon nombre de pays membres de la zone euro, que ce soit en termes d'ampleur ou de durée. Le rythme de croissance s'est toutefois nettement contracté ces deux dernières années, de sorte que, au cours des trois premiers trimestres de 2014, l'augmentation des prix n'a plus été que de 0,4 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente. En termes réels, les prix se sont inscrits en légère baisse.

Dans ce contexte, l'accessibilité au logement, mesurée au moyen de l'indicateur développé par la Banque et présenté à l'encadré 4 du Rapport 2012, s'est légèrement améliorée en 2014. En effet, la part moyenne que la charge de remboursement d'un emprunt hypothécaire représente dans le revenu disponible des ménages s'est globalement allégée au cours de l'année sous revue, sous l'effet du ralentissement des prix immobiliers et du repli des taux d'intérêt hypothécaires.



La littérature empirique recense un certain nombre de méthodes visant à apprécier la valorisation des marchés immobiliers; celles-ci peuvent se répartir en deux groupes distincts selon la méthodologie utilisée. Les premiers indicateurs, dits classiques, se présentent sous la forme de simples ratios de variables macroéconomiques exprimés en déviation par rapport à leur moyenne de long terme. Les plus répandus, à savoir le price-to-income et le price-to-rent, comparent l'évolution des prix immobiliers respectivement à celle des revenus des ménages et à celle des loyers. Ces ratios tendent généralement à refléter de hauts niveaux de surévaluation en Belgique. Selon l'OCDE, sur la base de ces indicateurs, le marché belge de l'immobilier aurait ainsi été surévalué de, respectivement, 50,2 et de 55,3 %, au troisième trimestre de 2014.

Ces mesures, relativement simples à mettre en œuvre, souffrent toutefois de limites qui doivent inciter à la prudence dans l'interprétation des résultats. Plus particulièrement, la notion théorique d'équilibre, sur laquelle repose l'évolution de la valorisation du marché de l'immobilier, est approximée à l'aide des moyennes de long terme respectives des indicateurs, ce qui constitue une hypothèse de poids puisque, ce faisant, on suppose implicitement que la valeur d'équilibre du marché est constante au fil du temps. Or, celle-ci fluctue selon les variations des déterminants fondamentaux des prix de l'immobilier tels que le niveau des taux d'intérêt, la démographie, les préférences des agents économiques, les caractéristiques des contrats hypothécaires, ou encore la fiscalité y afférente.

S'agissant du ratio price-to-rent, il existe une différence conceptuelle importante, en ce sens que le prix des logements (au numérateur) est calculé sur la base des nouvelles transactions sur le marché secondaire et qu'il reflète dès lors les conditions du marché, tandis que les loyers (au dénominateur), qui correspondent en Belgique à la composante « loyers » de l'indice des prix à la consommation, traduisent le plus souvent l'évolution des loyers des baux en cours plutôt que celle des nouveaux baux. En outre, dans la mesure où les loyers sont soumis en Belgique à différents dispositifs légaux limitant leur progression au fil du temps, comme l'indexation annuelle (non obligatoire) sur la base de l'indice-santé, les résultats obtenus reflètent essentiellement les mouvements de ce dernier. Enfin, la relative étroitesse du marché locatif limite aussi la pertinence du ratio price-to-rent pour la Belgique.

Pour sa part, le ratio price-to-income peut être corrigé afin de tenir compte des mouvements des taux d'intérêt hypothécaires, ces derniers pouvant influencer lourdement la capacité d'emprunt des ménages. Selon cet indicateur, dit de « interest-adjusted affordability », la surévaluation du marché de l'immobilier résidentiel en Belgique aurait atteint 28 % au cours de l'année sous revue. Cette mesure est toutefois toujours exprimée par rapport à une moyenne de long terme.

Une seconde approche visant à porter une appréciation sur la valorisation du marché de l'immobilier se fonde sur des techniques économétriques et a pour objectif de fixer, à partir de facteurs fondamentaux, un prix d'équilibre pouvant dès lors être utilisé comme point de référence pour mesurer les éventuelles déviations constatées des prix. Plus précisément, cet indicateur correspondrait aux résidus de la régression des prix réels des logements sur une série de déterminants fondamentaux, à savoir le revenu disponible moyen des ménages, les taux d'intérêt hypothécaires, le nombre de ménages et une variable binaire dont l'objectif est de prendre en compte, certes de façon rudimentaire, les modifications survenues en 2005 dans la fiscalité liée aux emprunts hypothécaires. Selon cette approche, le marché belge de l'immobilier serait globalement à l'équilibre, ce qui contraste très nettement avec les résultats de l'approche classique.

Comme c'est le cas pour les actifs financiers, l'évaluation de la valeur fondamentale des biens immobiliers demeure un exercice périlleux, dont les résultats doivent être considérés avec circonspection. Malgré des avantages indéniables, tels que la prise en compte de déterminants fondamentaux du marché et l'abandon d'une moyenne de long terme pour approximer la valeur d'équilibre du marché, l'approche économétrique n'est toutefois pas exempte de défauts, en ce sens qu'il est possible que l'écart entre les prix observés et le prix d'équilibre estimé résulte de l'omission d'un ou de plusieurs déterminants fondamentaux, ou encore d'une déviation des variables explicatives par rapport à leur propre valeur d'équilibre de long terme, tels des taux d'intérêt hypothécaires



### VALORISATION DU MARCHÉ IMMOBILIER BELGE

(pourcentages de déviation par rapport à la moyenne de long terme, au troisième trimestre de 2014, sauf mention contraire)

Indicateur	Valeur
Ratio price-to-rent	55,3
Ratio price-to-income	50,2
Interest-adjusted affordability index	28,0
Régression économétrique <sup>(1)</sup>	3,6

Sources : OCDE, BNB.

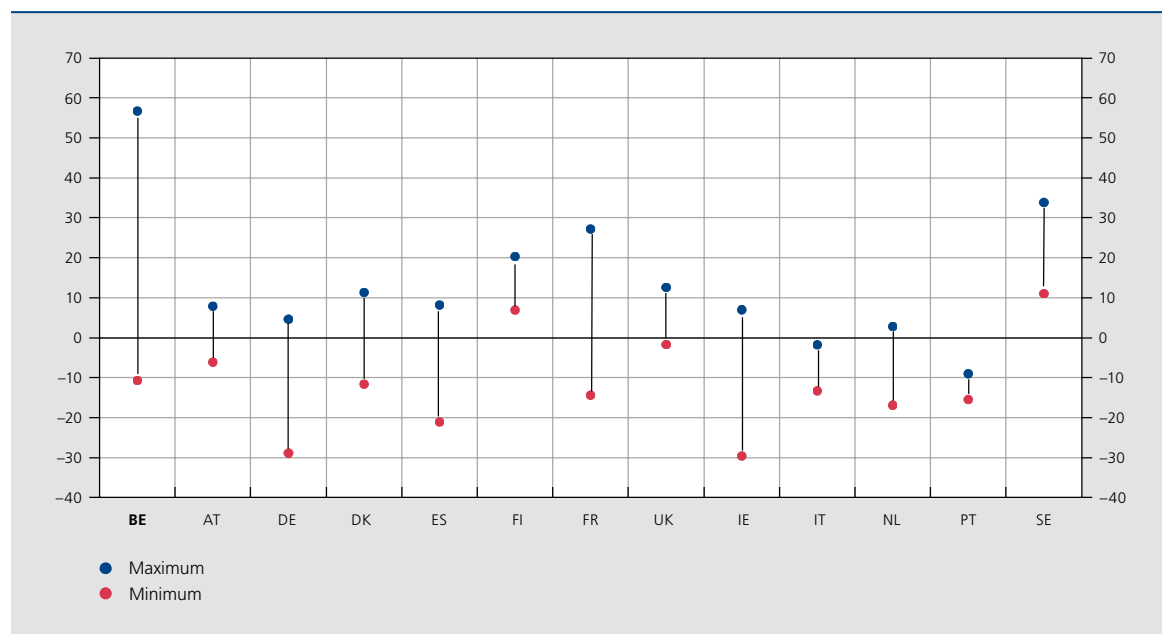
(1) Pourcentages de déviation par rapport à la valeur d'équilibre estimée par le modèle.

anormalement bas. Dans ce contexte, il convient de mentionner les décisions annoncées, et déjà mises en œuvre dans le cas de la Région flamande, de réduire l'avantage fiscal lié aux prêts hypothécaires, lesquelles pourraient peser de manière sensible sur les prix des immeubles résidentiels en 2015.

Comme le montrent les résultats publiés par le Comité européen du risque systémique pour les pays de la zone euro, les larges différences d'évaluation entre les méthodes ne sont pas propres à la Belgique. Toutefois, dans le cas de cette dernière, les mesures price-to-rent et price-to-income apparaissent totalement hors ligne.

### VALORISATION DU MARCHÉ DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL DANS UNE SÉLECTION DE PAYS EUROPÉENS<sup>(1)</sup>

(pourcentages)



Source : BCE.

(1) Ces estimations se fondent sur quatre approches différentes, à savoir le ratio price-to-rent, le ratio price-to-income ainsi que deux indicateurs basés sur des régressions économétriques. Les minima et maxima correspondent respectivement aux estimations les plus basses et les plus élevées parmi ces quatre méthodes. Pour plus d'information, cf. l'encadré 3 de la *Financial Stability Review* de la BCE de juin 2011.

Les particuliers ont acquis de nouveaux actifs financiers pour une valeur de 18,7 milliards d'euros durant les trois premiers trimestres de 2014, contre 17,5 milliards au cours de la période correspondante de 2013. Quant aux nouveaux engagements, ils ont été supérieurs à ceux des neuf premiers mois de 2013, ressortant à 8 milliards d'euros. Au total, de janvier à septembre, le solde des transactions financières des ménages a contribué à l'augmentation de leur richesse financière nette à hauteur de 10,7 milliards d'euros. Il s'agit d'un montant en légère baisse par rapport aux 12,1 milliards engrangés durant la période correspondante de 2013.

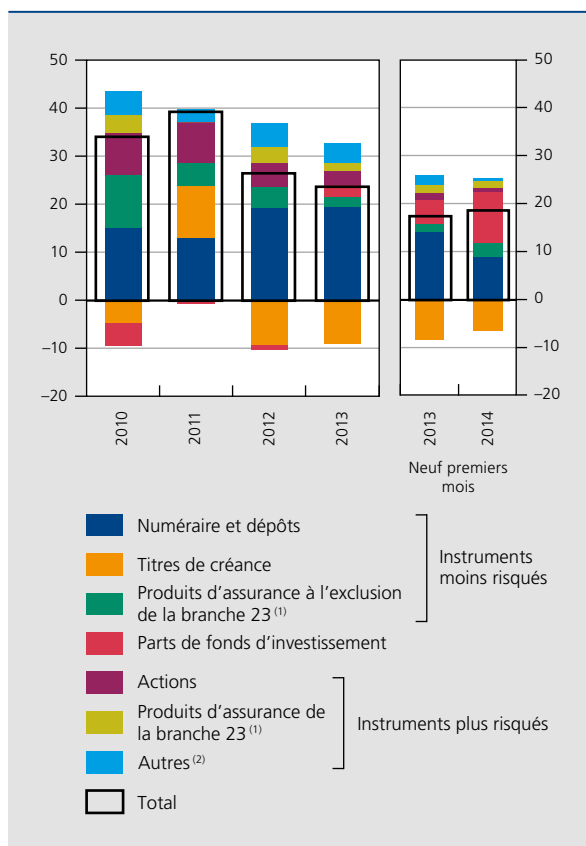
Les engagements financiers des ménages sont, pour l'essentiel, constitués de leurs crédits hypothécaires. En termes nets, ce concept n'inclut pas les refinancements de crédits en cours étant donné que ceux-ci n'affectent pas le volume total du passif des ménages. L'ensemble des engagements financiers nets des particuliers a, tout comme leurs actifs, continué de croître en 2014, pour s'établir à 245,6 milliards d'euros à la fin de septembre, contre 235,4 milliards neuf mois auparavant.

### Les nouveaux investissements des ménages se sont partiellement réorientés vers des actifs plus risqués

Les particuliers ont, plus que l'année précédente, orienté une partie de leur épargne vers des produits d'investissement. Toutefois, compte tenu du recul de la confiance des consommateurs et des perspectives économiques toujours fragiles, ils ont maintenu au premier semestre un niveau substantiel d'épargne de précaution en consacrant de nouveau une fraction importante de leur épargne à des actifs liquides de court terme.

Distinguer les actifs financiers acquis par les ménages en fonction du risque dont ils sont porteurs permet d'identifier trois catégories de produits: d'abord, ceux associés à un risque faible, à savoir le numéraire, les dépôts, les titres de créance et les produits d'assurance à l'exclusion de ceux de la branche 23; ensuite, les instruments plus risqués, parmi lesquels les actions et les produits d'assurance de la branche 23; enfin, les parts de fonds d'investissement, qui combinent des produits moins risqués (OPC obligataires) avec d'autres plus risqués (OPC d'actions, OPC mixtes ou fonds de fonds). Dans cette dernière catégorie, selon les données de la Belgian Asset Management Association, ce sont les produits plus risqués qui ont surtout reçu les faveurs des investisseurs en 2014, raison pour laquelle ils sont associés, dans le commentaire, aux actions et aux produits d'assurance de la branche 23.

**GRAPHIQUE 47** FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS: VENTILATION PAR CLASSE D'ACTIFS  
(milliards d'euros)



Source: BNB.

(1) Ces rubriques incluent les droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance et sur les réserves de garanties standard.

(2) Cette rubrique comprend les droits à pension des ménages et, dans la mesure où ils sont recensés, les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et sur les institutions financières.

Selon ce regroupement, les instruments plus risqués auraient représenté une grande partie des nouveaux investissements des ménages belges en actifs financiers pendant les neuf premiers mois de 2014 (13 milliards d'euros, contre 8,2 milliards au cours de la période correspondante de 2013). Si le numéraire et les dépôts demeurent un instrument très prisé, avec 8,9 milliards d'euros de nouveaux placements, les ménages ont également investi dans des parts de fonds d'investissement et dans des actions, pour un montant total de 11,6 milliards d'euros.

S'agissant des actifs moins risqués autres que le numéraire et les dépôts, les produits d'assurance, à l'exclusion de ceux de la branche 23, ont pour leur part capté 2,8 milliards d'euros de l'épargne des ménages, contre 1,6 milliard durant les trois premiers trimestres de 2013.

Comme les années précédentes, les ménages ont boudé les titres de créance. Le montant des ventes et des remboursements de ces titres a dépassé de 6,5 milliards d'euros les achats et les souscriptions. Pour les neuf premiers mois de 2013, le flux négatif avait atteint 8,4 milliards d'euros.

Les placements dans les parts de fonds d'investissement ont été beaucoup plus soutenus qu'en 2013. Au cours des trois premiers trimestres de 2014, ils se sont chiffrés à 10,7 milliards d'euros, contre 5,2 milliards durant la même période de l'année précédente. Quasiment la totalité des placements ont été effectués dans des parts de fonds d'investissement non monétaires.

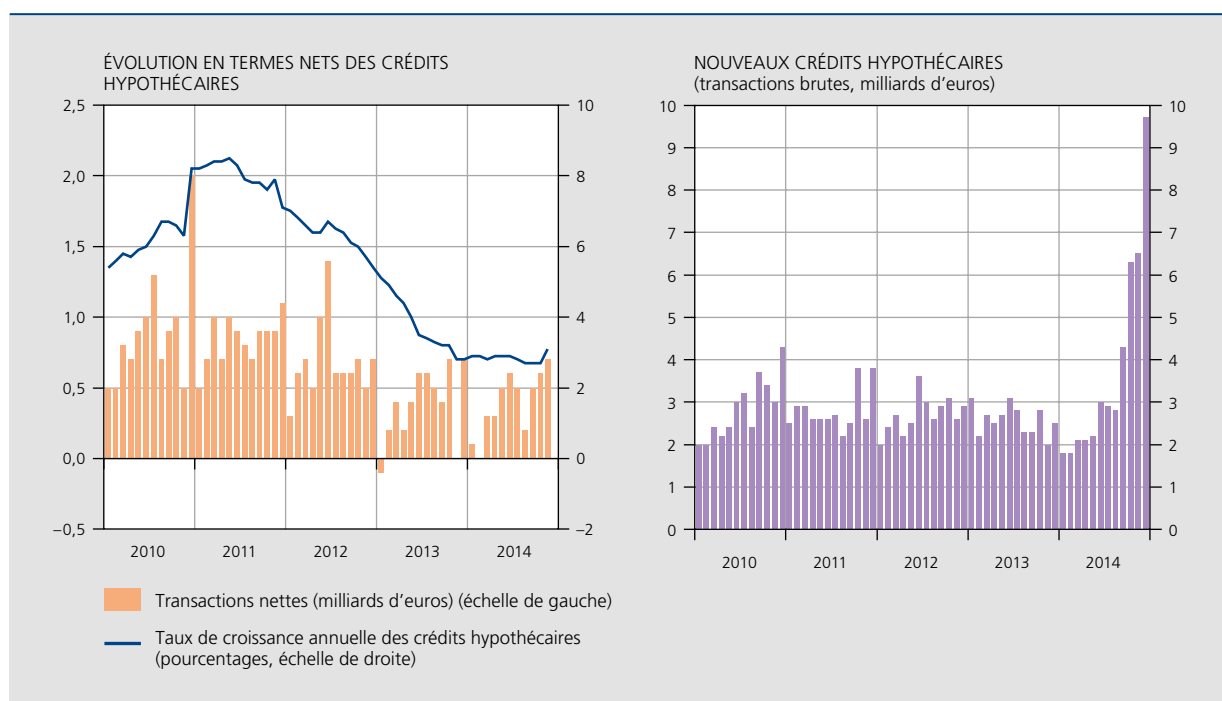
Les investissements dans les actions ont été un peu plus faibles qu'en 2013. Les ménages y ont placé en termes nets 0,9 milliard d'euros au cours des neuf premiers mois de 2014, contre 1,3 milliard de janvier à septembre 2013.

Autres instruments plus risqués, les produits d'assurance liés à la branche 23, principalement associés à l'assurance-vie individuelle, ont drainé 1,3 milliard d'euros, soit un tiers du montant total des nouvelles transactions portant sur des produits d'assurance. Au cours des trois premiers trimestres de 2013, ces dernières s'étaient chiffrées à 1,7 milliard d'euros.

En dépit de l'intense activité sur le plan des crédits hypothécaires induite par les refinancements, la croissance nette de ces crédits est demeurée modérée

Durant l'année sous revue, divers facteurs ont affecté la prise de nouveaux crédits par les ménages, et plus particulièrement la conclusion de nouveaux contrats hypothécaires. La dégradation du climat conjoncturel au printemps de 2014 a en effet eu des répercussions sur la formation de nouveaux engagements financiers par les particuliers. Par ailleurs, des évolutions spécifiques, et notamment la poursuite de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires et les changements apportés au traitement fiscal des emprunts immobiliers (bonus logement), ont entraîné une forte hausse de la demande (brute) de crédits. Celle-ci a surtout été palpable durant la seconde partie de l'année et s'est traduite, d'une part, par une augmentation substantielle du volume des refinancements, n'influençant pas la demande nette, et, d'autre part, par un accroissement des nouveaux crédits pour la construction, l'achat et/ou la transformation d'un logement. Le taux de croissance annuel des emprunts immobiliers est dès lors demeuré modéré (et relativement stable) en 2014, aux alentours de 2,8 %. En fin d'année toutefois, ce taux a grimpé à 3,1 %, principalement en raison des anticipations liées au changement législatif concernant le bonus logement.

GRAPHIQUE 48 CROISSANCE DES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES

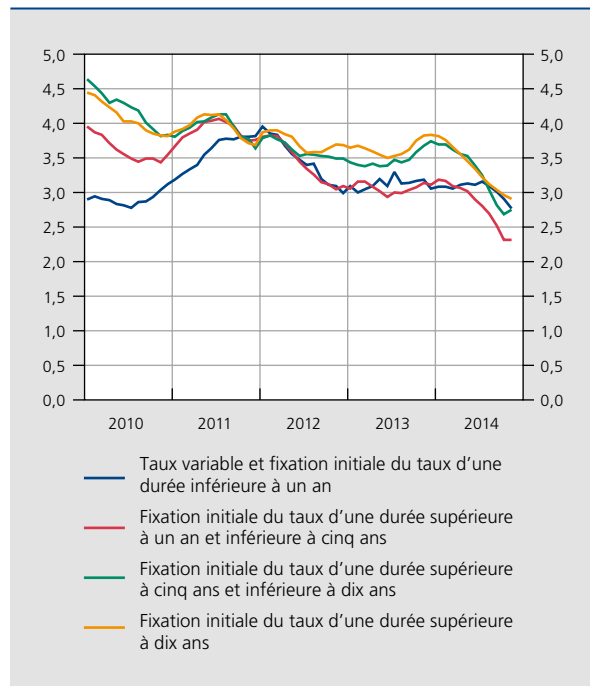


Au cours des neuf premiers mois de 2014, le volume net des nouveaux prêts contractés par les particuliers – tant les crédits hypothécaires que ceux à la consommation – a rebondi par rapport à la période correspondante de 2013, passant de 5,3 à 7,9 milliards d’euros. D’une part, l’ampleur des nouveaux crédits hypothécaires a légèrement baissé, revenant de 4,2 milliards d’euros en 2013 à 3,8 milliards durant les neuf premiers mois de l’année, ce qui témoigne du comportement attentiste des ménages durant cette période. Leur endettement hypothécaire total, compte tenu des reclassifications et autres ajustements, s’est dès lors porté à 185,5 milliards d’euros en septembre 2014, contre 181,8 milliards à la fin de 2013. D’autre part, l’augmentation totale des nouveaux engagements financiers est aussi en partie imputable aux nouveaux crédits non hypothécaires à long terme, dont le volume net a atteint 1,7 milliard d’euros au cours des neuf premiers mois de 2014, alors qu’il avait été faiblement négatif (-0,1 milliard) pendant la même période de l’année précédente. Sous l’effet de l’accroissement du volume des nouveaux engagements financiers, le taux d’endettement des ménages s’est de nouveau alourdi, s’établissant en septembre 2014 à 103,5 % de leur revenu disponible, contre 101,1 % à la fin de 2013.

La croissance des investissements en logements et, partant, la conclusion de nouveaux contrats hypothécaires, sont restées faibles en raison, notamment, des critères d’octroi de crédits bancaires toujours restrictives (hormis le taux d’intérêt) et de la plus grande difficulté qu’éprouvent certains ménages pour garantir financièrement leurs nouveaux emprunts à la suite de la progression relativement limitée de leur revenu disponible. Selon l’enquête sur la distribution du crédit (Bank lending survey – BLS), les banques ont en effet indiqué avoir encore resserré leurs critères d’octroi de crédits immobiliers au deuxième et au quatrième trimestres de l’année, compte tenu des risques liés à l’activité économique générale et à l’évolution du marché du logement. Dès lors, les critères d’octroi sont demeurés assez restrictifs en 2014, dans la mesure où les banques avaient mené, essentiellement en 2012, pendant la crise de la dette souveraine, un cycle de durcissement de leurs politiques de crédits hypothécaires, lesquelles n’ont pas été assouplies jusqu’à présent.

Toutefois, durant la deuxième partie de l’année, les ménages ont voulu profiter de la poursuite de la baisse des taux d’intérêt hypothécaires, qui, en termes nominaux, sont retombés à un plancher historique, notamment afin de refinancer leurs crédits hypothécaires. Suivant les évolutions des taux de référence, le coût des emprunts hypothécaires n’a en effet pas cessé de diminuer en cours d’année. Ainsi, entre décembre 2013 et novembre 2014,

**GRAPHIQUE 49 TAUX D’INTÉRÊT SUR LES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES**  
(pourcentages)



Source : BNB.

le coût d’un crédit dont la fixation initiale est supérieure à dix ans a perdu 93 points de base, pour revenir à 2,9 %.

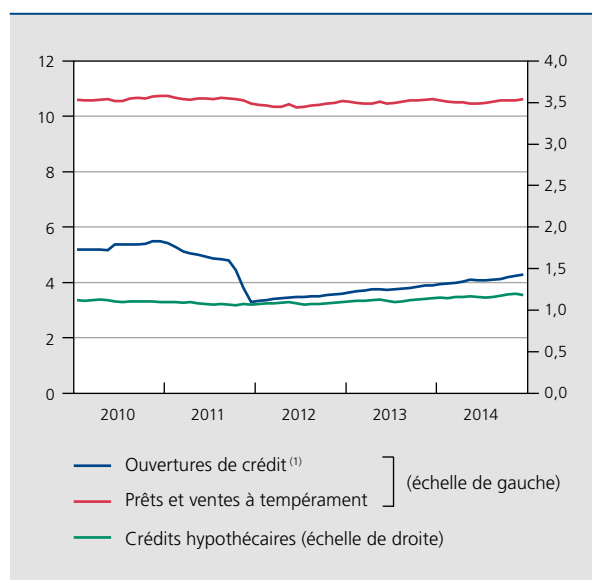
La Centrale des crédits aux particuliers (CCP) a enregistré une importante hausse des nouveaux crédits hypothécaires à partir du mois de septembre 2014 : 67 300 contrats ont été conclus en moyenne chaque mois entre septembre et décembre, contre une moyenne de 22 000 de janvier à août. Les montants impliqués sont également plus élevés, quoique de manière moins prononcée. Le nombre des crédits en cours n’a toutefois pas augmenté dans les mêmes proportions, ce qui donne à penser qu’il s’agit en partie de refinancements de crédits. Même sans tenir compte de cet effet, l’activité sur le marché du crédit hypothécaire est également devenue plus dynamique à compter de septembre. Cette situation pourrait être due en partie à un effet d’anticipation lié à la réforme de la fiscalité sur les crédits immobiliers du gouvernement flamand, lequel a décidé, pour les nouveaux contrats, de réduire le maximum déductible au titre du bonus logement de 2 280 à 1 520 euros (montants majorés de 760 euros durant les dix premières années) pour les candidats acquéreurs, et ce dès 2015. Par ailleurs, à partir de 2015 également, l’avantage fiscal a été ramené à 40 % en Flandre. Le nombre de permis de bâtir octroyés, un indicateur qui permet d’anticiper de trois mois environ le commencement des travaux,

a affiché un pic en mars et en avril 2014, exclusivement imputable aux chiffres de la Flandre.

Les risques liés à l'endettement des particuliers sont globalement limités, mais plus importants pour certains groupes

Selon les données de la CCP, on remarque depuis la mi-2012 une tendance haussière dans le nombre de défauts de paiement non régularisés sur les crédits hypothécaires. Celui-ci s'établissait à la fin de novembre 2014 à 1,2 % du nombre total de crédits en cours. Il s'agit du niveau le plus haut enregistré depuis 2007. S'il ne constitue pas un sujet d'inquiétude en raison de sa faible valeur au niveau global, ce ratio est néanmoins un indicateur à surveiller, surtout dans l'éventualité où la conjoncture économique continuerait de stagner. Comme le montre l'encadré 9, certains groupes cibles, tels les jeunes, les personnes disposant des revenus les plus faibles et les ménages très endettés, sont plus vulnérables sur ce plan. Par ailleurs, alors qu'il atteignait 36 400 euros à la fin de décembre 2013, le montant moyen des arriérés et des montants exigibles sur les crédits hypothécaires a encore augmenté, se fixant à 38 400 euros à la fin de décembre 2014, ce qui correspond à un accroissement de 5,5 %.

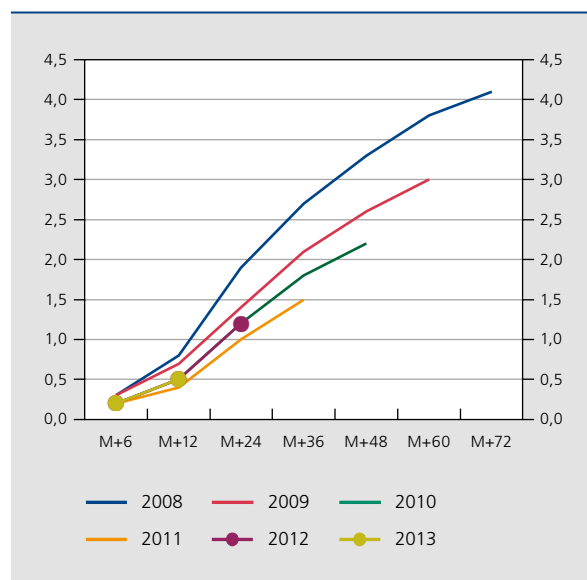
**GRAPHIQUE 50 DÉFAUTS DE PAIEMENT NON RÉGULARISÉS**  
(pourcentages du nombre de crédits en cours)



Source : BNB.

(1) Les ouvertures de crédit affichent une rupture de série à la fin de 2011. Cette rupture est la conséquence d'un élargissement du champ d'application de la CCP. Depuis la fin de 2011, les découverts autorisés sur les comptes à vue doivent en effet être enregistrés auprès de la Centrale, alors que ce n'était pas le cas auparavant si le montant de la ligne de crédit était inférieur à 1 250 euros et remboursable dans un délai de trois mois.

**GRAPHIQUE 51 DÉFAUTS DE PAIEMENT SUR LES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES<sup>(1)</sup> PAR ANNÉE D'OCTROI<sup>(2)</sup>**  
(pourcentages du nombre de crédits)



Source : BNB.

- (1) Un défaut de paiement est enregistré lorsqu'une somme due n'a pas été payée ou l'a été incomplètement trois mois après la date de son échéance, ou lorsqu'une somme due n'a pas été payée ou l'a été incomplètement un mois après une mise en demeure par lettre recommandée.
- (2) Les crédits sont regroupés selon leur année d'octroi. Les courbes montrent, pour chaque année, le nombre de crédits en défaut, en pourcentage du nombre total original de crédits, après un certain nombre de mois suivant l'octroi des crédits. Les régularisations de crédit ne sont pas prises en compte.

S'agissant des ouvertures de crédit, qui recensent depuis 2011 les comptes à vue désormais couplés à l'autorisation de découverts, les défauts de paiement ont continué de s'accroître en 2014. Les défaillances observées sur ce type de crédits ont concerné 4,3 % du total des contrats en novembre, soit une progression de 0,4 point de pourcentage par rapport à la fin de 2013. Les montants impliqués sont plus modestes que ceux se rapportant aux crédits hypothécaires; ils s'élevaient en moyenne à 1 700 euros par crédit défaillant. En revanche, les taux de défaut enregistrés sur le plan des ventes et des prêts à tempérament sont demeurés globalement stables au cours de l'année sous revue. Ils représentaient 10,7 % de l'ensemble des crédits en cours à la fin de 2014. Les montants impliqués par les arriérés de paiement étaient de l'ordre de 1 200 euros pour les ventes à tempérament et de 7 800 euros pour les prêts.

Suivre l'évolution dans le temps de l'intensité des défaillances pour les millésimes successifs de différents types de crédits permet le cas échéant de mettre au jour des changements dans les conditions de crédit des banques, ou encore une accélération éventuelle des incidents de paiement dus à la crise financière. À l'exception des ventes à tempérament, qui sont un cas particulier car le nombre de contrats a fortement décliné ces dernières



années, on ne constate pas d'augmentation sensible du pourcentage de défauts de paiement au fil du temps depuis le début de la crise économique et financière. S'agissant plus spécifiquement des crédits hypothécaires, les courbes relatives aux cohortes successives ont

systématiquement baissé entre 2008 et 2011, indiquant une tendance à l'amélioration et au recul des défauts de paiement entre ces deux années. Par rapport à ce point bas, elles ont légèrement remonté en 2012 et en 2013, tout en se maintenant à un niveau faible.

## Encadré 9 – La soutenabilité de l'endettement des ménages : incidence de chocs de revenu sur la capacité de remboursement des ménages belges

Selon les données des comptes financiers, l'endettement global des ménages belges demeure relativement favorable. Ces statistiques agrégées donnent cependant un aperçu de l'endettement total de l'ensemble des ménages, endettés ou non, et ne permettent par conséquent pas d'analyser la capacité d'emprunt des groupes spécifiques ou des ménages individuels. C'est pourquoi il est utile d'évaluer l'impact de chocs macroéconomiques sur la soutenabilité de l'endettement des ménages individuels en s'appuyant sur des données microéconomiques. Le présent encadré examine, sur la base de données tirées de l'enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (Household Finance and Consumption Survey – HFCS) relatives à l'année 2010, l'incidence d'un choc de revenu négatif, au travers d'une hausse du chômage, sur la soutenabilité de l'endettement et, plus spécifiquement, sur la capacité de remboursement des ménages.

Il ressort des données de la HFCS que moins de la moitié des ménages ont des dettes, hypothécaires ou non. La participation au marché du crédit atteint 44,8 % en Belgique, contre 43,7 % dans la zone euro. L'endettement des ménages belges peut être analysé plus en détail en répartissant les ménages par tranche d'âge et par quintile de revenu<sup>(1)</sup>. En Belgique, comme dans la zone euro, le profil d'âge de la participation au marché du crédit est en forme de cloche. La participation augmente dans un premier temps avec l'âge, passant de 55,1 % pour les ménages les plus jeunes (à savoir ceux dont la personne de référence est âgée de moins de 35 ans) à un sommet de 68,7 % pour les 35-44 ans, avant de refluer. La participation au marché du crédit s'accroît avec le revenu, passant de 24,8 % pour le quintile de revenu le plus bas à 63 % pour le quintile de revenu le plus élevé. Les ménages qui disposent d'un plus gros revenu sont plus à même de contracter et de rembourser des emprunts. L'encours des crédits présente généralement des profils d'âge et de revenu similaires à ceux du taux de participation.

Toutefois, le niveau de l'encours des dettes des ménages ne livre pas, en tant que tel, d'informations quant à la capacité de remboursement des ménages individuels. Un indicateur fréquemment utilisé dans ce contexte consiste à rapporter la dette au revenu. Ainsi, le *debt service-to-income ratio* mesure la part du revenu qui doit servir à apurer la dette et à payer les intérêts. La littérature scientifique suppose souvent que les ménages consacrant plus de 30 % de leur revenu au service de leur dette courent un risque (de liquidité) potentiellement plus grave. Selon les données de la HFCS, la proportion de ménages présentant un *debt service-to-income ratio* supérieur à 0,3 s'établit à 12,9 % des ménages endettés en Belgique, contre 14,1 % dans la zone euro.

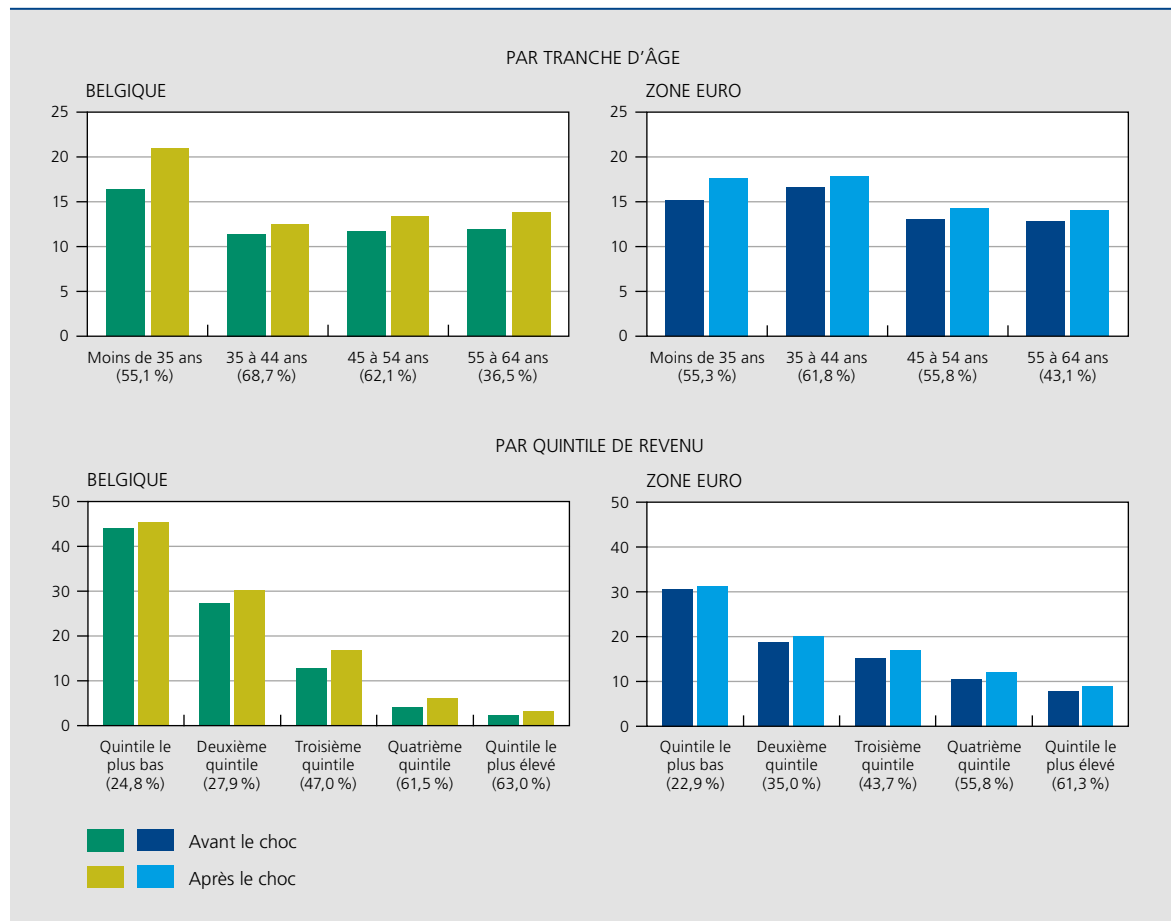
La probabilité d'avoir un *debt service-to-income ratio* (trop) élevé n'est pas identique pour tous les groupes de ménages. Les jeunes ménages endettés courent un risque potentiel légèrement plus grand. La part des ménages dont le ratio d'endettement pose problème diminue également avec le revenu. En ce qui concerne les difficultés potentielles de remboursement de la dette, tant le profil d'âge que celui de revenu sont un peu plus marqués en Belgique que dans la zone euro. Bien que la proportion de ménages ayant un *debt service-to-income ratio* problématique soit en Belgique en moyenne inférieure à celle de la zone euro, cette part est, parmi les ménages les plus jeunes, plus élevée en Belgique (16,3 %) que dans la zone euro (15,2 %). Dans le quintile de revenu le

(1) Cf. Du Caju Ph. (2013), « Structure et répartition du patrimoine des ménages : une analyse menée sur la base de la HFCS », BNB, *Revue économique*, septembre, 43-66.



## SENSIBILITÉ DU DEBT SERVICE-TO-INCOME RATIO À UN ACCROISSEMENT DU CHÔMAGE <sup>(1) (2)</sup>

(proportion des ménages ayant un debt service-to-income ratio supérieur à 0,3, pourcentages des ménages endettés)



Sources : BCE, BNB (HFCS).

(1) Dans le choc de revenu simulé, les travailleurs ont une probabilité de 5 % de perdre leur emploi et leur revenu du travail (10 % pour les travailleurs de moins de 35 ans et pour les travailleurs de 55 ans ou plus), retombant ainsi sur une indemnité de chômage.

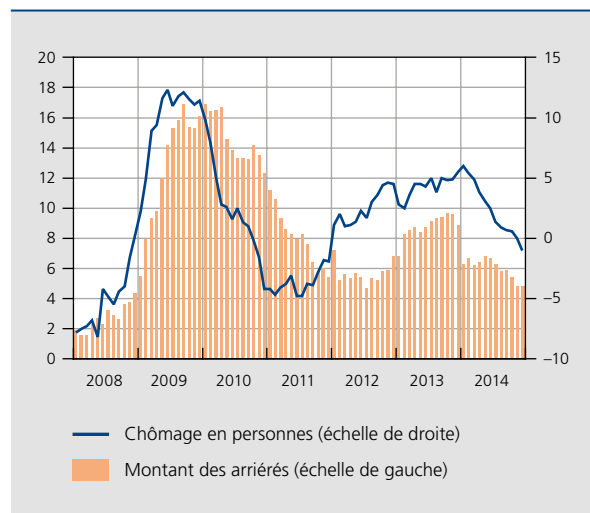
(2) Entre parenthèses, pourcentages des ménages endettés dans le total des ménages du groupe correspondant.

plus bas, 44,2 % des ménages belges endettés présentent un debt service-to-income ratio de plus de 0,3, contre 30,6 % dans la zone euro. La part des ménages endettés ayant un ratio d'endettement problématique est, pour ce qui est des quintiles de revenu les plus bas, plus large en Belgique que dans la zone euro. Les profils d'âge et de revenu plus prononcés, induisant un risque relativement plus grand en Belgique que dans la zone euro pour les ménages les plus jeunes et pour ceux issus des quintiles de revenu les plus bas, s'expliquent par les différents profils en matière de patrimoine immobilier et de crédit hypothécaire y afférents. En Belgique, contrairement à ce qui est observé dans la zone euro, les ménages endettés les plus jeunes sont typiquement ceux dont les encours sont les plus importants. Cela reflète en partie une accession à la propriété plus rapide et plus généralisée : 46 % des ménages dont la personne de référence n'a pas encore atteint l'âge de 35 ans y possèdent leur propre logement, contre 31,9 % seulement dans la zone euro.

Les données de la HFCS permettent de simuler l'incidence d'un choc de revenu sur la soutenabilité de la dette et sur la capacité des ménages de continuer d'en assurer le service. Plus précisément, on analyse les conséquences d'une augmentation du chômage, selon laquelle le risque de perdre son emploi est de 10 % pour les travailleurs

## CHÔMAGE ET DÉFAUTS DE PAIEMENT DES MÉNAGES

(pourcentages de variation à un an d'écart)



Source : ONEM, BNB (CCP).

de moins de 35 ans et pour ceux de 55 ans ou plus, tandis qu'il est de 5 % pour ceux d'âge moyen<sup>(1)</sup>. En effet, le chômage des jeunes est relativement plus sensible à la conjoncture et les travailleurs plus âgés sont souvent plus nombreux à être licenciés en cas de restructurations d'entreprises. Toutes choses étant égales par ailleurs, le choc équivaut à une hausse du taux de chômage de l'ordre de 4 points de pourcentage. La simulation est statique et ne tient pas compte d'adaptations éventuelles du comportement, de modifications de la population active ou d'effets de retour.

La perte des revenus du travail et le remplacement de ceux-ci par une indemnité de chômage peuvent avoir pour conséquence de rendre problématique la situation d'endettement d'un ménage. Le risque qu'un tel cas se présente dépend de la situation financière de départ (avant le choc), de l'ampleur de l'encours de la dette et des autres sources de revenu. Le choc de chômage simulé fait passer la part des ménages endettés ayant un debt service-to-income ratio supérieur à 0,3, de 12,9 à 14,9 % en Belgique et de 14,1 à 15,5 % dans la zone euro. L'impact plus vigoureux du choc en Belgique, en termes relatifs, concerne surtout les ménages les plus jeunes. La part des ménages endettés appartenant à la tranche d'âge des moins de 35 ans, qui affichent un debt service-to-income ratio supérieur à 0,3, grimpe de 16,3 à 20,9 % en Belgique et de 15,2 à 17,7 % dans la zone euro. L'incidence du choc de chômage sur la soutenabilité de la dette des ménages est répartie de manière relativement uniforme entre les groupes de revenu (quintiles). Toutefois, les ménages belges issus des groupes de revenu les plus bas et moyens s'avèrent plus sensibles à une hausse du chômage que ceux de la zone euro. Dans le groupe médian, on trouve beaucoup de couples percevant deux salaires qui ont contracté un emprunt hypothécaire et dont l'encours de la dette est généralement plus élevé que dans la zone euro.

Dans l'ensemble, les résultats de ces simulations sont attestés par l'évolution des retards de paiement des ménages belges enregistrés par la CCP<sup>(2)</sup>. Au cours de la période 2008-2014, les variations dans les retards de paiement en Belgique ont largement suivi les mouvements du chômage. Les données de la CCP confirment en outre que

(1) Cf. Du Caju Ph., F. Rycx et I. Tojerow. *Unemployment risk and financial fragility: a microeconomic perspective*. NBB Working Paper, à paraître.

(2) Cf. Du Caju Ph., Th. Roelandt, Ch. Van Nieuwenhuyze et M.-D. Zachary (2014). « L'endettement des ménages : évolution et répartition », BNB, *Revue économique*, septembre, 65-85.

les jeunes sont davantage confrontés à des retards de paiement sur leurs crédits. On constate également pour ce groupe une corrélation plus marquée entre les problèmes de remboursement et le chômage. Ces défauts de paiement se concentrent plutôt sur les crédits non hypothécaires.

### 3.3 Sociétés non financières

Au cours des trois premiers trimestres de 2014, les opérations financières des sociétés non financières ont été largement influencées, d'une part, par le niveau historiquement bas des taux d'intérêt et, d'autre part, par un climat économique toujours fragile et hésitant. Les sociétés ont contracté moins de nouveaux engagements financiers, même si l'environnement de financement s'est considérablement amélioré. La nouvelle diminution du recours au financement externe a toutefois été moins importante

que pendant la période correspondante de 2013, et elle masque des tendances très divergentes. Ainsi, l'octroi de crédits bancaires aux grandes entreprises a continué de se réduire, notamment parce que le financement par l'intermédiaire des marchés de capitaux, c'est-à-dire par des obligations d'entreprise et des actions cotées, s'y est substitué. En revanche, celui aux PME s'est légèrement renforcé en 2014. Sur fond d'assouplissement des critères d'octroi de crédits, la nouvelle baisse du financement externe total reflète une demande d'investissement encore relativement faible, peut-être en raison de l'incertitude plus vive, de la

**TABLEAU 13** ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES  
(milliards d'euros)

	Encours		Variation par rapport à décembre 2013		
	À la fin de 2013	À la fin de septembre 2014	Total	Transactions	Autres flux <sup>(1)</sup>
Actifs financiers	1 265,9	1 268,2	2,3	-4,8	7,1
dont :					
Numéraire et dépôts	112,2	116,6	4,4	1,5	3,0
Titres de créance	20,2	11,6	-8,6	-8,4	-0,2
Actions cotées	89,9	90,5	0,5	0,5	0,0
Actions non cotées et autres participations	405,1	417,8	12,7	11,5	1,2
Crédits	363,4	371,0	7,6	5,2	2,4
Crédits commerciaux	146,2	135,2	-11,1	-11,3	0,3
Autres actifs <sup>(2)</sup>	128,7	125,5	-3,2	-3,7	0,4
Engagements financiers	1 612,6	1 637,2	24,5	-5,3	29,9
dont :					
Titres de créance	37,9	40,8	2,9	2,3	0,6
Actions cotées	199,1	229,0	29,9	3,3	26,7
Actions non cotées et autres participations	717,3	717,5	0,2	-5,4	5,6
Crédits	499,8	504,5	4,7	6,0	-1,3
Crédits bancaires	147,1	146,5	-0,5	-0,3	-0,2
Crédits non bancaires	352,7	358,0	5,2	6,3	-1,0
Crédits commerciaux	134,3	120,7	-13,6	-12,2	-1,3
Autres engagements <sup>(3)</sup>	24,3	24,7	0,4	0,7	-0,3
Patrimoine financier net	-346,8	-369,0	-22,2	0,5	-22,7

Source : BNB.

(1) Comprennent tant les « effets de valorisation » que les « autres changements de volume ».

(2) Principalement des ajustements statistiques.

(3) Essentiellement des autres comptes à payer, à l'exclusion des crédits commerciaux.

demande finale atone et de la dégradation des perspectives de croissance économique. Ces facteurs expliquent aussi en partie pourquoi les sociétés ont accru leur détention d'actifs liquides, dans l'attente d'investissements futurs.

### Les entreprises voient leurs engagements financiers nets s'accroître, essentiellement du fait de l'élévation des cours boursiers

Durant les neuf premiers mois de 2014, les engagements financiers des sociétés non financières ont, globalement, gonflé de 24,5 milliards d'euros. La progression de leurs actifs financiers ne s'est en revanche chiffrée qu'à 2,3 milliards, si bien que leurs engagements financiers nets ont crû de 22,2 milliards d'euros, pour s'établir à 369 milliards d'euros (soit 92,1 % du PIB) à la fin de septembre 2014. Comme l'année précédente, les transactions financières ont affiché un solde négatif durant les trois premiers trimestres de 2014, tant pour les engagements que pour les actifs. Cette situation a toutefois été largement compensée par les évolutions à la hausse des positions financières à la faveur de l'affermissement des cours boursiers et d'une série de reclassifications.

Les actifs et engagements financiers totaux des sociétés non financières reflètent essentiellement des positions bilanciées croisées. Ainsi, près d'un quart des engagements des sociétés non financières sont détenus par d'autres sociétés non financières résidentes, souvent sous la forme de positions intragroupes, et la moitié par l'étranger et par des sociétés holdings – qui font désormais partie du secteur financier (cf. section 3.1). De même, les actifs financiers totaux des sociétés non financières ont pour contrepartie, à concurrence de quelque 30 %, des sociétés non financières résidentes et, à hauteur de 60 %, l'étranger ou des sociétés holdings. Bien que toutes les transactions avec l'étranger ou les sociétés holdings ne puissent pas être considérées comme telles, ces chiffres représentent vraisemblablement une approximation raisonnable des transactions intragroupes. Les instruments utilisés dans ces positions croisées sont surtout des actions non cotées et des autres participations, ainsi que des crédits non bancaires.

La hausse de l'ensemble des engagements financiers a été un peu moins vive que durant la période correspondante de l'année précédente ; elle a principalement pris la forme d'actions cotées ainsi que de crédits non bancaires et de titres de créance. Dans le cas des actions cotées, l'augmentation de 29,9 milliards d'euros a surtout résulté de la remontée des cours boursiers et, seulement dans une mesure limitée, de l'émission nette de nouvelles actions. À la fin de septembre 2014, la valeur de l'encours des titres de créance dépassait de près de 3 milliards d'euros le

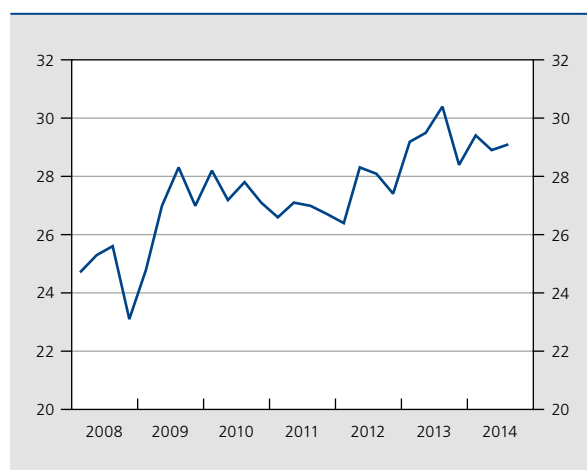
niveau qu'elle affichait à la fin de 2013, ce qui s'explique principalement par une émission nette positive. L'encours des crédits a également bondi, de 4,7 milliards d'euros, mais il s'agissait exclusivement de crédits octroyés par d'autres secteurs que les IFM. Globalement, pour leur financement externe, les entreprises ont donc recouru aux marchés financiers au détriment du financement bancaire. Enfin, les entreprises ont aussi encore réduit leur utilisation de crédits commerciaux.

À l'actif du bilan des sociétés non financières, on a observé une évolution positive des actions non cotées et autres participations, des crédits octroyés, ainsi que du numéraire et des dépôts. À l'inverse, les sociétés non financières ont accordé moins de crédits commerciaux et ont détenu moins de titres de créance.

### Le matelas financier des sociétés reste considérable

Compte tenu d'un nouvel accroissement de quelque 4,4 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, l'encours du numéraire et des dépôts détenus par les sociétés non financières s'est établi à 116,6 milliards d'euros à la fin de septembre 2014, soit 29,1 % du PIB. Comparées à la moyenne de 24 % du PIB observée depuis 1999, les réserves de liquidités demeurent donc considérables. Même si la rentabilité des sociétés non financières s'est améliorée à partir de 2013, le manque de potentialités intéressantes d'investissements réels et financiers ne les a pas encore incitées à démanteler leur matelas

**GRAPHIQUE 52** NUMÉRAIRE ET DÉPÔTS DÉTENUS PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES  
(encours, pourcentages du PIB)



Source : BNB.

financier. Ces réserves pourront donc être mobilisées, en complément du financement externe, pour réaliser leurs projets d'investissement lorsque la reprise économique aura gagné en intensité.

### Pour se financer, les sociétés ont davantage recouru à des instruments de marché à long terme

Dans le texte qui suit, les transactions de financement sont considérées sur une base consolidée, de sorte que le financement émanant d'autres sociétés non financières résidentes n'est pas pris en compte. L'image qui s'en dégage est toutefois encore faussée dans la mesure où, à défaut de disposer de suffisamment de données détaillées, le financement octroyé par des sociétés holdings et par des sociétés liées établies à l'étranger n'est pas corrigé.

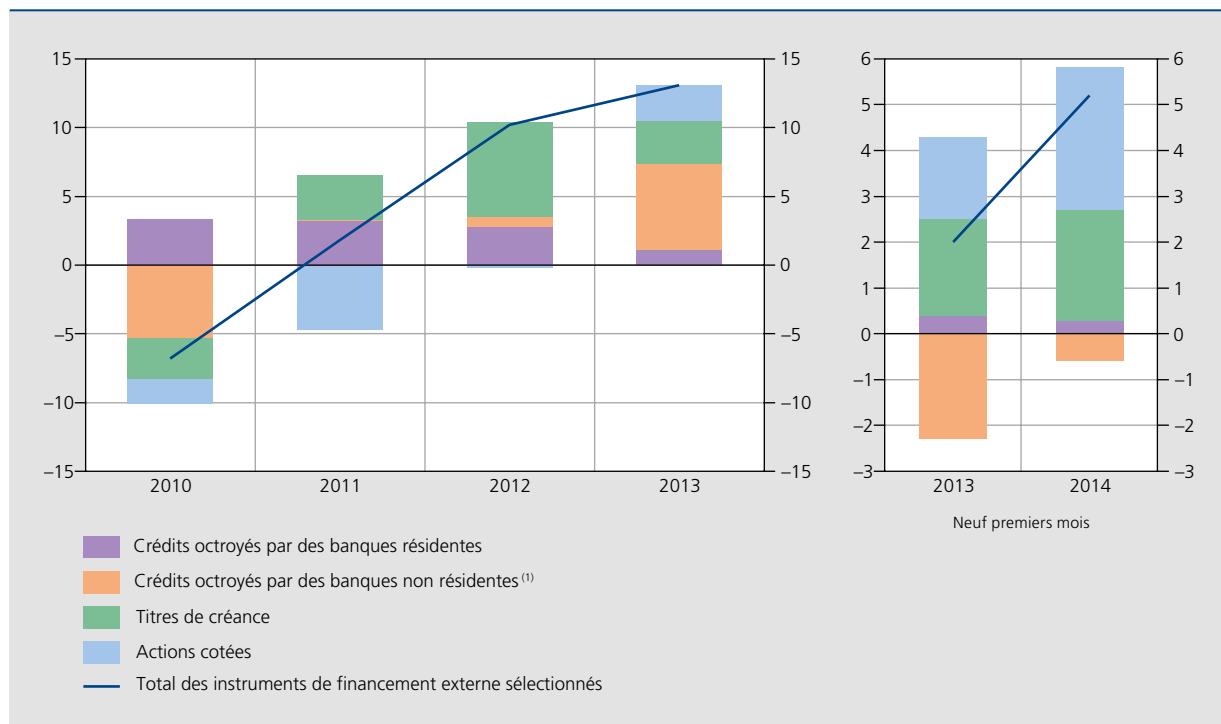
Selon les données consolidées, les entreprises ont réduit leurs engagements financiers totaux de 0,6 milliard d'euros pendant les trois premiers trimestres de l'année sous revue, alors qu'elles les avaient accrus de 5,1 milliards d'euros en termes nets durant la période correspondante de 2013.

Cette évolution reflète essentiellement le repli, en termes nets, des actions non cotées et autres participations, à hauteur de 7,1 milliards d'euros. Cependant, ceci est vraisemblablement lié, pour une large part, à des participations croisées au sein d'un même groupe, étant donné que les sociétés holdings et l'étranger représentent conjointement quelque 90% de ce recul. Les sociétés non financières ont, durant les neuf premiers mois de l'année sous revue, davantage recouru aux financements de marché, et plus particulièrement aux instruments de marché à long terme. Les sociétés ont non seulement accru leur émission d'actions cotées, le financement à long terme par excellence, mais elles ont aussi émis davantage de titres de créance, surtout à long terme.

Certes, les entreprises ont une nouvelle fois contracté moins de crédits bancaires pendant les trois premiers trimestres de 2014, mais l'intégralité du repli net de 0,3 milliard d'euros s'explique par l'évolution des crédits à court terme. Les banques résidentes ont accordé autant de nouveaux crédits à court terme qu'il ne leur en a été remboursé, mais l'octroi de crédits à court terme par les banques non résidentes a continué de baisser. Il en a été de même pour leurs crédits à long terme, même si ce recul

**GRAPHIQUE 53 SÉLECTION DES NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES**

(données consolidées, milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Alors qu'il était négatif pour les neuf premiers mois de 2013, le montant positif de l'octroi net de crédits par des banques non résidentes pour l'ensemble de l'année résulte d'une transaction exceptionnelle au quatrième trimestre.

a été compensé par le fait que les sociétés non financières ont contracté davantage de crédits à long terme auprès des banques résidentes. Par ailleurs, les sociétés non financières ont également émis de nouveaux titres de créance au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue. D'après les données consolidées, l'émission nette de ces titres a totalisé 2,4 milliards d'euros, contre 2,1 milliards pendant la période correspondante de 2013. L'émission nette de titres de créance à long terme s'est montée à 1,9 milliard d'euros, tandis que celle de titres de créance à court terme n'a atteint que 0,5 milliard d'euros. Pour les entreprises qui ont accès à cette forme de financement de marché, l'émission d'obligations est demeurée relativement intéressante comparativement au crédit bancaire, étant donné que ce dernier continue d'être assorti de charges d'intérêts plus lourdes (cf. ci-après). Bien que le coût lié aux actions cotées soit sensiblement plus élevé, les entreprises se sont aussi de plus en plus tournées vers cet instrument. En base consolidée, l'émission nette d'actions cotées a atteint 3,1 milliards d'euros, contre 1,8 milliard au cours de la période correspondante de l'année précédente.

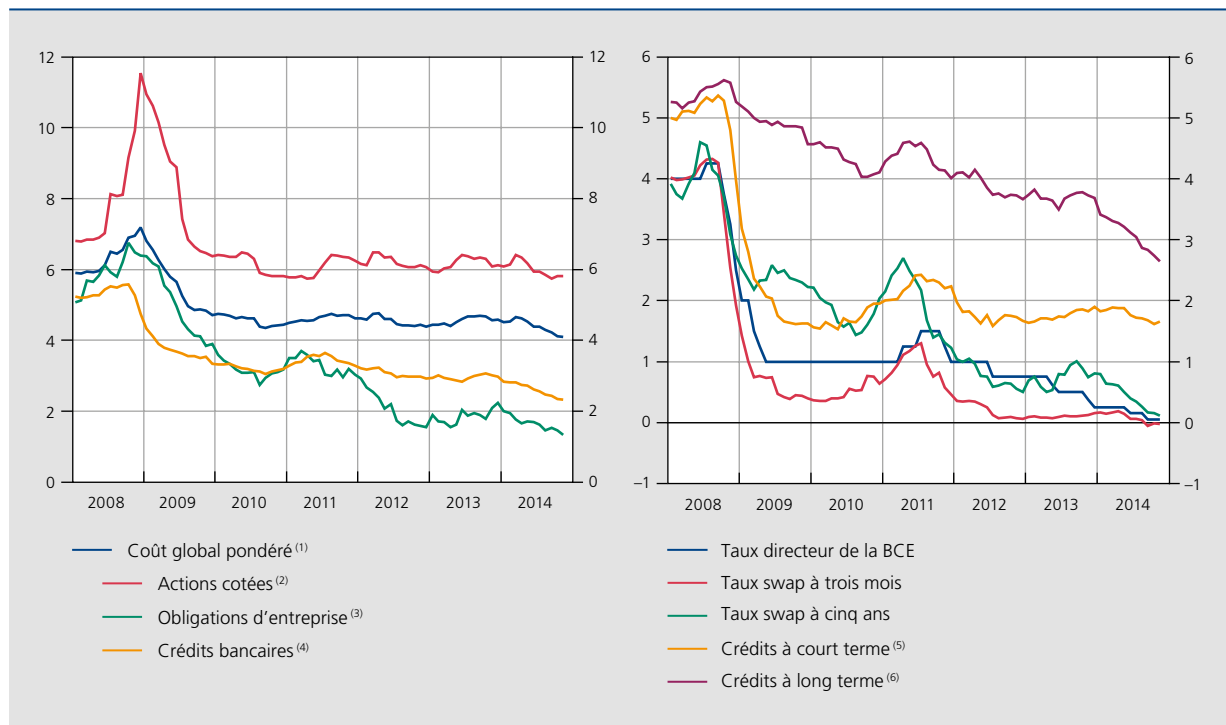
## L'environnement de financement des entreprises s'est sensiblement amélioré

Dans l'ensemble, l'environnement de financement des sociétés non financières s'est notablement embelli depuis la fin de 2013, ce qui s'est traduit en premier lieu par un allègement du coût de plusieurs sources de financement externe. De plus, une série de sondages menés auprès de banques ainsi que d'entrepreneurs font état d'une amélioration des conditions générales de financement – qu'elles soient ou non liées au prix –, et ce tant pour les grandes entreprises que, dans une moindre mesure, pour les PME.

Le coût de financement global des entreprises – mesuré en pondérant le coût nominal de chaque source de financement par sa part respective dans l'encours total de ces engagements financiers – a continué de se contracter pendant l'année sous revue, retombant à un niveau historiquement bas. S'agissant de l'ensemble des sociétés non financières, le coût de financement moyen était estimé à 4,1 % en novembre 2014, contre 4,6 % en décembre 2013. Cette

### GRAPHIQUE 54 COÛT DU FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(données mensuelles, pourcentages)



Sources : Barclays Capital, Thomson Reuters Datastream, BNB.

- (1) Obtenu en pondérant le coût du financement par émission d'actions cotées, par émission d'obligations et par crédit bancaire par leurs parts respectives dans l'encours total de ces engagements financiers.
- (2) Coût estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes (cf. encadré 19 du Rapport 2005).
- (3) Rendement d'un indice d'obligations libellées en euros émises par des sociétés non financières belges, d'une maturité de plus d'un an et assorties d'une notation supérieure à Baa; indice pondéré par les encours.
- (4) Taux moyen pondéré appliqué par les banques résidentes aux nouveaux crédits aux entreprises. La pondération est basée sur les encours respectifs des différents types de crédits.
- (5) Taux des nouveaux crédits bancaires d'une valeur supérieure à un million d'euros assortis d'un taux variable et d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an.
- (6) Taux des nouveaux crédits bancaires d'une valeur inférieure ou égale à un million d'euros assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à cinq ans.

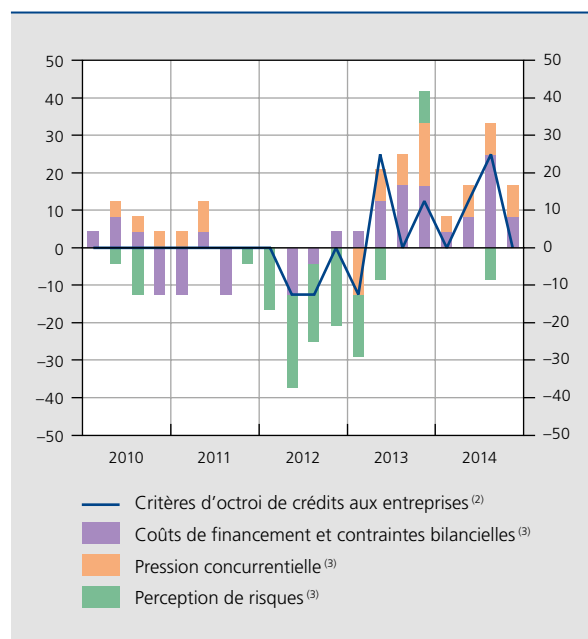
moyenne occulte néanmoins des écarts considérables entre les sources de financement considérées, dont les coûts s'échelonnaient entre 1,3 % pour les obligations d'entreprise et 5,8 % pour les actions cotées. Si la baisse des coûts de financement en 2014 est considérable pour toutes les formes de financement externe, les reculs les plus prononcés ont été enregistrés pour le crédit bancaire à long terme (-105 points de base) et pour les obligations d'entreprise (-90 points de base).

Cette diminution peut en partie s'expliquer par l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, qui a notamment procédé à de nouveaux abaissements de son taux directeur et a confirmé ses orientations prospectives, induisant immédiatement un repli additionnel des taux du marché monétaire (surtout ceux à long terme). Par rapport à la fin de 2013, le taux swap à trois mois (OIS) a cédé 18 points de base, pour ressortir à -0,02 % en novembre 2014, tandis que le taux swap à cinq ans s'est infléchi de 70 points de base, pour revenir à 0,1 %. Les taux d'intérêt effectifs appliqués aux nouveaux crédits bancaires aux entreprises ont également suivi cette tendance baissière. Le taux d'intérêt des crédits à court terme d'une valeur supérieure à un million d'euros est revenu de 1,9 % à la fin de 2013 à 1,7 % en novembre 2014, tandis que celui des crédits à long terme assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à cinq ans a abandonné 105 points de base, pour retomber à 2,6 %.

Au-delà du coût du financement externe, l'amélioration de l'environnement de financement des sociétés non financières s'est également reflétée dans les conditions non monétaires. Interrogés dans le cadre de différentes enquêtes qualitatives, tant les banques que les entrepreneurs ont déclaré que la disponibilité du financement externe, et du crédit bancaire plus spécifiquement, s'était renforcée dans le courant de 2014. D'après l'enquête BLS, les quatre grandes banques résidentes ont encore relâché leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises aux deuxième et troisième trimestres de 2014. Les banques ont été motivées dans cette démarche par la diminution de leurs coûts de financement et de leurs contraintes bilanciellées, ainsi que par l'intensification de la pression concurrentielle, bien que, au troisième trimestre, leur perception de risques plus élevés ait recommencé à peser sur les critères d'octroi. L'assouplissement s'est essentiellement traduit par une embellie des conditions monétaires – en particulier par un resserrement des marges sur les crédits aux entreprises présentant un profil de risque moyen –, même si les banques ont aussi fait montre de davantage de souplesse pour ce qui est de la durée, du volume et des clauses des contrats de crédit conclus. Cet allègement des conditions non monétaires a toutefois été moins généralisé pour les PME que pour les grandes entreprises.

#### GRAPHIQUE 55 ÉVOLUTION ET DÉTERMINANTS DES CRITÈRES D'OCTROI DE CRÉDITS SELON LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

(pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit<sup>(1)</sup>)



Source : BNB (enquête BLS).

(1) Les réponses sont pondérées en fonction de l'éloignement par rapport à la réponse « neutre » : la mention d'une évolution « sensible » des critères d'octroi se voit attribuer un poids deux fois plus élevé que la mention d'une évolution « légère ».

(2) Degré d'assouplissement (+) ou de durcissement (-) des critères d'octroi de crédits.

(3) Un pourcentage net positif (négatif) correspond à un facteur qui a contribué à un assouplissement (durcissement) des critères d'octroi de crédits. Moyenne des pourcentages nets pour les différentes sous-questions.

D'après une autre enquête menée par la Banque, il s'avère que les chefs d'entreprise ont également indiqué qu'ils portaient un jugement favorable sur les conditions générales d'accès à de nouveaux crédits bancaires au cours des deuxième et troisième trimestres de l'année sous revue, et ce pour la première fois depuis le deuxième trimestre de 2011. Ce sentiment positif a principalement tenu à une perception plus positive des taux débiteurs, tandis que l'évaluation des conditions non monétaires a continué de se détériorer, quoique dans une mesure toujours moindre. Ainsi, pour l'ensemble des entreprises, le pourcentage net global de l'appréciation du volume de crédit est passé de -26 % au premier trimestre de 2013 à -6 % au troisième trimestre de 2014, alors qu'il était déjà devenu positif pour les très grandes entreprises. Ces deux enquêtes montrent donc une amélioration sensible de l'environnement de financement au sens large en ce qui concerne les grandes entreprises, tandis que les PME ont surtout pu bénéficier d'un abaissement des taux d'intérêt, mais pas (encore) d'un relâchement des conditions non monétaires. Ce constat est également confirmé par une troisième

enquête qualitative, à savoir l'enquête SAFE (Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises in the euro area), dans le cadre de laquelle les PME belges interrogées ont également fait état d'un assouplissement de l'accès au crédit bancaire au cours de la période allant d'avril à octobre 2014, et ce pour la première fois depuis le démarrage de l'enquête en 2009. Ce sont principalement les PME présentant un bilan plus solide qui ont semblé rencontrer moins de difficultés pour attirer des financements externes, même dans le contexte de la faiblesse de la conjoncture économique globale. Une fois de plus, ce sont surtout les taux d'intérêt plus bas qui ont été invoqués, même si nettement moins de PME ont également mentionné que leur demande de crédit avait été refusée en tout ou en partie par la banque.

### La faiblesse de la croissance des crédits bancaires s'explique principalement par la demande

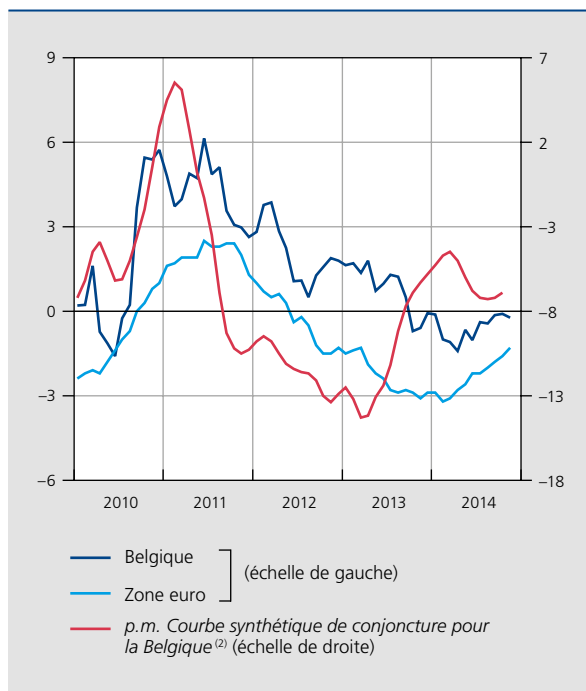
En dépit de cette embellie substantielle de l'environnement de financement, le rythme de progression de l'octroi de crédits bancaires aux sociétés non financières est demeuré très faible durant les trois premiers trimestres de 2014. Comme les crédits bancaires constituent quasiment l'unique source de financement par la dette des PME, et compte tenu de la place primordiale que celles-ci occupent dans l'économie belge, l'intérêt d'une distribution du crédit bancaire stable ne doit donc pas être sous-estimé.

Selon les statistiques mensuelles des banques résidentes – qui, provisoirement, sont toujours établies selon la définition du secteur des sociétés non financières du SEC 1995 –, la variation à un an d'écart des crédits qu'elles ont accordés aux entreprises en 2014 est demeurée négative. La récente tendance à la baisse observée depuis mai 2013 n'en semble pas moins s'être interrompue après que le pourcentage de variation est retombé à un étiage de  $-1,4\%$  en avril 2014. En novembre, la croissance à un an d'écart est ressortie à  $-0,2\%$ , soit un niveau comparable à celui de la fin de 2013. Malgré l'assouplissement des critères d'octroi de crédits, l'évolution des crédits accordés par les banques résidentes aux sociétés non financières est donc restée particulièrement faible, ce qui souligne le caractère particulièrement atone de la demande.

Deux facteurs de nature différente pourraient expliquer cette atonie: la réticence persistante des entreprises à mettre sur pied des projets d'investissement, d'une part, et le recours grandissant à des sources de financement non bancaires, comme les obligations d'entreprise ou les actions, d'autre part. Dans ce dernier cas, la faiblesse de

### GRAPHIQUE 56 CRÉDITS ACCORDÉS PAR LES BANQUES RÉSIDENTES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES RÉSIDENTES<sup>(1)</sup>

(données en fin de mois; pourcentages de variation annuelle, sauf mention contraire)



Sources: BCE, BNB.

(1) Y compris les crédits titrisés.

(2) Indicateur lissé, solde des réponses.

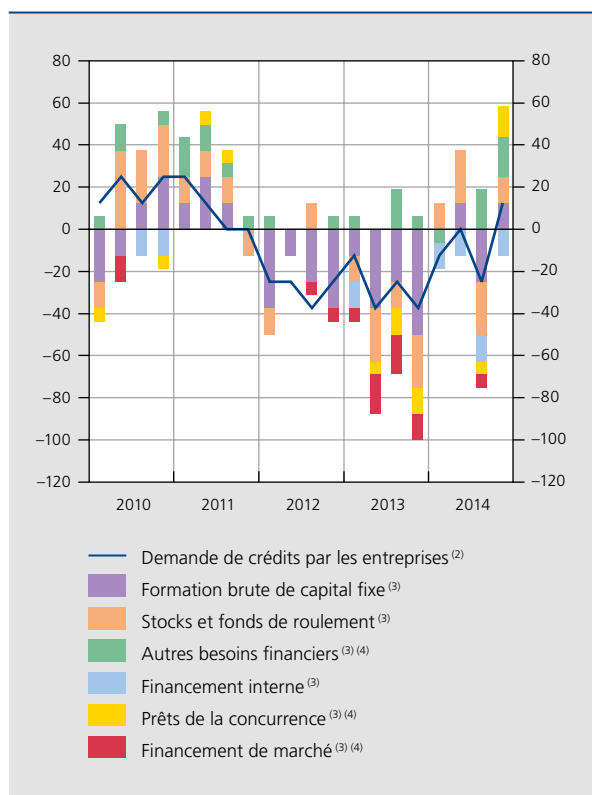
la progression du crédit bancaire ne doit pas être considérée comme un frein aux futurs investissements, mais plutôt comme une évolution positive qui devrait à la fois entraîner à terme une diversification accrue de la structure de financement et un renforcement de l'assise financière des sociétés non financières et donner plus de latitude aux banques pour prêter aux PME, généralement trop petites pour lever directement des fonds sur les marchés d'actions ou obligataires. Il importe dès lors de vérifier dans quelle mesure la piètre croissance du crédit bancaire résulte du comportement de substitution des (grandes) entreprises ou plutôt de l'absence de projets d'investissement appropriés.

Dans l'enquête BLS, les quatre grandes banques résidentes indiquent que la demande de crédits est en effet demeurée très ténue. Selon elles, elle n'a cessé de baisser depuis le début de 2012, pour ne remonter qu'au quatrième trimestre de l'année sous revue. Dans un premier temps, cette diminution n'a concerné que la demande de crédits des grandes entreprises mais, à partir de la fin de 2012, celle des PME s'est également inscrite en recul. Bien que la situation se soit améliorée pour les grandes



**GRAPHIQUE 57 ÉVOLUTION ET DÉTERMINANTS DE LA DEMANDE DE CRÉDITS SELON LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT**

(pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit<sup>(1)</sup>)



Source : BNB (enquête BLS).

- (1) Les réponses sont pondérées en fonction de l'éloignement par rapport à la réponse « neutre » : la mention d'une variation « sensible » de la demande de crédits se voit attribuer un poids deux fois plus élevé que la mention d'une variation « légère ».
- (2) Degré d'accroissement (+) ou d'affaiblissement (-) de la demande de crédits.
- (3) Un pourcentage net positif (négatif) correspond à un facteur qui a contribué à l'augmentation (la diminution) de la demande de crédits.
- (4) Moyenne des pourcentages nets pour les différentes sous-questions.

entreprises dans le courant de 2014, le pourcentage net observé pour les PME est redevenu négatif depuis le troisième trimestre. Selon les banques, la cause de la faiblesse de la demande de crédits des entreprises ces dernières années a résidé tant dans la réduction du besoin de financement en matière de formation brute de capital fixe et de gestion des stocks et du fonds de roulement que dans le recours accru au financement alternatif. Bien que ces deux facteurs aient évolué de façon similaire, dans le courant de 2014, les banques ont semblé accorder davantage d'importance au financement alternatif, et plus particulièrement aux ressources internes. Il n'est malheureusement pas possible de distinguer les grandes entreprises des PME dans ces données.

Une ventilation par taille des entreprises est toutefois possible pour l'évolution du crédit. D'après les chiffres de

la Centrale des crédits aux entreprises, qui sont toujours établis sur la base de la définition du SEC 1995 du secteur des sociétés non financières, le repli de l'expansion du crédit a été beaucoup plus prononcé dans les grandes entreprises que dans les PME. Dans le premier cas, la croissance annuelle est retombée de 13 % au cours de la période 2005-2008 à -4,4 % au cours de celle allant de 2009 au troisième trimestre de 2014. S'agissant des PME, le ralentissement a été moins marqué : les taux de progression moyens se sont élevés à respectivement 9,7 et 3 %. Globalement, ce constat met toutefois quelque peu en perspective les taux de croissance négatifs de l'octroi de crédits par les banques résidentes. En effet, ils sont principalement imputables aux grandes entreprises, qui ont remplacé en partie le recours aux crédits bancaires par l'émission d'obligations. Il n'empêche que les besoins de financement limités ont également joué un rôle important : tant l'octroi de crédits aux PME que le financement par endettement des (grandes) entreprises n'ont augmenté que modérément lorsqu'on les compare à une moyenne de long terme.

### 3.4 Institutions financières

#### La rentabilité des institutions financières est vulnérable

Au cours des neuf premiers mois de 2014, les secteurs belges des banques et des assurances ont dégagé des bénéfices s'élevant à respectivement 3,6 et 1 milliards d'euros, soit des montants similaires à ceux observés pour la période correspondante de 2013. Le rendement des fonds propres des institutions financières belges est ainsi resté nettement inférieur à celui d'avant la crise financière.

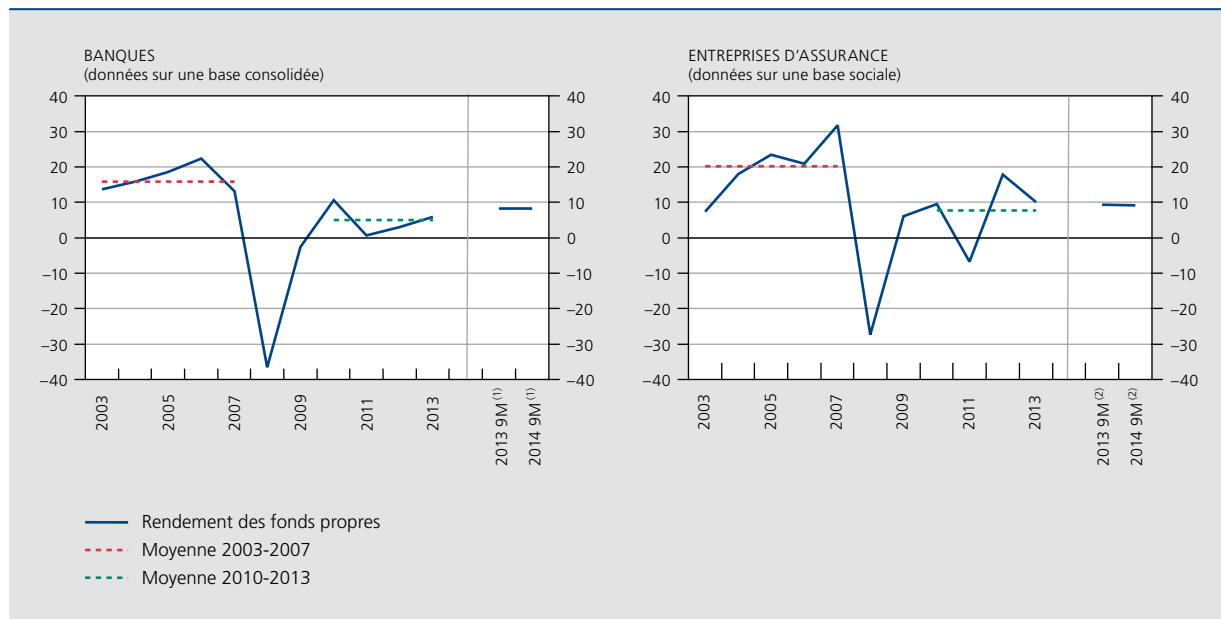
L'environnement économique prévalant en Belgique et dans le reste de la zone euro, qui conjugue un bas niveau de taux d'intérêt avec une faible progression de l'activité, pèse tant sur la rentabilité des banques que sur celle des sociétés d'assurance. Bien qu'elles aient pris des mesures afin d'en limiter l'impact, ces conditions défavorables sont susceptibles de perdurer, ce qui renforce la nécessité, pour les institutions financières, de poursuivre l'adaptation de leur modèle d'entreprise et de leur structure de coûts.

#### La faible croissance économique freine les activités des banques et entreprises d'assurance

Tant l'atonie des développements économiques récents que la morosité des perspectives ont suscité un relatif

## GRAPHIQUE 58 RENDEMENT DES FONDS PROPRES

(pourcentages)



désintérêt pour les produits-clés des activités bancaires et d'assurance. Du côté des banques, la faible demande de crédits a pesé sur le résultat d'intérêts. Certaines institutions ont certes pu compenser ce facteur en augmentant leurs activités de cession-rétrocession (crédits collatéralisés au travers de la mobilisation temporaire de titres), mais ces opérations génèrent des marges beaucoup plus faibles que les activités classiques d'intermédiation financière. Dans ce contexte, les banques belges n'ont guère eu à accroître leur financement auprès de l'Eurosystème en 2014. Leur recours relativement important à la deuxième opération de refinancement à plus long terme ciblée (Targeted Longer-Term Refinancing Operation – TLTRO), en décembre, s'explique principalement par le remplacement des fonds récoltés lors des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans arrivant à échéance au début de 2015. Ainsi, si leur recours cumulé aux deux TLTRO se montait à 6,3 milliards d'euros, le financement total octroyé par l'intermédiaire de la Banque, dans le cadre des opérations de politique monétaire, est revenu de 16 milliards d'euros à la fin de 2013 à 11,7 milliards d'euros à la fin de 2014.

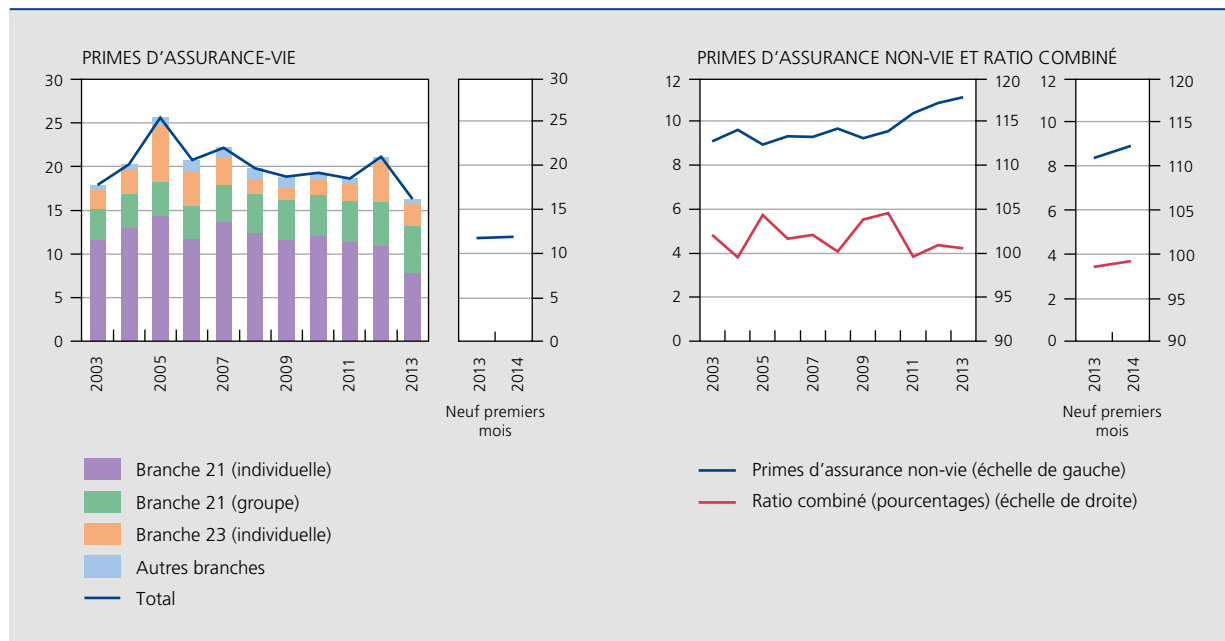
En ce qui concerne les entreprises d'assurance, l'environnement macroéconomique morne s'est surtout traduit par une demande de nouveau faible de produits d'assurance-vie, les ménages leur préférant des actifs plus liquides.

À cet égard, le recul significatif des primes collectées en 2013 s'explique en grande partie par le relèvement à 2 % de la taxe sur les primes versées pour les produits vie dès le début de cette année; par anticipation, il avait d'ailleurs donné lieu à une hausse temporaire des primes en 2012. De son côté, la stabilisation en 2014 du montant des primes encaissées au niveau anormalement bas de l'année précédente ne trouve plus d'explication accidentelle; elle reflète une tendance baissière plus structurelle en cours depuis 2008, et qui semble même s'être accélérée. Compte tenu de l'importance du modèle d'entreprise de la bancassurance en Belgique, ce contexte a également pu pousser les banques à chercher à canaliser l'épargne des ménages vers des instruments de placement plus rémunérateurs pour le groupe de bancassurance plutôt que vers des contrats d'assurance-vie.

Dans l'ensemble, le secteur non-vie est moins sensible à l'environnement macro-financier que le secteur vie. Sa rentabilité est globalement satisfaisante, et ces activités sont d'ailleurs privilégiées par certaines entreprises d'assurance. En 2014, l'augmentation des primes n'a cependant pas permis de compenser l'impact de la hausse de la sinistralité due aux tempêtes survenues au premier semestre. Alors qu'il était en progression depuis 2008, le résultat non-vie s'est dès lors quelque peu contracté durant l'année sous revue. Le ratio combiné, qui rapporte la somme des coûts

## GRAPHIQUE 59 ENTREPRISES D'ASSURANCE : ÉVOLUTION DES REVENUS DE PRIMES ET DU RATIO COMBINÉ <sup>(1)</sup>

(données sur une base sociale; milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Le ratio combiné rapporte la somme des coûts de sinistres et des frais opérationnels aux primes nettes perçues.

de sinistres et des frais opérationnels aux primes nettes perçues, s'est légèrement dégradé, passant de 98,6 % au cours des neuf premiers mois de 2013 à 99,3 % pour la même période de 2014.

L'impact négatif de l'environnement de taux bas sur la profitabilité des banques et entreprises d'assurance a été compensé par des mesures prises en 2014

De manière générale, le bas niveau des taux à court et à long termes a sans doute permis de limiter le ralentissement conjoncturel et ainsi, à l'instar de l'ensemble de l'économie, de soutenir l'activité du secteur financier. En tant que tel, il affecte toutefois aussi ce secteur de manière spécifique.

Une période prolongée de taux d'intérêt bas est défavorable au secteur des assurances et, en particulier, à l'assurance-vie, cette dernière se caractérisant par une durée moyenne des passifs plus longue que celle des actifs et par des taux garantis toujours historiquement hauts. À trois reprises dans le passé, le rendement annuel des actifs couvrant des contrats à rendement garanti a été inférieur au taux de rendement garanti. Ces décrochages ont eu lieu en 2002, 2008 et 2011,

reflétant respectivement les crises financières et la crise de la dette souveraine dans la zone euro. En 2013, le rendement effectif (4,44 %) des contrats de la branche 21 a permis de couvrir le taux d'intérêt garanti dans le passé. Toutefois, parallèlement aux conditions observées sur les marchés financiers, le rendement effectif des placements suit une tendance nettement baissière. En cas de persistance de la faiblesse actuelle des taux, de substantiels montants de titres de notation élevée (AAA ou AA) arrivant à échéance devront être réinvestis dans des placements moins rémunérateurs, de sorte que le rendement effectif des actifs pourrait ne plus suffire pour faire face aux taux garantis par les contrats conclus auparavant.

L'encours des contrats d'assurance-vie offrant des taux de rendement garantis et le niveau de ces taux sont donc des paramètres de risque particulièrement importants pour les compagnies d'assurances en période de repli des taux d'intérêt des placements sans risque.

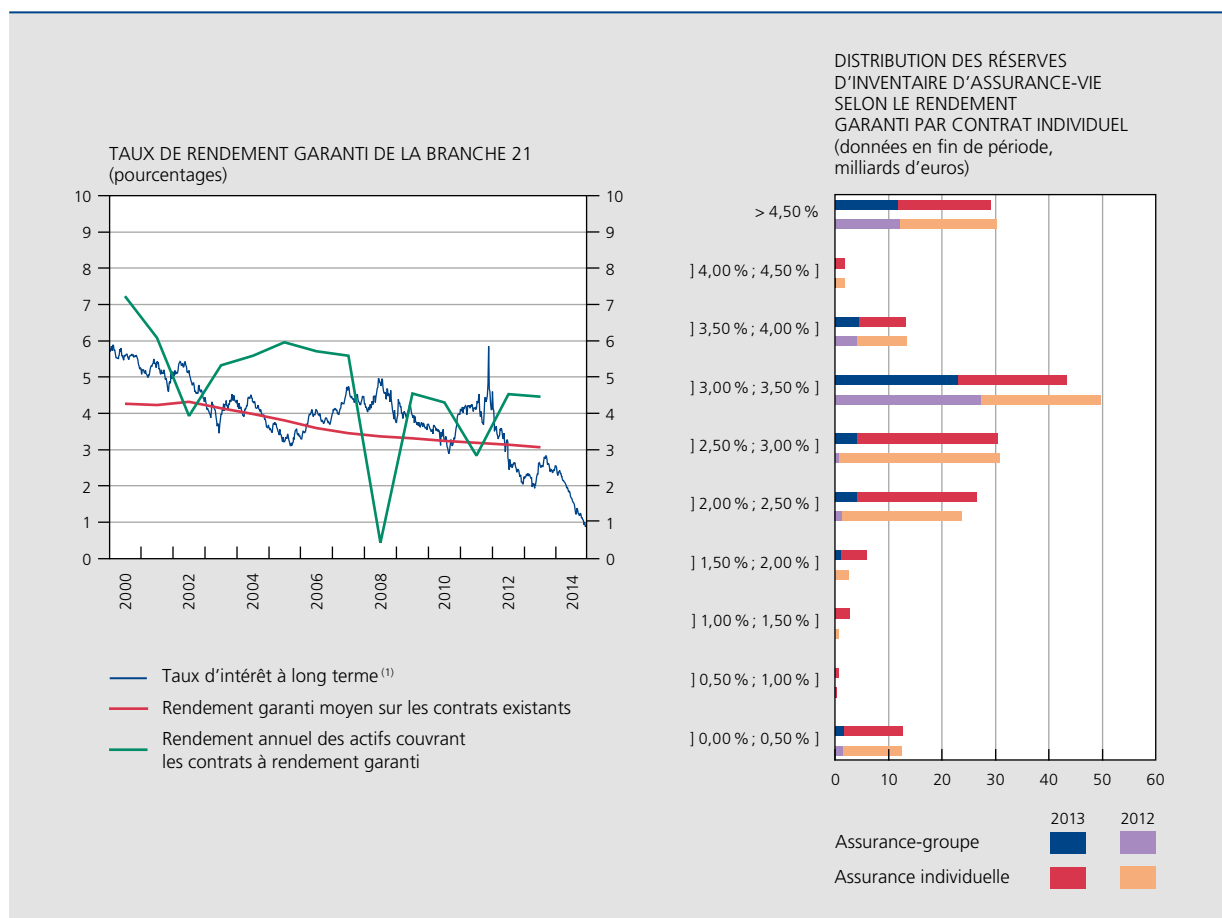
Le total des réserves d'inventaire relatives aux contrats à taux garanti n'a que très légèrement augmenté entre la fin de 2012 et la fin de 2013, passant de 165,6 à 166,3 milliards d'euros. Cette hausse est imputable à l'assurance-groupe, qui a rebondi de plus de 6 %, tandis que l'assurance individuelle a accusé un recul de près de

2 % (-2,1 milliards d'euros). Cette diminution concerne toutefois uniquement les contrats offrant un taux garanti supérieur à 2 %. En effet, les réserves d'inventaire des contrats dont le taux garanti est inférieur ou égal à 2 % affichent une progression de 33 %, au départ, il est vrai, d'un encours encore assez faible.

Les contrats conclus dans le passé et dont le rendement garanti sur les réserves constituées et/ou encore à constituer par les primes futures était supérieur à 4,5 % représentaient 29,2 milliards d'euros, soit 17,5 % des réserves d'inventaire, contre 30,2 milliards en 2012, dont 26,1 milliards d'euros relatifs à des contrats assortis d'un rendement garanti égal à 4,75 %, soit le plafond légal en vigueur pour ce type de contrats jusqu'en juin 1999. C'est précisément l'héritage de ces contrats assortis de taux garantis élevés et ne pouvant être financés de manière rentable au vu des faibles rendements actuels qui constitue actuellement le plus gros risque pesant sur le secteur belge des assurances.

La persistance de taux d'intérêt bas a amené les entreprises d'assurance à commercialiser des contrats plus conformes aux conditions de marché, ce qui a contribué à raboter le rendement garanti moyen des contrats de la branche 21 – qui est revenu de 3,12 % en 2012 à 3,04 % en 2013, dernière année pour laquelle ces données collectées annuellement sont disponibles – et à promouvoir les contrats de la branche 23, qui sont adossés à des fonds de placement et ne proposent pas de garantie de rendement. En outre, certains contrats de la branche 21 spécifient que la garantie est limitée dans le temps et que, à la fin de la période définie, la réserve constituée est considérée, d'un point de vue technique, comme une nouvelle prime à laquelle s'applique un taux d'intérêt garanti en ligne avec les conditions de marché en vigueur à ce moment-là. Des produits hybrides ont également été développés, qui réduisent le risque pour l'entreprise d'assurance. Ces contrats se composent d'une assurance-vie à taux garanti (branche 21) et d'une autre assurance-vie dont le résultat dépend des prestations d'un fonds de placement

**GRAPHIQUE 60 TAUX DE RENDEMENT GARANTI ET DISTRIBUTION DES RÉSERVES D'INVENTAIRE D'ASSURANCE-VIE**



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNB.

(1) Taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de l'État belge à dix ans (OLO), données hebdomadaires.

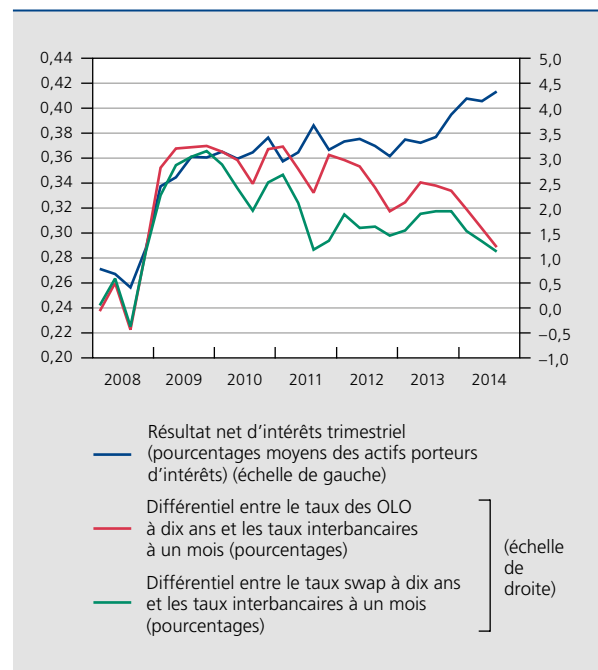
(branche 23). La possibilité de répercuter la moindre rémunération des placements sur les taux offerts aux assurés est toutefois restreinte par la rivalité importante entre les compagnies et par la concurrence d'autres produits d'épargne. En effet, maintenir des rendements trop faibles exposerait les compagnies à un risque accru de rachat de contrats.

Pour soutenir leur bénéfice net, les entreprises d'assurance ont également procédé à la réalisation de plus-values, à hauteur de 1,3 milliard d'euros au cours des neuf premiers mois de 2014. En période de taux d'intérêt bas, la réglementation prudentielle impose aux assureurs de comptabiliser une provision complémentaire annuelle. Ce complément de provision, pour lequel plus aucune dispense n'a été accordée en 2013 et dont le total cumulé a atteint 3,8 milliards au terme de cette même année, a eu pour effet de comprimer la profitabilité du secteur et s'est traduit par la hausse du montant de la marge de solvabilité à constituer.

La persistance de taux bas comprime également les marges d'intérêts globales dégagées par les banques belges, dans un contexte de concurrence accrue à la suite du recentrage des activités sur un marché belge largement arrivé à maturité. D'une part, l'avantage que les établissements de crédit peuvent tirer des ressources à

**GRAPHIQUE 61** RÉSULTAT NET D'INTÉRÊTS DES BANQUES BELGES ET DIFFÉRENTIELS DE TAUX

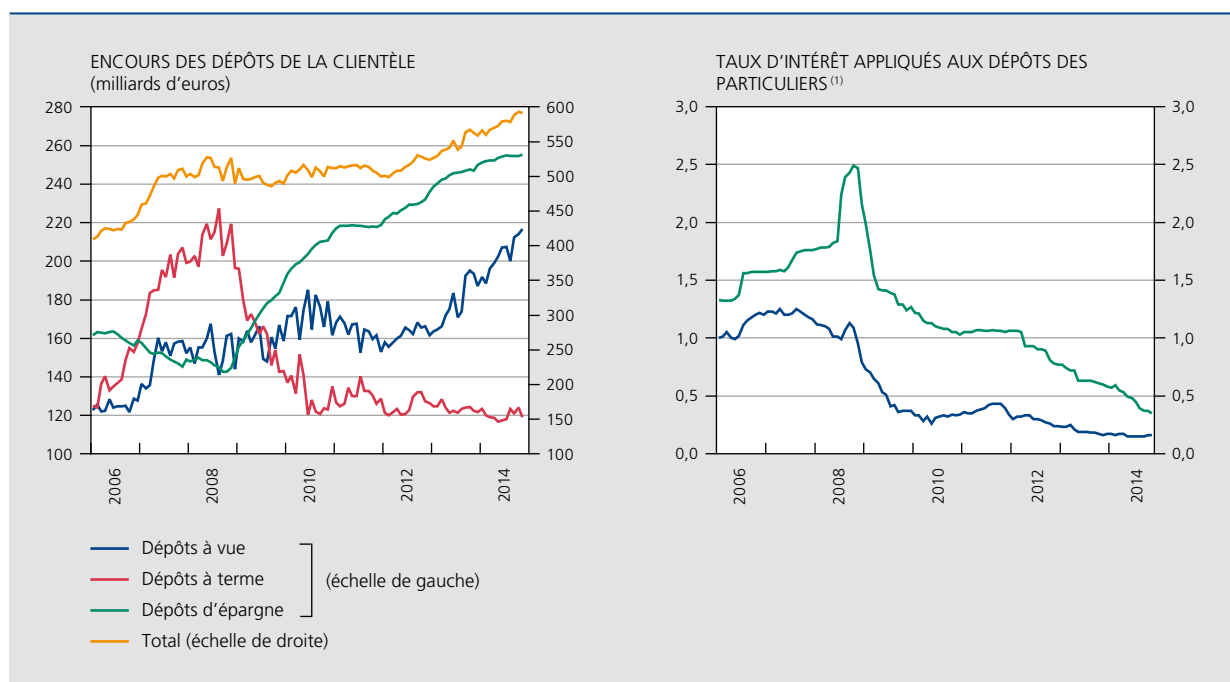
(données trimestrielles, sur une base consolidée)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNB.

**GRAPHIQUE 62** DÉPÔTS DES CLIENTS DES BANQUES BELGES : ENCOURS ET TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS

(données sur une base non consolidée)



Source : BNB.

(1) Les données relatives aux nouveaux dépôts sont issues de l'enquête mensuelle MIR.

très faible coût, tels les dépôts à vue, et dont la rétribution n'est qu'en partie liée à l'évolution des taux de marché, est écorné. D'autre part, à leur échéance, des titres ou des crédits à rendement élevé ont dû être remplacés par d'autres moins rémunérateurs. Les détenteurs de crédits hypothécaires sont également incités à refinancer leur crédit, à des taux inférieurs.

Les banques ont toutefois pu prendre des mesures pour contrebalancer, au moins temporairement, les effets négatifs sur leur rentabilité et anticiper la prolongation de ces derniers au cours des années à venir.

D'une part, les banques ont abaissé la rémunération offerte sur les dépôts, notamment d'épargne, allégeant de la sorte leur coût de financement, tandis qu'elles ont continué de bénéficier de conditions d'emprunt favorables sur le marché de gros.

D'autre part, les banques belges ont pu maintenir à des niveaux élevés leurs marges commerciales sur les nouveaux crédits, en dépit de l'intensification de la concurrence sur

ce marché. L'effet positif sur la marge globale a tendance à augmenter à mesure que s'accroît la part de la production récente, qui bénéficie de marges commerciales plus grandes, dans l'encours total de crédits.

Ainsi, en dépit de l'environnement défavorable, le revenu net d'intérêts des banques belges a progressé en 2014, tant en termes absolus qu'en pourcentage des actifs porteurs d'intérêts.

Ces effets sont toutefois, pour la plupart, de nature temporaire. De fait, le bilan des banques se caractérisant par des maturités plus courtes au passif qu'à l'actif, celles-ci tirent avantage des situations dans lesquelles les taux d'intérêt diminuent puisque le coût de leurs passifs s'adapte plus rapidement à ce nouvel environnement de taux que le rendement de leurs actifs. Néanmoins, si la structure des taux est restée favorable à l'activité d'intermédiation en 2014, fût-ce dans une moindre mesure que les années précédentes, il est peu plausible que le coût de financement puisse à nouveau être réduit, le taux d'intérêt offert sur les dépôts d'épargne étant retombé à un niveau

**TABLEAU 14** COMPTE DE RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base consolidée; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2010	2011	2012	2013	Neuf premiers mois		Pourcentages du produit bancaire
					2013	2014	
Résultat net d'intérêts	13,8	14,0	13,6	13,3	9,9	10,8	68,4
Résultat hors intérêts	5,6	4,8	4,5	7,0	5,9	5,0	31,6
Résultat net des commissions (y compris les commissions versées aux agents)	4,3	4,4	4,5	5,0	3,9	4,1	26,1
Profits et pertes (non) réalisés sur instruments financiers <sup>(1)</sup>	0,0	-0,8	0,0	0,8	1,1	0,3	
Autres revenus hors intérêts	1,3	1,2	0,0	1,3	0,9	0,6	
Produit bancaire	19,3	18,7	18,1	20,3	15,8	15,8	100,0
Dépenses opérationnelles	-12,5	-12,3	-13,0	-12,4	-9,4	-9,6	60,8 <sup>(2)</sup>
Résultat brut d'exploitation	6,9	6,4	5,0	8,0	6,4	6,2	
Réductions de valeur et provisions	-1,8	-5,0	-2,6	-3,0	-1,4	-1,0	
Provisions pour pertes sur créances	-1,8	-3,0	-2,0	-2,3	-1,2	-1,0	
Réductions de valeur sur autres actifs financiers	-0,1	-1,4	0,8	0,0	0,0	0,0	
Autres réductions de valeur et provisions	-0,2	-0,6	-1,5	-0,6	-0,2	0,0	
Autres composantes du compte de résultats	0,5	-1,0	-0,8	-1,8	-1,5	-1,6	
Profit ou perte net(te)	5,6	0,4	1,6	3,3	3,5	3,6	

Source : BNB.

(1) Cette rubrique contient les profits (pertes) net(te)s réalisé(e)s sur les actifs et passifs financiers non évalués à leur juste valeur par le biais du compte de résultats, les profits (pertes) net(te)s sur les actifs et passifs financiers détenus à des fins de transaction et évalués à leur juste valeur par le biais du compte de résultats et les profits (pertes) net(te)s lié(e)s à la comptabilité de couverture.

(2) Rapport coûts/revenus du secteur bancaire belge.

historiquement bas, alors que, à l'inverse, le rendement des actifs s'érodera progressivement. Ainsi, la poursuite de taux bas pendant une période prolongée comprimerait graduellement le revenu d'intérêts des banques belges, lequel constitue leur principale source de rentrées nettes. Dès lors, le rendement de leurs fonds propres, qui s'établissait, en moyenne, à 8,2% durant les neuf premiers mois de 2014, pourrait être mis sous pression à l'avenir.

D'autres éléments ont affecté, en bien ou en mal, la rentabilité des banques belges. D'un côté, les importants gains sur instruments financiers engrangés en 2013 grâce, notamment, à la vente de titres ne se sont pas reproduits en 2014. Par contre, se chiffrant à 1 milliard d'euros sur les neuf premiers mois de 2014, les provisions pour pertes sur créances sont demeurées inférieures à celles observées au cours de la même période de 2013. Dans une large mesure, cette diminution reflète la moindre détérioration de certains portefeuilles étrangers, tels les portefeuilles irlandais, même si, à l'inverse, des provisions non attendues ont dû être constituées sur les portefeuilles hongrois de crédits à la clientèle. Ces nouvelles provisions ont fait suite

aux mesures annoncées par le gouvernement de ce pays au cours du premier semestre de 2014, qui prévoyaient notamment le remboursement aux emprunteurs d'une partie des montants perçus et, à terme, la conversion en forints hongrois des prêts octroyés en devises étrangères.

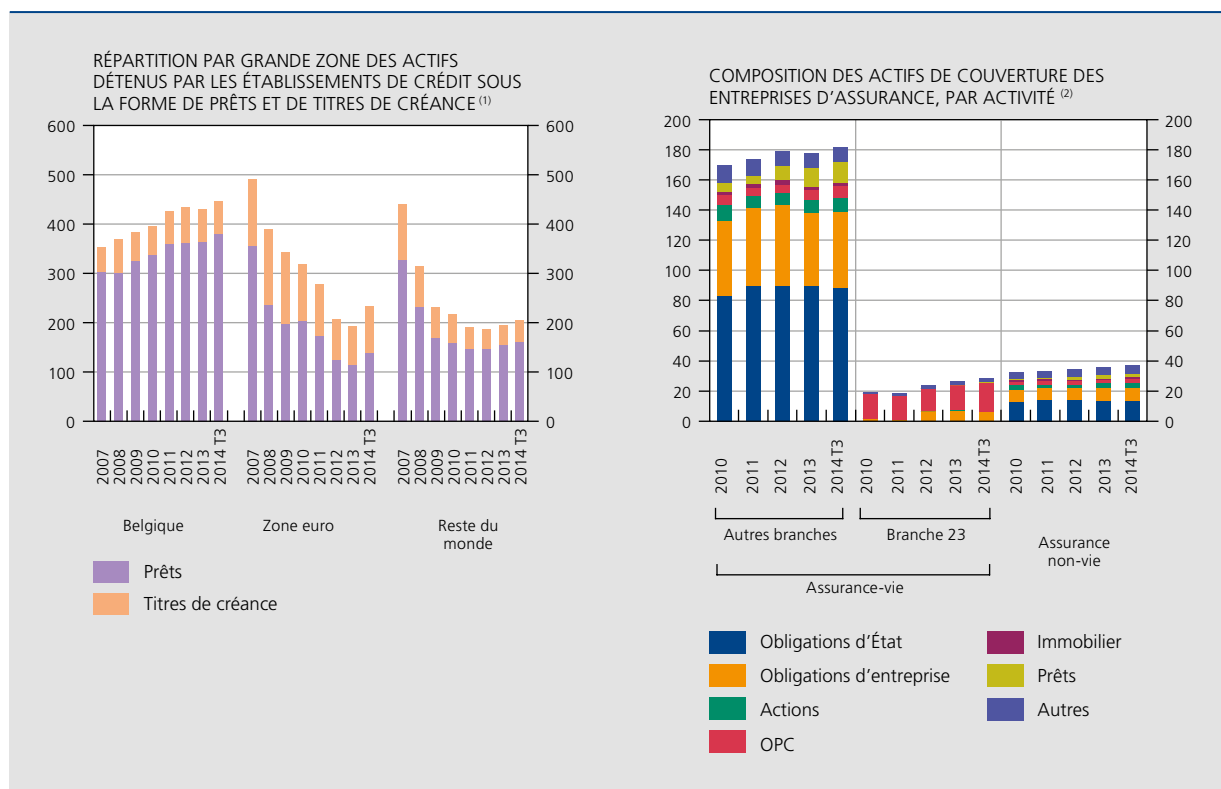
### Réorientation limitée de la politique d'investissement

L'environnement actuel et les pressions exercées sur la rentabilité des institutions financières peuvent inciter celles-ci à réorienter leur politique d'investissement vers des actifs au rendement plus élevé. À la fin de septembre 2014, un tel comportement n'avait pas été observé de manière flagrante en Belgique, ni parmi les banques, ni parmi les entreprises d'assurance.

En ce qui concerne les banques, un léger rééquilibrage du bilan vers des expositions étrangères a été observé au cours des neuf premiers mois de 2014, loin toutefois des niveaux en vigueur avant le début de la crise. Il s'est

**GRAPHIQUE 63** VENTILATION DES ACTIFS DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SOUS LA FORME DE PRÊTS ET DE TITRES DE CRÉANCE ET DES ACTIFS DE COUVERTURE DES ENTREPRISES D'ASSURANCE

(données en fin de période; milliards d'euros)



Source: BNB.

(1) Données provenant du reporting sur une base consolidée des établissements de crédit belges. Répartition selon le reporting prudentiel Finrep.

(2) Situation sur une base sociale.

notamment traduit par une augmentation de la détention d'emprunts des États italien et espagnol, au détriment des emprunts de l'État belge. Cette évolution atténuée la forte concentration du portefeuille d'obligations souveraines des banques belges constatée en particulier depuis la crise de la dette souveraine dans la zone euro, en 2011-2012.

L'encours du portefeuille d'emprunts d'État des entreprises d'assurance belges a quant à lui diminué de 2,2 % dans le courant de 2014. Ce mouvement s'explique, d'une part, par la réalisation d'obligations générant des plus-values et, d'autre part, par le fait que les compagnies d'assurances sont incitées à adapter leur stratégie de placement, en se tournant vers des actifs plus risqués, afin de maintenir leur rendement à des niveaux suffisants. En effet, le faible rendement des placements obligataires a conduit certaines compagnies d'assurances à commencer à réorienter, dans une mesure limitée, leurs actifs vers des investissements alternatifs de longue durée, tels les marchés des crédits aux entreprises ou hypothécaires, mais également vers les parts d'organismes de placement collectif (OPC). Si ces alternatives sont susceptibles d'offrir un meilleur rendement,

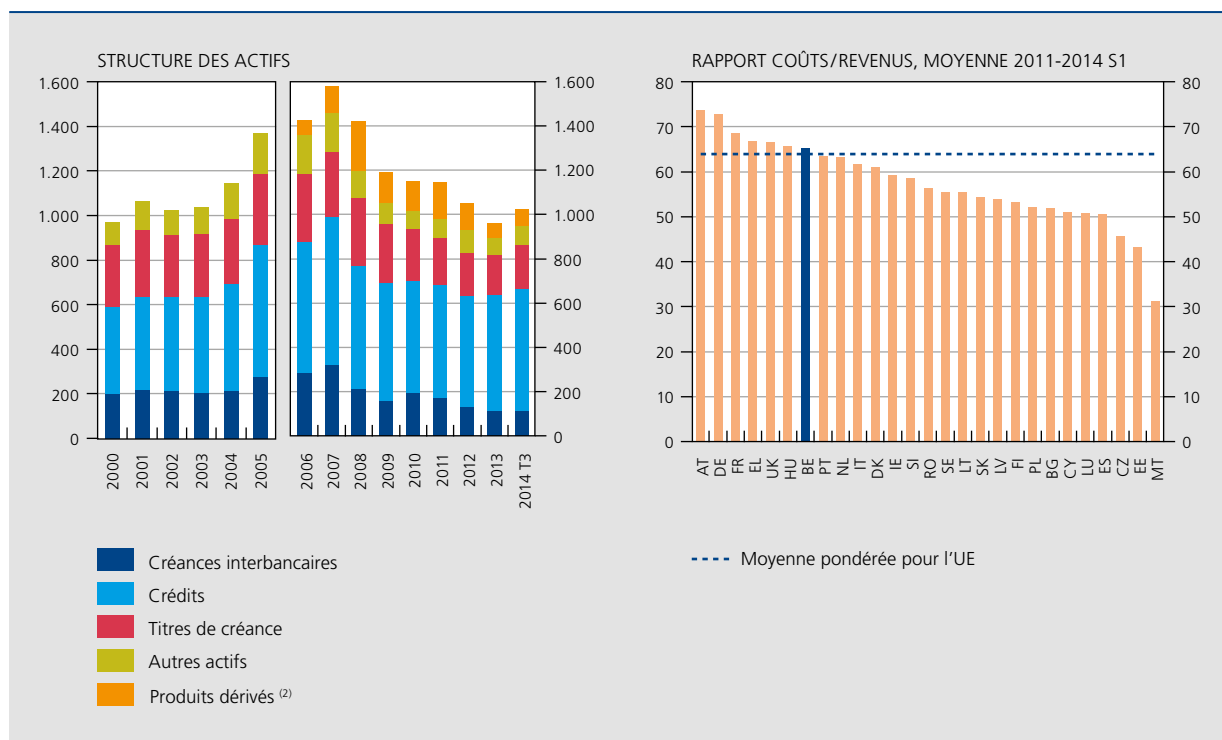
elles présentent néanmoins des risques accrus de crédit et de liquidité.

Ces changements dans les stratégies d'investissement des assureurs sont dès à présent en partie dictés par la future entrée en vigueur, en janvier 2016, du nouveau régime prudentiel de solvabilité. Les produits de la branche 23 seront ainsi assortis d'exigences de capital plus favorables dans le cadre du nouveau régime. Moins risqués pour l'assureur, ils enregistrent un essor important depuis 2012.

### Nécessité d'adapter la structure de coûts

Pour être en mesure de faire face non seulement à l'environnement actuel peu porteur, qui persistera encore pendant un long moment, mais aussi à l'effet sur la qualité des actifs d'une éventuelle dégradation de la situation économique ou d'une correction sur les marchés financiers, les institutions financières doivent renforcer durablement leur capacité de générer des bénéfices suffisants. Cela passe par la poursuite de la révision de leur modèle d'activité, par l'adaptation de leur structure de coûts et par des consolidations. Comme expliqué dans la partie

**GRAPHIQUE 64** BILAN<sup>(1)</sup> ET RAPPORT COÛTS/REVENUS DES BANQUES BELGES



Sources : BCE, BNB.

(1) Données établies selon les normes comptables belges jusqu'en 2005 (Belgian GAAP) et selon les normes IAS / IFRS à partir de 2006.

(2) Les produits dérivés sont évalués à leur valeur de marché, y compris, à partir de 2007, les produits à recevoir et les charges à payer (qui ne sont pas repris dans les données relatives à 2006).



« Réglementation et contrôle pruden­tiels » du Rapport (section B.2.1), cette révision a été l'un des points d'attention de la politique macropruden­tielle de la Banque.

En ce qui les concerne, les banques belges ont réduit de manière significative leur voilure au cours des années 2008 à 2013, principalement à l'étranger. Les coûts qu'elles supportent n'ont toutefois pas encore été revus dans les mêmes proportions. En particulier, même si les principaux établissements de crédit ont annoncé des mesures de rationalisation et ont commencé à les exécuter, ces dernières n'ont pas permis de contenir les dépenses opérationnelles : par rapport à la période correspondante de 2013, celles-ci ont augmenté de 2 % durant les neuf premiers mois de 2014. Cette progression s'explique en partie par les modifications apportées au périmètre de consolidation d'une grande banque, et est donc compensée dans une certaine mesure par l'effet positif de cette consolidation sur le produit bancaire. Le ratio coûts/revenus du secteur bancaire belge s'est élevé à 61 % pour les neuf premiers mois de 2014, soit un niveau inférieur à ceux observés en 2011 et en 2012. Le ratio moyen enregistré entre 2011 et le premier semestre de 2014 en Belgique figure toutefois parmi les plus élevés d'Europe,

même si d'autres secteurs bancaires sont confrontés à un défi similaire, y compris dans de grands pays.

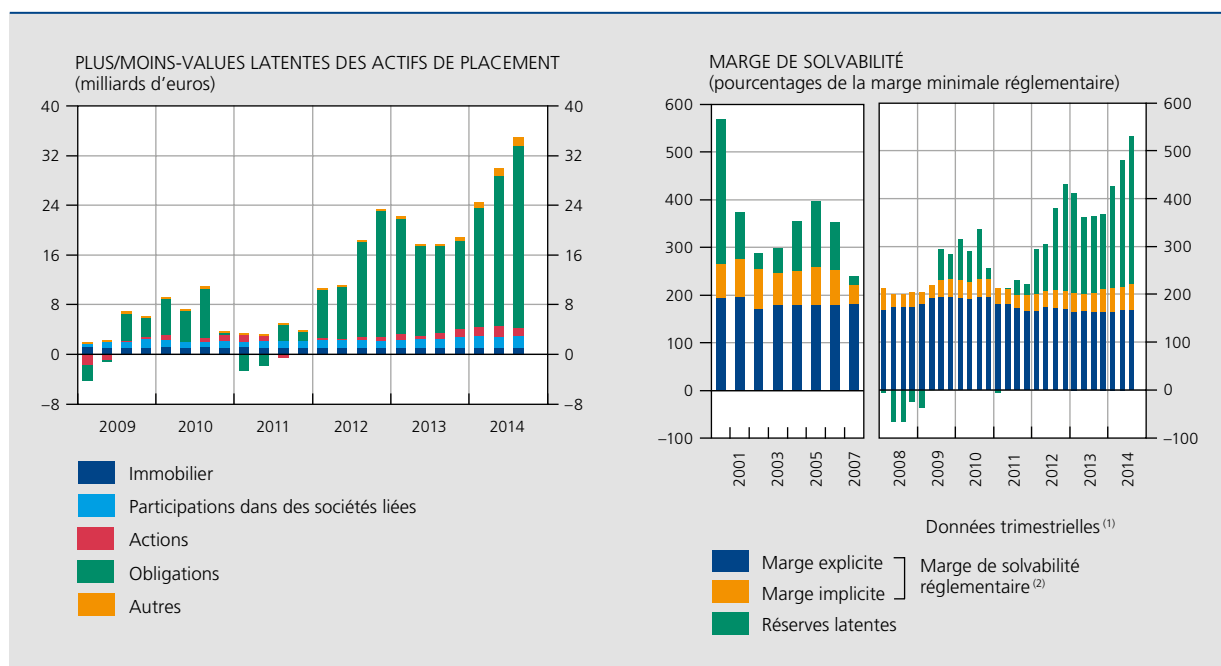
S'agissant des entreprises d'assurance, le ratio rapportant les frais d'exploitation au résultat technique a une nouvelle fois diminué en 2014 dans le secteur non-vie, poursuivant la baisse graduelle en cours depuis 2009. En revanche, il s'est accru pour l'activité vie, sous l'effet conjugué d'une hausse des coûts et de l'érosion du résultat technique.

### Passage à un nouveau cadre réglementaire en matière de solvabilité

La mise en œuvre du nouveau régime de solvabilité pour les entreprises d'assurance, dit Solvabilité II, qui entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2016, constitue un défi de taille pour ces entreprises. Sous le régime actuel (Solvabilité I), les besoins en solvabilité sont directement liés à l'activité, laquelle est mesurée par les primes encaissées, la sinistralité et les provisions techniques. Selon Solvabilité II, ces besoins seront calculés en incluant les risques reflétés tant à l'actif qu'au passif du bilan valorisé en valeur de marché.

**GRAPHIQUE 65 PLUS/MOINS-VALUES LATENTES ET MARGE DE SOLVABILITÉ DES ENTREPRISES D'ASSURANCE BELGES**

(données sur une base sociale)



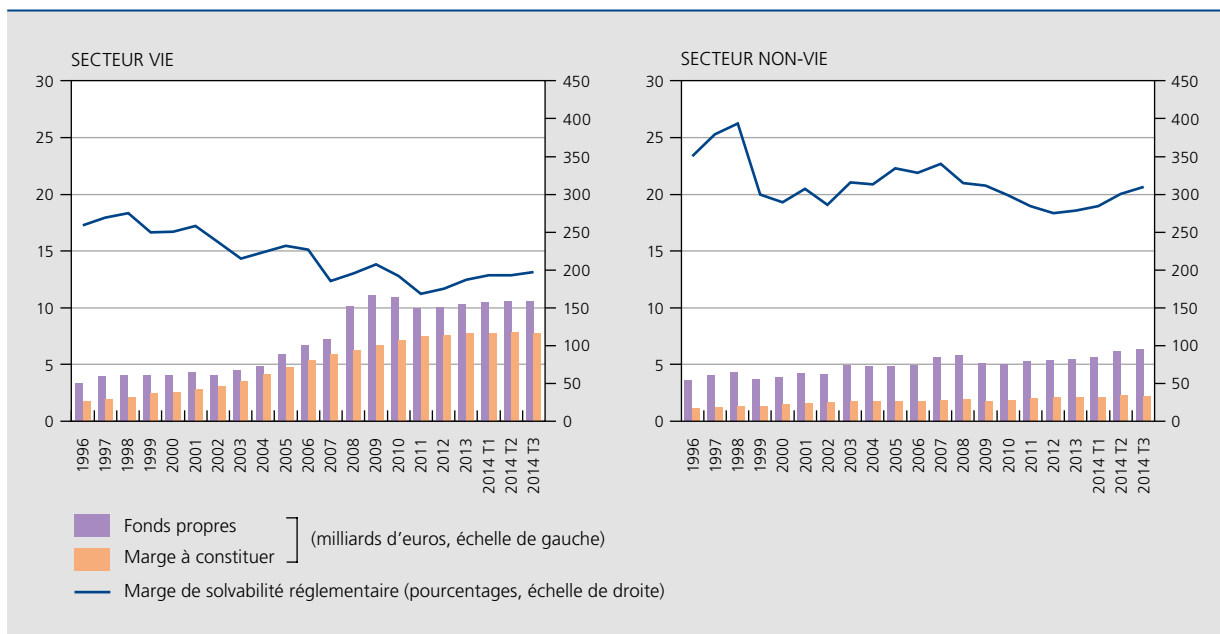
Source : BNB.

(1) Les chiffres communiqués sur une base trimestrielle ne sont pas entièrement comparables aux chiffres définitifs communiqués sur une base annuelle. Ils ne prennent notamment pas en compte les éventuelles redistributions de bénéfices aux actionnaires et aux assurés.

(2) Cette marge se compose d'une marge explicite, incluant les fonds propres, les dettes subordonnées et certains autres postes du bilan, et d'une marge implicite, reprenant, moyennant l'accord de la Banque, certains autres éléments spécifiques, dont le plus important est constitué d'une partie des plus-values non réalisées sur les portefeuilles de placement.

**GRAPHIQUE 66 FONDS PROPRES, MARGE À CONSTITUER ET MARGE DE SOLVABILITÉ RÉGLEMENTAIRE DES ENTREPRISES D'ASSURANCE BELGES**

(données en fin de période, sur une base sociale)



Source : BNB.

Plus un actif sera risqué (actions, hedge funds, etc.), plus les capitaux propres réglementaires requis seront élevés. L'un des premiers effets de la nouvelle réglementation, visible aujourd'hui déjà, réside dans une réallocation des actifs les plus consommateurs de capital (actions) vers des actifs qui le sont beaucoup moins (obligations) et dans une préférence pour les actifs liquides au détriment d'investissements de long terme plus pénalisants. Toutefois, Solvabilité II introduit un allègement de l'exigence de capital au moyen d'une matrice de corrélation entre les différents impacts mesurés individuellement selon la classe d'actifs. Dès lors, les entreprises d'assurance ont intérêt à poursuivre une plus grande diversification de leurs actifs. Par ailleurs, avec l'abandon de la valorisation en valeur historique, la marge de solvabilité deviendra beaucoup plus sensible aux variations de marché des taux et des cours des actions, ainsi qu'au risque de marge.

En 2014, la baisse des taux a exercé un effet haussier sur la marge de solvabilité, en accroissant la valeur de marché du portefeuille obligataire, et ce de manière plus importante pour les obligations à très long terme. Les plus-values latentes ont atteint un nouveau pic en septembre 2014, à 34,9 milliards d'euros, dont 84 % résultent des obligations détenues. Moyennant approbation par la Banque agissant en sa qualité d'autorité prudentielle, ces plus-values latentes entrent dans le calcul de la composante implicite de

la marge de solvabilité, qui s'est donc raffermit. Compte tenu aussi de la stabilité de la composante explicite, qui inclut principalement les fonds propres et les dettes subordonnées, la marge de solvabilité réglementaire s'est élargie de 4 % dans le courant de l'année.

En ce qui concerne l'activité vie, la légère amélioration de la marge de solvabilité est imputable à la marge implicite. En effet, la marge explicite est stable depuis 2013. Pour ce qui est de l'activité non-vie, qui bénéficie d'une position plus avantageuse pour amorcer le passage à Solvabilité II, c'est la marge explicite, en progression depuis juin 2014, qui conforte la marge de solvabilité.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014, les banques sont également soumises à un nouveau cadre réglementaire, dit Bâle III. La transition vers ce nouveau cadre, dont les derniers développements sont présentés à la section A.1.4. de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels », s'est traduite par une augmentation des actifs pondérés par les risques. Ceux portant sur le risque de crédit se sont accrus au cours des neuf premiers mois de 2014 à la suite de la pondération plus élevée appliquée aux expositions envers les établissements de crédit et parce qu'il n'était plus possible, pour certaines banques, de pondérer les risques liés aux expositions souveraines selon une approche standard,

**TABLEAU 15** VENTILATION DU CAPITAL TIER 1 ET ACTIFS PONDÉRÉS PAR LES RISQUES  
(données en fin de période, sur une base consolidée, milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2009	2010	2011	2012	2013	Septembre 2014
Capital Tier 1 .....	53,9	57,9	56,5	55,9	55,6	54,9
dont:						
Common Equity Tier 1 .....	–	–	–	–	–	51,9
Actifs pondérés par les risques .....	407,5	372,5	373,8	352,7	339,4	349,6
dont:						
Risque de crédit .....	352,3	322,8	312,9	301,0	287,7	289,4
Risque de marché .....	16,1	10,7	21,9	16,6	9,9	7,4
Risque opérationnel .....	38,8	35,1	35,2	35,0	34,2	34,6
CVA .....	–	–	–	–	–	8,9
Autres .....	0,2	3,9	3,8	0,1	7,6	9,3
Ratio Tier 1 (pourcentages) .....	13,2	15,5	15,1	15,9	16,4	15,7
Ratio Common Equity Tier 1 (pourcentages) .....	–	–	–	–	–	14,9

Source: BNB.

plus favorable, plutôt que selon une approche fondée sur des modèles internes. Les normes Bâle III introduisent également le Credit Valuation Adjustment (CVA), qui vise à mieux couvrir le risque de contrepartie résultant des transactions sur produits dérivés, ce qui a induit une hausse de 9 milliards d'euros des actifs pondérés par les risques. La diminution, observée depuis la fin de 2011, des actifs pondérés par les risques pour le risque de marché s'explique principalement par la réduction des activités de négoce des banques belges.

Les montants de capital étant restés relativement stables au cours de l'année 2014, le gonflement des actifs pondérés par les risques a donné lieu à une réduction des ratios de solvabilité du secteur bancaire belge. Ces ratios se situent toutefois à des niveaux largement supérieurs aux minima requis par Bâle III (4 % pour le ratio des fonds propres de base – Common Equity Tier 1 – et 5,5 % pour le ratio Tier 1 en 2014). Ces minima seront progressivement relevés et complétés par différents matelas, de sorte

que les nouvelles normes de Bâle III en matière de solvabilité seront pleinement appliquées dès 2019.

La capacité des banques de maintenir des niveaux de solvabilité suffisants dans l'éventualité de nouvelles tensions a été testée de manière étendue lors de l'exercice d'évaluation complète mené par la BCE en 2014. Cet exercice, décrit en détail dans la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du Rapport, était composé d'un asset quality review et de tests de résistance (stress tests).

Même si leur situation de solvabilité est, en moyenne, confortable, un niveau de rentabilité plus élevé des banques belges est toutefois nécessaire, et plus particulièrement pour les établissements affichant un rendement des fonds propres très faible. Il leur permettra de se positionner de manière optimale dans un secteur en restructuration, dans un contexte de changement de cadre réglementaire, de concurrence accrue et de vulnérabilité de la génération de profits.