



Épargne et financement  
de l'économie belge

## 3. Épargne et financement de l'économie belge

### 3.1 La conjoncture hésitante et l'environnement de taux bas ont influé sur le comportement financier des sociétés et des particuliers

À mesure que se renforce son caractère persistant, l'environnement de taux d'intérêt bas est susceptible d'influer de manière croissante sur la formation d'épargne dans l'économie, de même que sur les comportements financiers des entités des différents secteurs. Cette incidence s'exerçant au travers de divers canaux, l'effet qui en découle au final pour chacune de ces entités varie selon leurs spécificités respectives.

Ainsi, en pesant sur le rendement des placements financiers, le bas niveau des taux favorise la consommation plutôt que l'épargne. De plus, les revenus des placements étant généralement plus largement consacrés à l'épargne que les autres formes de revenus des ménages, leur baisse accentue cet effet de substitution. À l'inverse, le contexte de taux faibles tend à soutenir le revenu disponible des agents endettés en comprimant leurs charges financières, ce qui entraîne une certaine redistribution des revenus en faveur des débiteurs. Les revenus des établissements de crédit et des sociétés d'assurance, en raison du rôle d'intermédiaire que jouent ces derniers, sont également sensibles à l'évolution des taux.

Pour pallier la baisse des revenus des actifs financiers, les investisseurs peuvent être enclins à se tourner vers des actifs financiers dont les rendements sont potentiellement

plus élevés, mais qui présentent des risques plus importants que les actifs qu'ils privilégieraient en temps normal. Par ailleurs, des coûts de financement faibles peuvent donner lieu à un accroissement de l'endettement des agents économiques, soit pour renforcer l'effet de levier, et ainsi maximiser les revenus dégagés par l'ensemble des actifs, soit pour financer l'acquisition d'actifs réels, voire pour induire de la consommation additionnelle. Enfin, au-delà de ces effets sur les opérations des différents secteurs de l'économie, l'environnement de taux bas entraîne aussi une hausse de la valeur des avoirs et des engagements financiers. Il occasionne donc des effets de richesse positifs ou négatifs, suivant la situation patrimoniale.

Ces différents canaux ont joué à des degrés divers sur les opérations et sur la position financière de chacun des secteurs de l'économie belge en 2015. Nonobstant certains signes d'intensification, leurs répercussions sont toutefois demeurées globalement limitées, tant pour les particuliers et les sociétés non financières que pour le secteur financier. Le contexte économique toujours mitigé et les traces laissées par la crise financière en matière d'aversion pour le risque continuent d'exercer un certain effet modérateur.

#### Sociétés non financières<sup>(1)</sup>

***Les entreprises belges ont accru leurs investissements et renforcé leurs réserves de liquidités, mais leur recours à de nouveaux financements externes est demeuré relativement limité***

Pour les sociétés non financières belges, la poursuite de l'amélioration, certes mesurée, de la conjoncture en 2015 et le regain de confiance des entrepreneurs quant aux perspectives de demande se sont traduits par une nouvelle

(1) De manière générale, les données des opérations des sociétés non financières présentées ici et dans les paragraphes qui suivent sont établies sur une base consolidée, c'est-à-dire qu'elles ne tiennent pas compte des transactions réalisées entre les sociétés non financières résidentes, lesquelles portent essentiellement sur des prises de participation et sur des prêts entre entreprises liées, ainsi que sur des crédits commerciaux. Elles excluent également les transactions réalisées avec le secteur non bancaire étranger, ainsi qu'avec les « institutions financières captives et les prêteurs non institutionnels ». Ces transactions reflètent principalement des mouvements de fonds intra-groupe. En raison de leur caractère spécifique, elles sont considérées séparément à la fin de cette section.

**TABLEAU 10** TRANSACTIONS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES  
(milliards d'euros)

	2011	2012	2013	2014	Neuf premiers mois	
					2014	2015
Création d'actifs .....	65,1	49,7	54,9	52,1	33,9	44,7
Formation brute de capital fixe <sup>(1)</sup> .....	50,9	52,5	52,8	57,0	41,0	42,3
Variation des stocks <sup>(1)</sup> .....	4,7	1,9	-0,3	-1,0	0,8	-3,8
Acquisition d'actifs non financiers non produits <sup>(1)</sup> .....	0,8	0,2	0,8	1,1	0,6	0,4
Acquisition d'actifs financiers <sup>(2)</sup> .....	8,8	-4,9	1,5	-5,0	-8,5	5,7
Moyens de financement .....	71,3	68,7	70,7	59,5	41,7	50,6
Épargne brute et transferts en capital <sup>(1)</sup> .....	49,2	53,9	59,7	58,9	46,8	48,8
Nouveaux engagements financiers <sup>(2)</sup> .....	22,7	14,8	11,0	0,5	-5,1	1,7

Source : BNB.

(1) Données issues de comptes non financiers.

(2) Données issues de comptes financiers. À l'exclusion de celles sur titres de créance, les transactions réalisées avec d'autres sociétés non financières, les institutions financières captives et prêteurs non institutionnels, ainsi qu'avec le secteur non bancaire étranger ne sont pas prises en compte.

hausse des investissements, lesquels ont par ailleurs été soutenus par le très bas niveau des taux d'intérêt. Elles ont porté leur formation brute de capital fixe à 42,3 milliards d'euros durant les neuf premiers mois de l'année, soit 1,3 milliard de plus qu'au cours de la même période de l'année précédente. Dans le même temps, elles ont réduit leurs stocks pour une valeur de 3,8 milliards d'euros.

Parallèlement à cette formation brute de capital, les sociétés non financières ont également acquis des actifs financiers durant les neuf premiers mois de 2015, jusqu'à concurrence de 5,7 milliards d'euros, ainsi que des actifs non financiers non produits pour un montant de 0,4 milliard. Ce mouvement, qui contraste avec la vente à laquelle elles avaient procédé l'année précédente d'une partie de leurs portefeuilles de titres de créance, a principalement pris la forme d'actifs liquides. Ainsi, à la fin du troisième trimestre, elles disposaient d'un encours de numéraire et de dépôts équivalent à 29,8% du PIB, contre 26,4% un an auparavant. La constitution de ces réserves peut être le signe de la volonté de se préparer à des besoins en fonds de roulement qui iront croissant, en vue de couvrir les dépenses courantes, comme l'achat d'intrants pour la production et le versement des salaires, ou à la mise en œuvre d'investissements futurs. Elle peut aussi relever d'un comportement attentiste dans un environnement encore incertain.

Considérée globalement, l'épargne que les sociétés non financières ont dégagée grâce à l'accroissement du résultat d'exploitation de leur activité, mais aussi au recul de leurs coûts financiers, aurait donc suffi à couvrir leurs

acquisitions de nouveaux actifs. Cependant, ces données agrégées occultent d'importantes différences en termes de besoins de financement des sociétés considérées de manière individuelle. Si certaines dégagent effectivement une épargne suffisante pour être en mesure de renforcer leur trésorerie ou de faire d'autres placements, au-delà du financement de l'accroissement de leur stock de capital fixe, d'autres, en revanche, sont tributaires de sources externes pour financer leurs investissements ou pour alimenter leur fonds de roulement. Ces dernières entreprises doivent par conséquent contracter de nouveaux engagements auprès d'investisseurs particuliers ou institutionnels ou du secteur bancaire. Considéré pour l'ensemble des sociétés non financières, le montant des nouveaux engagements s'est inscrit en hausse sur les trois premiers trimestres de 2015, s'établissant à 1,7 milliard d'euros. Cette augmentation reste toutefois très limitée au regard du volume des nouveaux engagements souscrits entre 2011 et 2013.

### ***Le financement obligataire est resté important en 2015***

Quoiqu'encre mesuré, le recours accru des entreprises au financement externe en 2015 s'est inscrit dans un contexte où, en dépit d'une plus grande volatilité financière, son coût est demeuré à un niveau similaire à celui observé en 2014. Des différences significatives ont toutefois subsisté entre les différents instruments de financement.

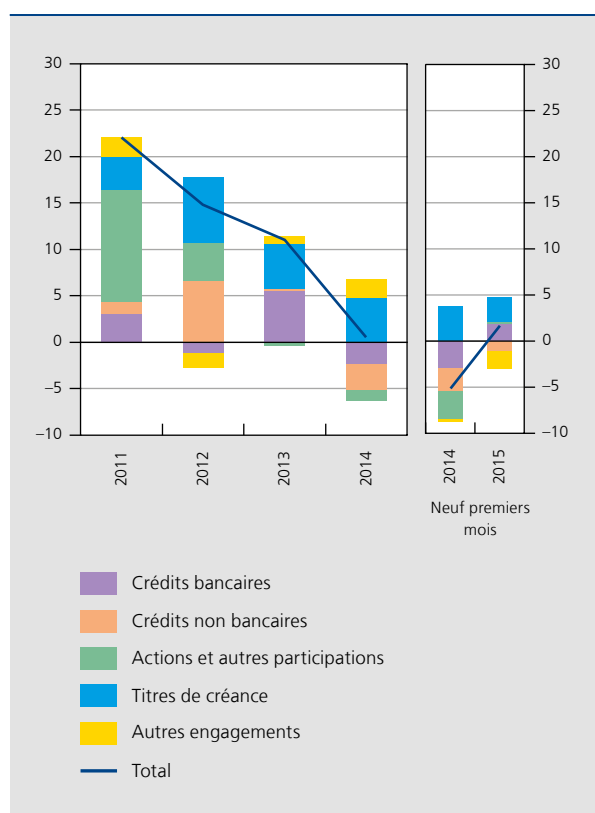
Comme en 2014, la différence entre le coût lié à l'émission de nouvelles actions cotées et celui du financement

par endettement est restée très importante en comparaison des années précédentes. Cet écart pourrait en partie expliquer la stagnation des investissements sous la forme de capital social dans les sociétés non financières pendant les neuf premiers mois de 2015. Certes, d'importantes réductions de fonds propres avaient été opérées entre la seconde moitié de 2013 et le troisième trimestre de 2014, soit après l'annonce, dans la loi-programme du 28 juin 2013, du relèvement de 10 à 25 % du taux d'imposition appliqué sur les bonis de liquidation au titre de l'impôt des personnes physiques, et avant son entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2014. Cette mesure n'a toutefois constitué qu'un facteur temporaire, qui n'aurait plus dû affecter les transactions en 2015.

En 2015, les nouveaux engagements financiers des sociétés non financières ont donc, en termes nets, essentiellement pris la forme de dettes. Leur progression est restée très largement influencée par les opérations des plus

**GRAPHIQUE 51** NOUVEAUX ENGAGEMENTS CONTRACTÉS PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES <sup>(1)</sup> ENCORE EN GRANDE PARTIE CONSTITUÉS DE TITRES DE CRÉANCE

(nouveaux engagements financiers des sociétés non financières, milliards d'euros)

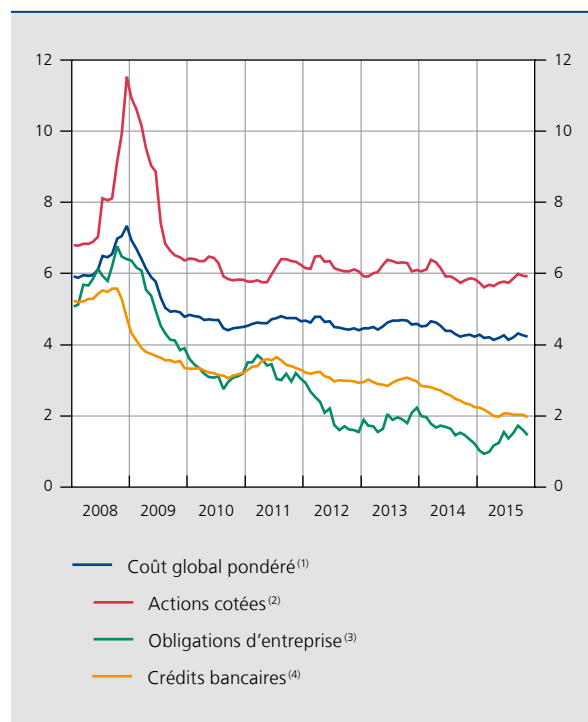


Source : BNB.

(1) Les engagements contractés autrement que sous la forme de titres de créance avec d'autres sociétés non financières, les institutions financières captives et prêteurs non institutionnels, ainsi qu'avec le secteur non bancaire étranger ne sont pas pris en compte.

**GRAPHIQUE 52** FINANCEMENT PAR ÉMISSION D'OBLIGATIONS : TOUJOURS PLUS AVANTAGEUX QUE L'EMPRUNT BANCAIRE

(données mensuelles, pourcentages)



Source : 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.

grandes entreprises. Bénéficiant généralement d'un accès plus aisé au financement de marché, ces entreprises ont continué d'afficher une préférence pour les emprunts obligataires. Ainsi, tandis que les nouveaux crédits bancaires ont porté sur 1,9 milliard d'euros durant les trois premiers trimestres de 2015, les fonds récoltés grâce à l'émission de titres de créance ont totalisé 2,7 milliards d'euros, montant qui est toutefois inférieur à celui des titres émis pendant la période correspondante de 2014. Pour leur part, les montants des crédits non bancaires, qui concernent entre autres des prêts octroyés par les autres institutions financières, comme les sociétés d'assurance, et des contrats de leasing ou d'affacturage, se sont contractés.

L'intérêt des sociétés non financières pour l'émission d'obligations peut s'expliquer par leur coût inférieur aux taux d'intérêt pratiqués par les banques. En janvier 2015, le rendement des obligations à plus d'un an de type

« investment grade », c'est-à-dire assorties d'une note supérieure à maximale (« AAA »), tournait aux alentours de 1 %. Contrairement aux taux bancaires mentionnés ici, ce taux ne concerne toutefois que les entreprises considérées comme les emprunteurs les plus sûrs. Dans la foulée du rebond généralisé des taux d'intérêt à long terme, ce rendement est cependant reparti à la hausse dès le mois d'avril, pour atteindre 1,5 % en novembre, ce qui l'a rapproché des taux appliqués aux nouveaux prêts bancaires, dont la moyenne s'établissait à 2 % à la même date.

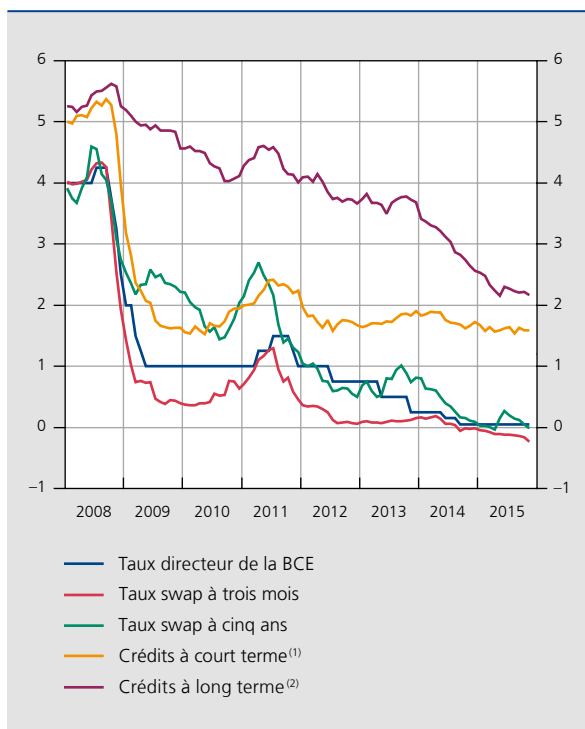
***Dans un contexte d'assouplissement des conditions de crédits, les entreprises ont davantage emprunté auprès des banques résidentes***

Alors qu'elle avait été légèrement négative tout au long de 2014, la croissance, exprimée en glissement annuel, de l'encours des crédits accordés par les banques résidentes aux sociétés non financières établies en Belgique est repassée en territoire positif dès février 2015. Selon les données rapportées par les banques, elle s'élevait à 1,5 % à la fin de novembre. Cette évolution tient à la fois à un assouplissement des critères d'octroi de crédits, en partie facilité par la faiblesse des coûts de financement des banques et des contraintes bilancielle, et à une augmentation de la demande de prêts.

S'agissant du premier de ces deux facteurs, les établissements de crédit bénéficient encore de la politique

**GRAPHIQUE 54 NIVEAU TOUJOURS TRÈS BAS DES TAUX D'INTÉRÊT EN VIGUEUR SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE ET NOUVELLE BAISSSE DES TAUX DES CRÉDITS BANCAIRES À LONG TERME**

(données mensuelles, pourcentages)



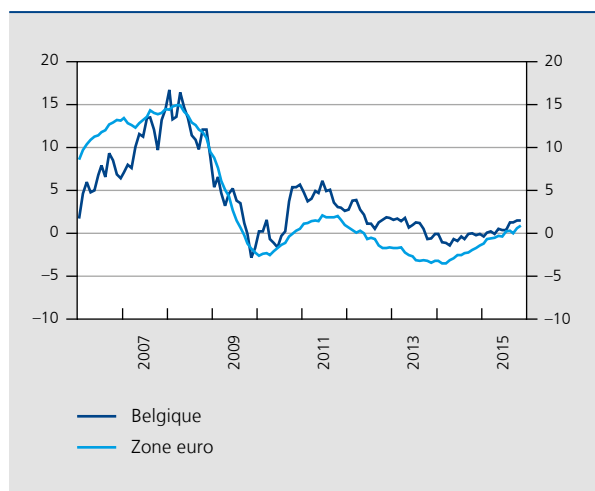
Sources : Barclays Capital, Thomson Reuters Datastream, BNB.

(1) 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.

(2) 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.

**GRAPHIQUE 53 HAUSSE DES CRÉDITS OCTROYÉS PAR LES BANQUES RÉSIDENTES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES RÉSIDENTES, APRÈS UN REcul EN 2014<sup>(1)</sup>**

(données en fin de mois ; pourcentages de variation annuelle)



Sources : BCE, BNB.

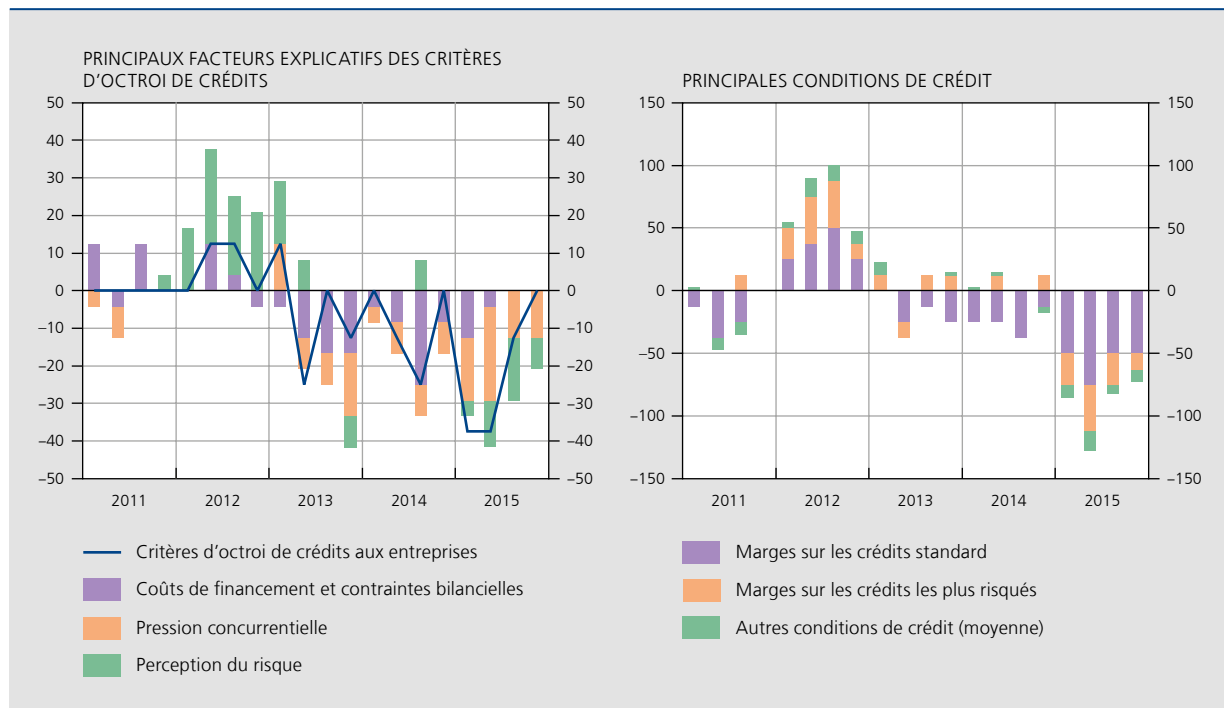
(1) Y compris les crédits titrisés.

très accommodante de l'Eurosystème. À travers ses différentes modalités, y compris les orientations prospectives et le programme étendu d'achats de titres, cette politique a contribué à maintenir le coût du financement des banques à un niveau extrêmement bas. Dans ce contexte, ces dernières ont poursuivi le mouvement de repli graduel de leurs taux, en particulier pour les crédits à long terme. Le taux moyen des nouveaux crédits aux entreprises d'une valeur de moins d'un million d'euros et d'une maturité supérieure à cinq ans est notamment revenu de 2,6 % à la fin de 2014 à 2,2 % en novembre 2015.

La baisse des taux pratiqués sur le marché interbancaire ne s'est pas encore entièrement transmise aux taux débiteurs proposés aux entreprises. Dans le contexte de l'assouplissement de la politique monétaire entamé au début de la crise, les banques résidentes ont en effet porté leurs marges d'intermédiation à un niveau plus élevé et plus réaliste qu'avant la crise financière. À partir

## GRAPHIQUE 55 NETTE AMÉLIORATION DES CONDITIONS DE CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(pourcentages nets pondérés<sup>(1)</sup>)



Source : BNB (enquête BLS).

(1) Un pourcentage positif (négatif) correspond à un facteur qui a contribué au durcissement (à l'assouplissement) des critères d'octroi ou à une condition par laquelle ce durcissement (cet assouplissement) s'est manifesté.

de la fin de 2013, la pression concurrentielle aidant, ces marges ont toutefois commencé à s'éroder, et leur rétrécissement a été encore plus net en 2015. À titre indicatif, l'écart entre les taux débiteurs sur les crédits à cinq ans ou plus octroyés par les banques résidentes et le taux swap à cinq ans s'est réduit de 29 points de base entre décembre 2014 et novembre 2015.

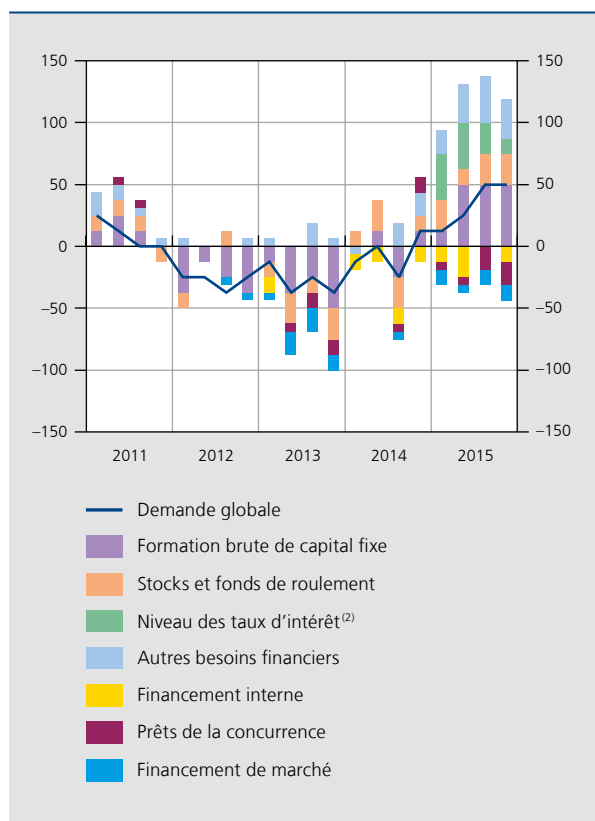
Le recul des taux sur le marché monétaire ayant été moins sensible qu'en 2014, ce facteur a vraisemblablement moins influencé l'évolution des politiques de prêt des banques belges en 2015. Selon les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey – BLS) conduite chaque trimestre auprès des quatre plus grands établissements de crédit résidents, d'autres développements ont néanmoins amené ceux-ci à assouplir davantage encore leurs critères d'octroi de crédits. Outre les coûts de financement et les contraintes bilancielle, il s'agit en premier lieu de la pression concurrentielle, tant celle exercée par les autres banques que celle du financement de marché en ce qui concerne les prêts aux grandes entreprises. Par ailleurs, les banques ont indiqué avoir revu à la baisse leur appréciation du risque de crédit, ce qui peut être mis en relation avec l'amélioration de la conjoncture tout au long de 2015. Le relâchement

des critères d'octroi de crédits s'est notamment concrétisé par un assouplissement des conditions autres que celles relatives aux taux d'intérêt, telles les limitations en termes de volume et de durée des prêts, ainsi que diverses clauses stipulées dans les contrats.

La hausse de la demande de crédits, quant à elle, est clairement attestée par les résultats de l'enquête BLS. D'après les informations fournies par les banques interrogées, l'évolution des besoins de financement s'expliquerait en grande partie par la nécessité qu'éprouvent les entreprises de financer leurs investissements, d'accroître leurs stocks et d'élargir leurs fonds de roulement. Également soutenu par la faiblesse des taux d'intérêt, le regain de la demande de crédits bancaires provient en partie des petites et moyennes entreprises (PME), pour lesquelles cette source de financement reste souvent indispensable, du fait de leur accès plus restreint aux marchés financiers. Au cours des trois premiers trimestres de 2015, la croissance moyennée annualisée des crédits bancaires utilisés par ces entreprises a atteint 0,7%. En dépit de leur préférence pour les emprunts obligataires, les grandes entreprises ont, elles aussi, fortement contribué à la demande de prêts bancaires, en augmentant leurs crédits utilisés de 3,3% entre décembre 2014

**GRAPHIQUE 56 PLUSIEURS FACTEURS ONT SOUTENU LA DEMANDE DE CRÉDITS DES ENTREPRISES**

(pourcentages nets pondérés<sup>(1)</sup>)



Source : BNB (enquête BLS).

(1) Un pourcentage positif (négatif) correspond à un facteur qui a contribué à l'accroissement (à l'affaiblissement) de la demande de crédits.

(2) Ce facteur a été ajouté dans l'enquête au premier trimestre de 2015.

(1) Le secteur des « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels » comprend notamment les holdings financiers et les sociétés gérant la trésorerie des groupes auxquels elles appartiennent.

et septembre 2015, alors qu'elles les avaient réduits en 2013 et en 2014.

**Les opérations intra-groupe ont à nouveau donné lieu à des transactions financières croisées d'un volume considérable**

Au-delà de ceux contractés auprès des établissements de crédit, des autres prêteurs institutionnels et des particuliers en vue de financer leurs activités, une très grande partie des nouveaux engagements des sociétés non financières résidentes tels que recensés dans les statistiques des comptes financiers découlent de mouvements de fonds entre des entités liées. Du point de vue des sociétés non financières, l'importance de ces opérations intra-groupe peut être approchée par les montants des transactions avec des sociétés non financières non résidentes ou avec des « sociétés financières captives et prêteurs non institutionnels » établis en Belgique<sup>(1)</sup>. Sur les neuf premiers mois de 2015, les nouveaux engagements des sociétés non financières résidentes vis-à-vis de ces entités ont atteint 28,4 milliards d'euros. Ils ont été associés à des acquisitions d'actifs par les sociétés non financières résidentes dans ces mêmes secteurs pour un montant du même ordre, à savoir 27,4 milliards d'euros.

Ces mouvements de fonds sont une caractéristique structurelle de la Belgique. Ce rôle de centre financier s'est considérablement amplifié à la suite de l'adoption, en 2005, par l'État fédéral, de la déduction fiscale pour capital à risque, dite déduction d'intérêts notionnels. Entrée en application durant l'exercice d'imposition 2007, cette mesure constitue un incitant à renforcer les capitaux propres de sociétés établies en Belgique, en permettant de déduire fiscalement un coût qui serait de même

**TABEAU 11 CROISSANCE DES CRÉDITS OCTROYÉS PAR LES BANQUES RÉSIDENTES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES, PAR TAILLE D'ENTREPRISE**

(taux de croissance moyens annualisés<sup>(1)</sup>, pourcentages)

	Moyenne			
	2005-2015T3	2005-2008	2009-2015T3	2015T1-2015T3
PME .....	5,2	9,1	2,7	0,7
Petites entreprises .....	5,0	9,3	2,4	0,7
Moyennes entreprises .....	5,5	8,8	3,5	0,8
Grandes entreprises .....	2,1	10,9	-3,3	3,3

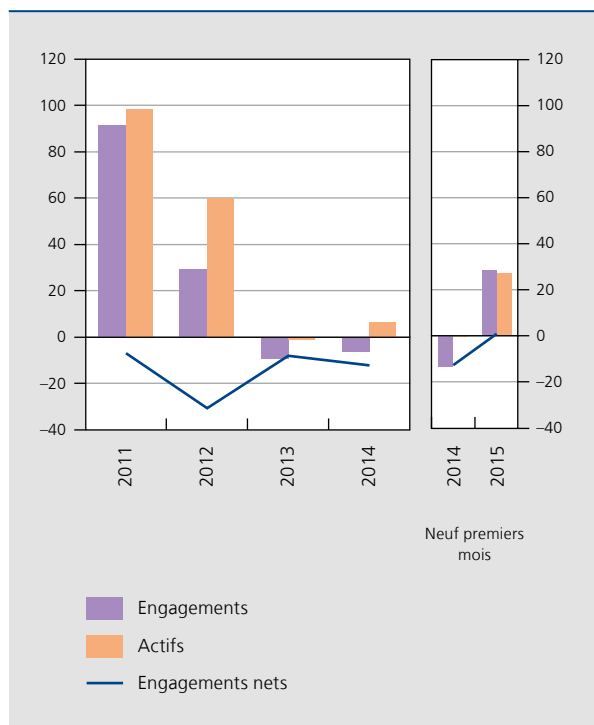
Source : BNB (Centrale des crédits aux entreprises).

(1) Moyennes annualisées des taux de croissance trimestrielle. Le deuxième trimestre de 2012 et le quatrième trimestre de 2014, qui sont marqués par une rupture de série, ne sont pas pris en compte.



**GRAPHIQUE 57** TRANSACTIONS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES RÉSIDENTES AVEC LE SECTEUR NON BANCAIRE ÉTRANGER, LES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES CAPTIVES ET LES PRÊTEURS NON INSTITUTIONNELS<sup>(1)</sup>

(milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) À l'exclusion des transactions portant sur des titres de créance.

nature que celui d'un financement par endettement. Les mouvements de fonds de ce type qui concernent des sociétés non financières belges sont vraisemblablement en grande partie déterminés par les besoins de liquidités et par les projets d'investissements d'entreprises liées. Par ailleurs, la réduction du volume de ces transactions depuis 2012 peut en partie s'expliquer par les baisses successives du rendement des obligations linéaires (OLO) à dix ans émises par l'État belge. Celui-ci fait office de taux de référence pour fixer le montant des intérêts notionnels pouvant être déduits de l'impôt des sociétés dont doivent s'acquitter les entreprises établies en Belgique.

### *L'endettement des entreprises belges est globalement resté soutenable*

Au total, les transactions réalisées par les sociétés non financières, combinées à une augmentation de la valeur des dettes existantes attribuable au repli des rendements du marché, ont donné lieu à une hausse de leur endettement global. Mesuré sur une base consolidée, c'est-à-dire en faisant abstraction des engagements mutuels entre les sociétés non financières résidentes,

cet encours est passé de 99,7 % du PIB à la fin de 2014 à 106,2 % au terme du troisième trimestre de 2015.

Le niveau d'endettement élevé des sociétés non financières belges vis-à-vis, notamment, des entreprises de la zone euro (79,3 % du PIB) doit être nuancé, dans la mesure où les dettes se composent pour une grande part des financements intra-groupe évoqués plus haut. Plutôt que de répondre à un besoin de financement externe, ce type de financement est souvent axé sur une redistribution des ressources au sein d'un groupe – éventuellement pour des raisons fiscales –, dans le cadre de laquelle, en contrepartie d'un engagement, une créance correspondante est créée sur une entité du groupe. Alors que le financement entre sociétés liées résidentes n'est pas repris dans le calcul de la dette consolidée, c'est en revanche le cas pour le financement fourni par le secteur non bancaire étranger et par le secteur « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels », bien qu'il s'agisse souvent, ici aussi, d'un financement intra-groupe. Abstraction faite de ce financement, le taux d'endettement des sociétés non financières n'a été que de 54,4 % du PIB.

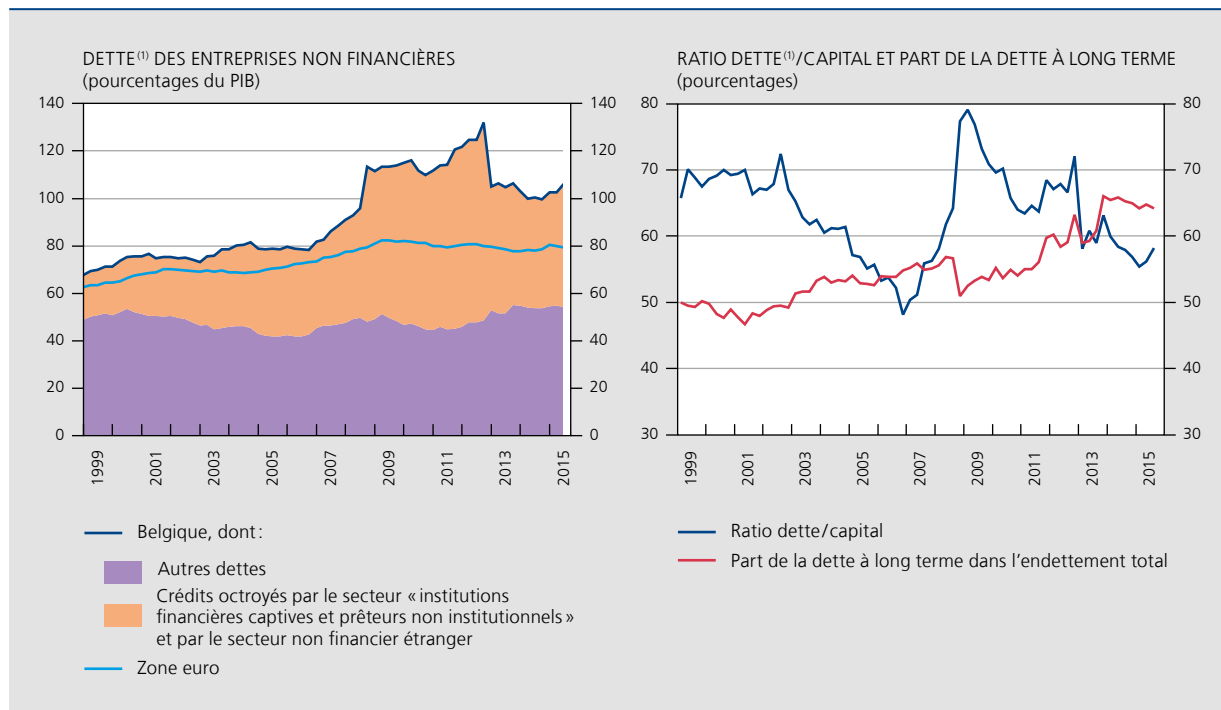
Considérée dans une perspective historique, la solvabilité, mesurée à l'aune du rapport des dettes au capital, apparaît relativement robuste. Cela montre également que le taux d'endettement des sociétés non financières, de même que sa progression, n'impliquent pas de risque immédiat s'agissant de la soutenabilité de la dette. Dans l'ensemble, depuis la crise, l'encours de la dette a moins progressé que le capital détenu sous la forme d'actions. Cela est principalement attribuable à l'appréciation de ce capital à la suite du redressement du cours des actions après la crise. Depuis la fin de 2008, l'émission de dettes (158 milliards d'euros) a en effet été plus importante que l'émission d'actions (98 milliards d'euros). Celle-ci a ralenti au cours des trois premiers trimestres de 2015, revenant à 6,1 milliards d'euros en termes nets sur une base consolidée, contre 7,1 milliards au cours de la période correspondante de 2014, dans le contexte d'une réduction de l'avantage fiscal (en pourcentage) applicable à ce capital par le biais de la déduction des intérêts notionnels, qui est liée à l'évolution des taux d'intérêt à long terme.

La soutenabilité de la dette est déterminée non seulement par son niveau, mais également par de nombreux autres facteurs, tels que sa composition (par exemple l'échéance) et les charges d'intérêts. Ces éléments contribuent depuis quelques années à une certaine amélioration de la soutenabilité. Ainsi, la structure de financement des sociétés non financières s'est



## GRAPHIQUE 58 ENDETTEMENT MODÉRÉ DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(données consolidées)



Sources : BCE, BNB.

(1) Dette brute définie comme le total des encours de crédits et des titres à revenu fixe.

globalement raffermit depuis la crise, dans la mesure où celles-ci font davantage appel à des crédits à long terme. Une échéance longue est généralement considérée comme moins risquée qu'un grand nombre de dettes arrivant à échéance à court terme (risque de refinancement). La part des dettes à long terme (plus d'un an) dans la dette consolidée s'établissait à 64 % au troisième trimestre de 2015, contre 51 % à la fin de 2008. Cette part croissante coïncide avec

un recours accru à des sources de financement non bancaire, à savoir des obligations d'entreprise, dont l'échéance est en général plus longue. Enfin, en dépit de la hausse de l'endettement et de l'allongement des échéances, les charges d'intérêts (les paiements des intérêts en pourcentage de l'excédent brut d'exploitation) ont diminué depuis la crise, sous l'impulsion tant de la politique monétaire accommodante que de l'augmentation de l'excédent d'exploitation.

### Encadré 6 – Cycles de crédit et risques systémiques : l'écart du ratio crédit/PIB comme instrument de suivi

La récente crise financière a clairement illustré la pertinence économique des cycles financiers, en particulier de ceux du crédit, de même qu'elle a mis en évidence l'interaction procyclique entre ces cycles et l'activité économique, principalement en période de récession. Dans la mesure où l'accumulation de crédits est excessive, sous l'effet, par exemple, d'évaluations trop optimistes des risques, la phase de contraction du cycle pourrait entraîner des pertes substantielles dans le secteur bancaire, susceptibles à leur tour d'aggraver la récession lorsque les banques limitent l'offre de crédits et/ou procèdent à un assainissement de leur bilan. Cette amplification procyclique des chocs financiers vers l'économie réelle au travers du système

bancaire et des marchés financiers a été l'un des facteurs déstabilisants de la crise financière mondiale. Dès lors, bien que la Belgique n'ait, à ce stade, pas subi de rationnement du crédit (credit crunch), l'expérience de certains autres pays de la zone euro montre qu'il faut assurer un suivi régulier de l'évolution du crédit dans le secteur privé non financier, de manière à prévenir l'accumulation de déséquilibres excessifs durant les phases d'expansion et, partant, à atténuer les effets des crises économique et financière.


Dans ce contexte, la Banque, dans le cadre de l'exercice de son mandat macroprudentiel, suit de près l'évolution du crédit dans l'économie belge, et notamment dans le secteur privé non financier. Plusieurs indicateurs permettent d'évaluer la position d'une économie donnée dans le cycle du crédit. L'analyse empirique suggère que les mesures liées à l'octroi de crédits au secteur privé non financier, en particulier le ratio crédit/PIB (credit-to-GDP ratio) et l'écart de celui-ci par rapport à sa tendance à long terme (l'écart du ratio crédit/PIB ou credit-to-GDP gap), doivent faire partie de ces indicateurs. L'écart de crédit constitue un bon indicateur prévisionnel des crises financières; l'évolution du crédit est jugée excessive lorsque le ratio crédit/PIB augmente nettement plus vite que sa tendance à long terme, c'est-à-dire quand le crédit au secteur privé non financier progresse à un rythme bien plus rapide que le PIB.

Depuis le début de 2016, la Banque publie chaque trimestre des estimations de l'écart de crédit. Cette variable est l'un des indicateurs-clés pris en compte pour fixer le taux du coussin de fonds propres contracyclique (countercyclical capital buffer – CCB), un instrument macroprudentiel conçu pour atténuer les risques systémiques cycliques et pour contrecarrer les phénomènes procycliques dans la croissance des crédits. Dans le cadre de l'évaluation du cycle de crédit et de tout risque systémique potentiel qui pourrait en résulter, ainsi qu'en matière de décision relative à l'activation ou non du CCB, une large gamme d'indicateurs-clés sont en outre pris en considération. Ainsi, la Banque publie également le ratio dette/PIB, qui s'appuie sur une définition plus large de la dette que l'écart de crédit.

## Concepts liés au crédit

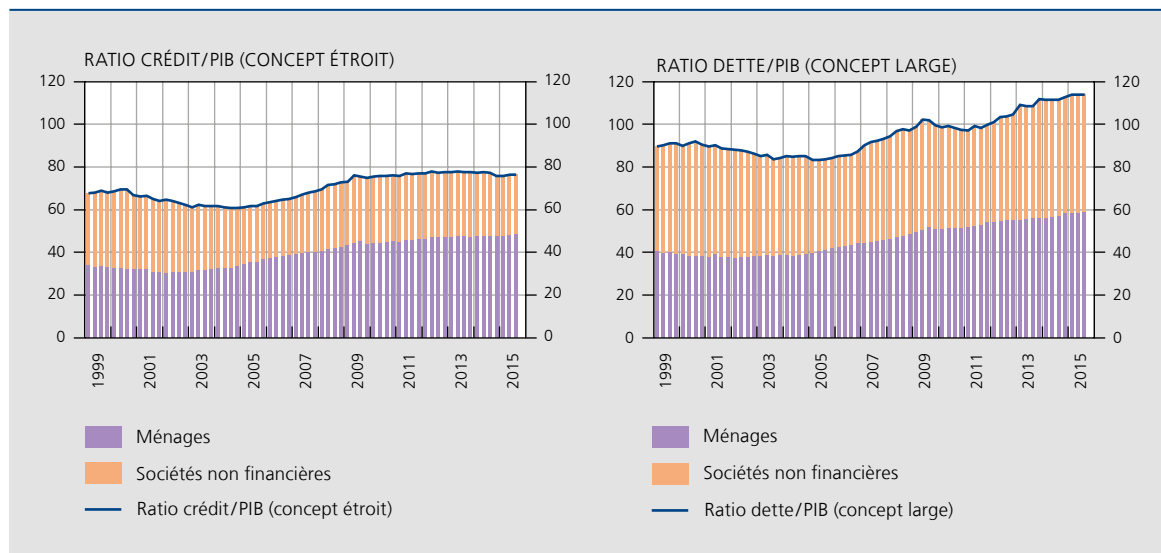
La Banque présente à la fois un concept de crédit étroit et un concept de crédit (plus) large. Le concept étroit de crédit, c'est-à-dire les prêts octroyés par des banques résidentes au secteur privé non financier (y compris les crédits titrisés), sert à évaluer l'écart de crédit. La Banque privilégie ce concept car il optimise la disponibilité des données (série d'observations plus longue), la stabilité (volatilité) de la série des écarts de crédit estimés, ainsi que le délai de publication (plus court) des données. Le concept plus large de crédit, qui tient compte de l'ensemble des prêts (bancaires et non bancaires), sur une base consolidée (hors financements intra-groupe intérieur et étranger), et des titres de créance, permet de suivre le niveau et la tendance des risques de crédit globaux (résilience) du secteur privé non financier<sup>(1)</sup>.

Au troisième trimestre de 2015, le ratio crédit/PIB (concept étroit) publié par la Banque s'élevait à 76,5 %, tandis que le ratio dette/PIB (concept large) s'établissait à 113,9 %. Le parallélisme observé entre ces deux ratios durant la période 1999-2009 a été interrompu par la crise: le ratio crédit/PIB est demeuré relativement stable à partir de 2009, tandis que le ratio dette/PIB a continué de grimper. Les évolutions divergentes de ces deux ratios prouvent l'importance de tenir compte de plusieurs concepts liés au crédit. Elles peuvent s'expliquer par le recours accru au financement non bancaire après la crise et, en particulier, par l'augmentation des titres de créance émis par des sociétés non financières, que seul le concept large prend en considération. Par ailleurs, selon ces deux concepts, la période d'expansion antérieure à la crise (2005-2008) s'explique par la hausse tendancielle des prêts bancaires accordés principalement aux ménages.

(1) Pour une définition précise du concept large du crédit, cf. l'annexe 2 du document intitulé « Choix stratégiques pour la fixation du taux de coussin contracyclique en Belgique » publié sur le site internet de la Banque. 

## RATIOS CRÉDIT/PIB ET DETTE/PIB

(données trimestrielles, contributions sectorielles en pourcentage du PIB)



Source : BNB.

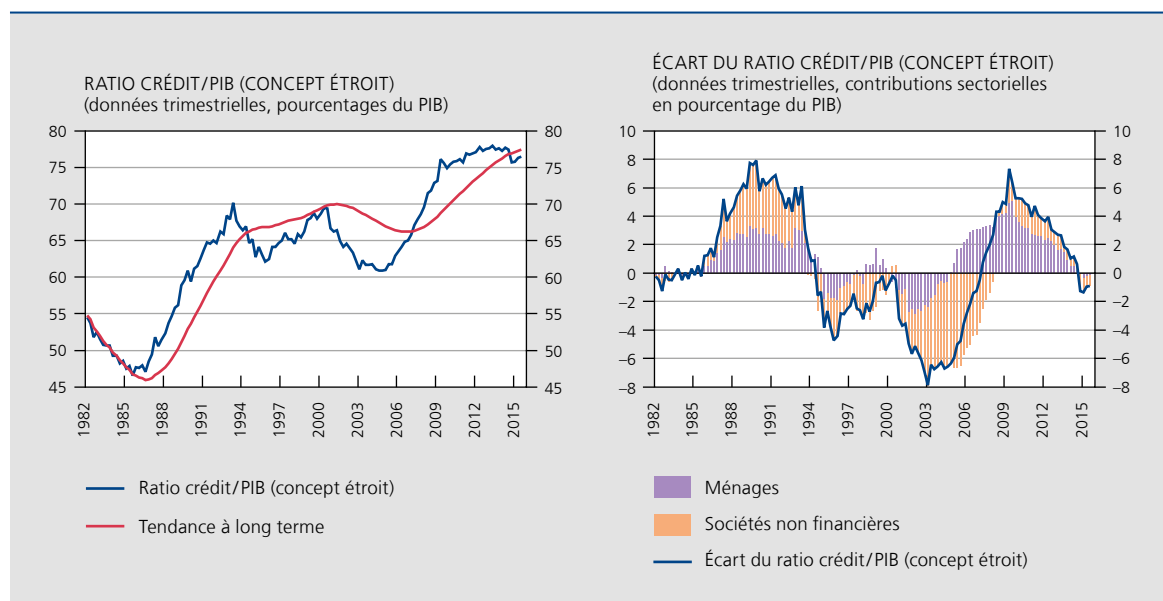
## Écart de crédit et tendance à long terme

Pour estimer l'écart de crédit, la Banque suit la procédure définie dans les recommandations du CERS, comme stipulé dans la loi belge du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit. Mesuré en pourcentage du PIB, l'écart de crédit s'obtient en soustrayant la tendance à long terme estimée du ratio crédit/PIB observé. Selon la recommandation du CERS, cette tendance est estimée à l'aide d'un filtre Hodrick-Prescott récursif à une face (recursive, one-sided) assorti d'un paramètre de lissage élevé (égal à 400 000).

La tendance à long terme suit le ratio crédit/PIB de plus ou moins près, selon que ce dernier évolue de manière linéaire ou qu'il opère de brusques revirements (par exemple, un recul prolongé qui s'inverse subitement). Deux périodes de forte croissance se sont dégagées avec netteté à partir de 1980. La première est survenue à la fin des années 1980 et au début des années 1990, lorsque le ratio crédit/PIB enregistrait une progression annuelle de l'ordre de 2,5 points de pourcentage. La seconde a couvert l'épisode plus récent qui a immédiatement précédé la crise; le ratio crédit/PIB s'est alors accru à un rythme assez proche de celui qu'il avait affiché durant la première période d'expansion. La tendance à long terme du ratio crédit/PIB n'a toutefois présenté qu'une élévation très limitée en 2015, qui reflète la relative stabilisation de ce ratio.

Selon les estimations de l'écart de crédit, deux périodes d'expansion financière ont été observées au cours des 30 dernières années, qui correspondent aux périodes de vive progression du crédit. La première s'est amorcée dans le contexte de croissance économique vigoureuse qui a caractérisé la fin des années 1980. Elle s'explique par les taux de croissance élevés du crédit bancaire octroyés tant aux ménages qu'aux sociétés non financières. La seconde, qui a précédé la crise (2005-2008), marquée par l'accélération de la hausse des prix sur le marché de l'immobilier résidentiel, concerne davantage les ménages que les sociétés non financières. En effet, les contributions des ménages à l'écart de crédit se sont révélées positives dès la fin de 2004, tandis que celles des sociétés non financières ne le sont devenues qu'à partir de la mi-2007. Par ailleurs, les ménages ont apporté

## ÉCART DU RATIO CRÉDIT/PIB



Source : BNB.

une contribution sensiblement supérieure à celle des sociétés non financières, dans la mesure où quelque 70 % de l'écart de crédit ont, en moyenne, pu leur être attribués entre 2009 et 2013. Nonobstant la récente expansion du crédit – qui a principalement concerné les ménages –, l'écart de crédit s'est resserré depuis la crise financière et est passé en territoire négatif au quatrième trimestre de 2014. Au troisième trimestre de 2015, l'écart de crédit s'établissait à un niveau légèrement négatif de  $-0,9\%$  du PIB, et ce tant pour les ménages ( $-0,1\%$  du PIB) que pour les sociétés non financières ( $-0,8\%$  du PIB).

## Particuliers

### *Les placements des particuliers se sont inscrits en baisse et ont été davantage orientés vers des investissements plus risqués en 2015*

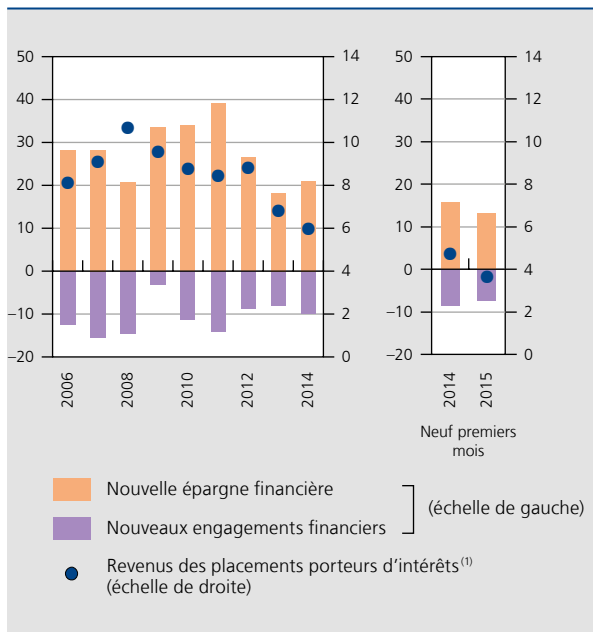
Amorcée en 2012, la tendance baissière de la constitution d'épargne par les particuliers belges s'est poursuivie en 2015. Alors que le montant moyen de la nouvelle épargne était de 9,7 milliards d'euros par trimestre en 2011, il a chuté à 5,3 milliards en 2014, avant de s'affaiblir encore en 2015, pour retomber à 4,4 milliards. Cette diminution est en ligne avec le mouvement de chute significative des revenus que les ménages tirent de leurs comptes et dépôts, dans le contexte de bas niveau des taux d'intérêt. Même si ce recul a été atténué par une meilleure tenue des revenus sous la forme de dividendes

et de ceux issus des autres investissements, les revenus nets perçus par les particuliers sur leurs placements financiers se sont, eux aussi, globalement repliés. Cet effet pèse sur l'ampleur de la nouvelle épargne financière, dans la mesure où la propension marginale des ménages à consommer est moindre pour ce type de revenus que pour les revenus du travail. Plus généralement, la faiblesse des rendements des placements financiers incite les ménages à consommer une plus grande proportion de leur revenu disponible, au détriment de l'épargne.

Par ailleurs, le manque d'opportunités de placements sûrs et rentables a conduit les ménages à modifier la composition de leurs actifs financiers. Ainsi, si on considère l'épargne constituée durant les trois premiers trimestres de 2015, les particuliers ont favorisé les placements dans des actifs financiers plus risqués, tentant ainsi de

**GRAPHIQUE 59 DIMINUTION DE L'ÉPARGNE FINANCIÈRE DES PARTICULIERS**

(données annuelles, sauf mention contraire; milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Estimation à la fin des trois premiers trimestres pour le graphique de droite.

pallier le manque de rendement des produits moins risqués. Cette inflexion, survenue en 2014, s'est intensifiée en 2015. Néanmoins, en raison d'une situation économique toujours fragile, les ménages ont également continué de placer leur épargne dans des instruments très liquides, que ce soit dans un but de précaution ou dans l'attente de concrétiser des opportunités d'investissements financiers ou immobiliers.

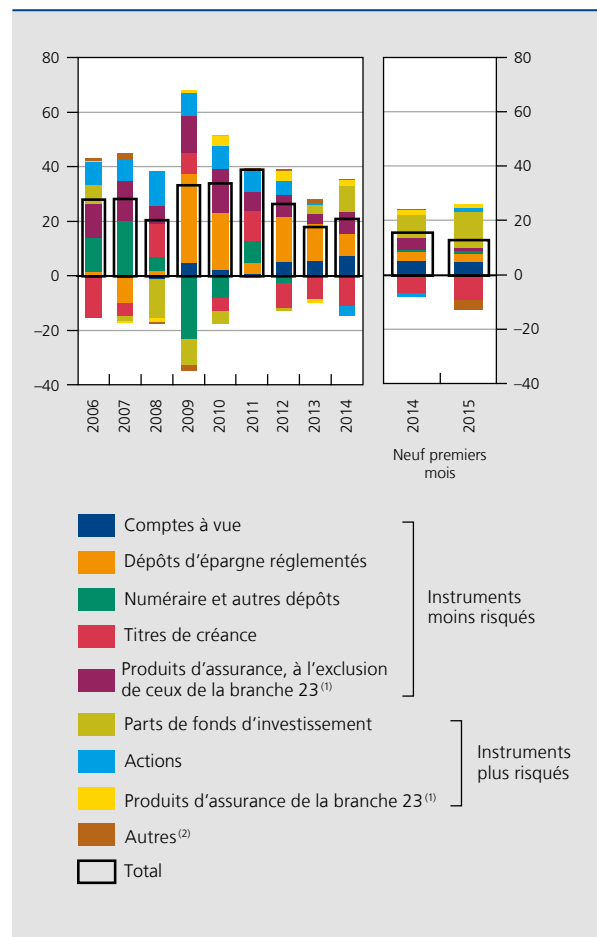
Compte tenu aussi de l'augmentation des engagements, l'épargne financière des ménages s'est chiffrée à 13,1 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2015, alors qu'elle atteignait encore 15,7 milliards durant la même période de l'année précédente. Les instruments considérés comme plus risqués ont enregistré un apport net de 15,9 milliards d'euros, tandis que 0,8 milliard ont été investis dans des produits peu risqués. Ce montant représente une diminution sensible par rapport aux 7,3 milliards d'euros qui avaient gonflé les placements dans ces instruments de janvier à septembre 2014.

La popularité des actifs plus risqués a surtout profité aux fonds d'investissement, qui ont drainé 13,1 milliards d'euros durant les trois premiers trimestres de 2015, comparativement aux 8,3 milliards investis au cours de la période correspondante de 2014, ainsi que, dans une moindre mesure, aux produits d'assurance de la branche 23

(produits qui n'offrent pas de taux de rendement garanti), qui ont attiré 1,3 milliard d'euros, et aux actions, à hauteur de 1,5 milliard d'euros. S'agissant des instruments moins risqués, la diminution des montants nets par rapport à l'année précédente résulte principalement du fait que les particuliers se sont débarrassés de titres de créance, ou n'ont pas réinvesti dans ces instruments, pour lesquels un flux négatif de 9,3 milliards d'euros a été constaté. De même, les produits d'assurance de la branche 21 (produits assortis d'une garantie de rendement) ont été moins plébiscités par les investisseurs particuliers, ne rassemblant que 1,3 milliard d'euros de nouveaux placements, contre 4,7 milliards en 2014. Dans le même temps, le numéraire et les dépôts ont de nouveau exercé un grand attrait : 8,8 milliards d'euros y ont été investis pendant les trois premiers trimestres

**GRAPHIQUE 60 FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS DAVANTAGE ORIENTÉE VERS DES PRODUITS PLUS RISQUÉS**

(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, dans la mesure où ils sont recensés, les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et sur les institutions financières.

de 2015, contre 9 milliards l'année antérieure. Parmi ceux-ci, les ménages ont de nouveau privilégié les dépôts sur les comptes à vue, qui ont recueilli plus de la moitié des placements dans des actifs liquides. Cette tendance, initiée en 2012, reflète tant le resserrement de l'écart de rendement entre les comptes d'épargne et les comptes à vue que le faible niveau général des taux d'intérêt sur ces types d'instruments. En revanche, bien qu'ils aient encore bénéficié de placements positifs par les particuliers au premier semestre de 2015, les comptes d'épargne réglementés ont commencé à être délaissés au troisième trimestre, au cours duquel les nouveaux apports ont été inférieurs aux retraits.

Au-delà de l'effet des taux de rendement bruts, la fiscalité inhérente aux divers actifs financiers peut, elle aussi, influencer la composition de l'épargne. En 2015, la principale modification a concerné la taxation de l'épargne-pension. Si le taux de taxation a été abaissé de 10 à 8 % pour les versements effectués jusqu'en 2014, une partie de cette taxe a été prélevée anticipativement. Ainsi, depuis 2015 et jusqu'en 2019, 1 % est retenu annuellement sur le capital disponible à la fin de 2014, tandis que les 3 % restants seront dus à la fin du contrat, c'est-à-dire après dix ans de versements ou lorsque le bénéficiaire atteindra l'âge de 60 ans. En ce qui concerne les versements réalisés dans le cadre de l'épargne-pension, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2015, le taux de taxation du capital est de 8 %, prélevés lorsque le bénéficiaire atteint l'âge de 60 ans. En 2015, les investissements dans des fonds de pension ont encore été importants, s'établissant à 1,6 milliard d'euros au cours des trois premiers trimestres, contre 2,1 milliards sur la période correspondante de 2014.

D'autres changements fiscaux sont entrés en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2016. Ceux-ci interviennent dans le financement du tax shift, dont l'objectif est de réduire les charges sur les revenus du travail en les compensant, notamment, par une taxation plus lourde des revenus de la propriété. Il est clair que certaines de ces mesures vont affecter les préférences des ménages en termes d'allocation de leur épargne. Deux d'entre elles, en particulier, méritent d'être mentionnées dans ce cadre. D'une part, le précompte mobilier sur les intérêts et sur les dividendes est passé de 25 à 27 % (à l'exception de certains revenus, comme les intérêts perçus sur les comptes d'épargne réglementés, dont le traitement n'a pas été modifié, et de certains bons d'État – emprunt Letermé). D'autre part, une taxe spécifique de 33 % sur la spéculation financière a été introduite; elle concerne les gains engrangés à la suite de la vente d'actions ou de dérivés financiers que les investisseurs n'ont pas conservés pendant au moins six mois. L'instauration de ces mesures pourrait influencer la volonté des ménages d'investir dans ce type d'actifs.

### ***Les crédits hypothécaires se sont inscrits en hausse en raison de conditions favorables et de divers changements législatifs***

Parallèlement à la constitution de nouveaux actifs, les particuliers ont également contracté de nouveaux engagements financiers. Ces derniers ont principalement pris la forme de crédits hypothécaires, mais aussi, dans une moindre mesure, de crédits à la consommation.

Les octrois de crédits hypothécaires ont globalement été considérables en 2015, dans un contexte de reprise du marché immobilier. En Belgique, les prix de l'immobilier résidentiel ont plus que doublé en termes nominaux 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 d'États membres de la zone euro, que ce soit en termes d'ampleur ou de durée. Le rythme de croissance s'est toutefois nettement contracté depuis 2011. En 2015, malgré les réformes de la fiscalité immobilière, en particulier en Région flamande, les prix se seraient de nouveau accélérés, affichant une croissance de 3,2 % sur l'ensemble des trois premiers trimestres, ce qui a mis fin au ralentissement enregistré les quatre années précédentes. En termes réels, les prix immobiliers auraient suivi des évolutions similaires.

L'activité sur le marché immobilier avait été particulièrement vive à la fin de 2014, en raison de l'entrée en vigueur de réformes de la fiscalité immobilière. En 2015, l'activité est revenue à un niveau plus proche de celui généralement observé. La Fédération Royale du Notariat belge a toutefois noté une hausse de 6,4 % du nombre de transactions sur l'ensemble de l'année.

Le montant des nouveaux crédits hypothécaires a dépassé de 5,2 milliards d'euros le flux des remboursements au cours des trois premiers trimestres de l'année sous revue. Cette hausse a porté l'endettement hypothécaire des ménages à 194,6 milliards d'euros en septembre 2015, ce qui représente une augmentation de 2,7 % par rapport à la fin de 2014. En termes de variation annuelle, le taux de croissance des crédits immobiliers (en volume) n'a cessé de se renforcer en cours d'année, atteignant 6 % en novembre, contre 4,3 % à la fin de 2014.

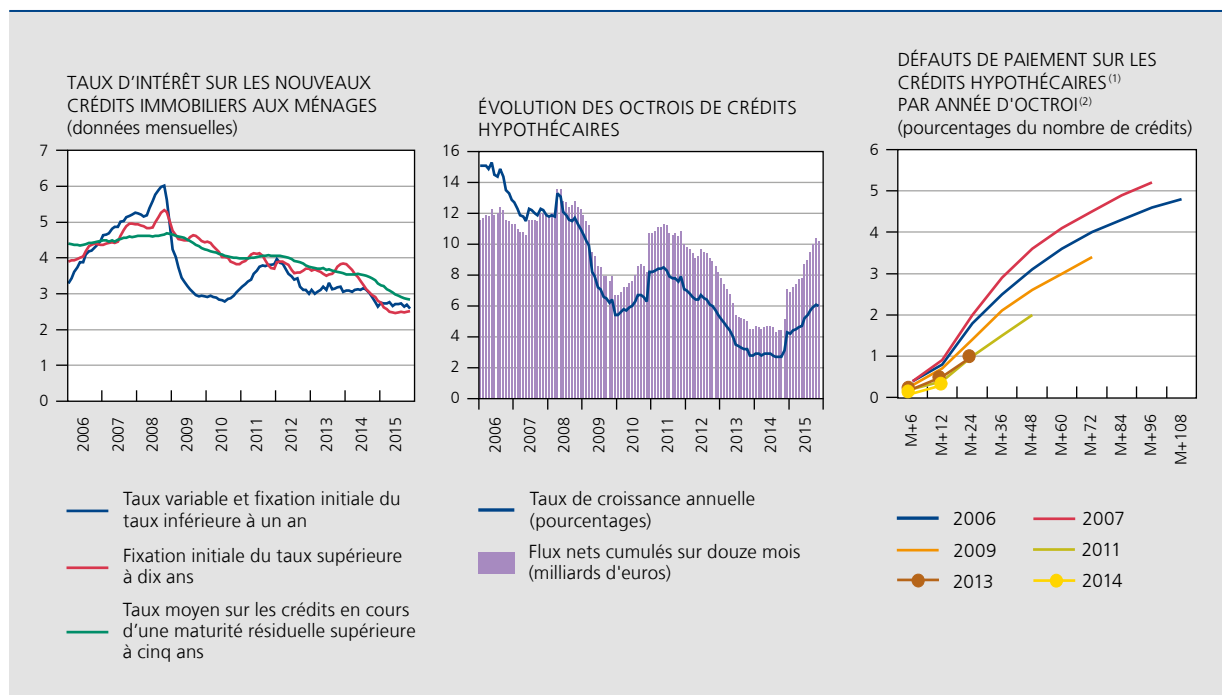
Cette vive recrudescence des emprunts hypothécaires fait abstraction des importantes opérations de refinancement de crédits existants auxquelles il a été procédé à la fin de 2014 et au début de 2015 et qui n'ont guère eu d'impact sur le volume de l'encours. Elle est à mettre au compte de deux éléments principaux: d'une part, la faiblesse des taux d'intérêt, qui a incité les ménages

à contracter de nouveaux crédits pour financer l'achat de leur habitation ou dans un but d'investissement, et, d'autre part, les changements fiscaux déjà introduits ou prévus à brève échéance, à savoir les nouvelles réglementations régionales concernant les bonus logement.

Le coût des crédits immobiliers accordés aux ménages est demeuré historiquement bas, en termes nominaux, tout au long de l'année, le taux des emprunts à moyen et à long termes continuant de se replier au fil des mois. Ainsi, le tarif appliqué aux crédits dont la fixation initiale du taux était supérieure à dix ans s'est établi à 2,5 % en novembre, alors qu'il était encore de 2,8 % à la fin de décembre 2014. Les taux sur les crédits d'une durée supérieure à cinq ans et inférieure à dix ans ont suivi une tendance identique, revenant de 2,7 à 2,4 % au cours de cette même période. De leur côté, les banques ont déclaré avoir assoupli leurs conditions de crédit sur les emprunts immobiliers au troisième trimestre de l'année, après qu'elles les avaient légèrement durcies au premier semestre. Le relâchement aurait conduit à l'amélioration des conditions non monétaires, et plus spécifiquement de la quotité d'emprunt. Au quatrième trimestre, elles les ont laissées inchangées.

Abstraction faite des refinancements, les nouveaux crédits ont principalement été consacrés à l'achat d'habitations et à la transformation des logements. Les changements survenus dans les réglementations expliquent aussi ces développements. Si la dynamique des crédits hypothécaires a été forte à la fin de 2014, c'est en partie parce que les ménages ont anticipé les adaptations qui allaient être apportées au traitement fiscal de ce type d'emprunts (bonus logement) en Flandre à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2015. Les nouvelles règles incluent notamment une diminution du montant maximal pouvant être déduit, de même qu'elles limitent l'avantage fiscal à 40 % (en lieu et place du taux de taxation marginal). En Wallonie, les changements ont été introduits le 1<sup>er</sup> janvier 2016, et le bonus logement y a été remplacé par le système du chèque-habitat, qui consiste en un crédit d'impôt individualisé, dont l'avantage est dégressif en fonction des revenus, ce qui peut également avoir convaincu certains ménages de hâter leurs démarches en vue d'acquérir un bien immobilier. En outre, en 2015, il est possible qu'un effet ponctuel lié à la nouvelle réglementation relative à l'abaissement du taux de TVA pour les travaux de rénovation (applicable sur les habitations d'au moins dix ans à partir

**GRAPHIQUE 61** TAUX D'INTÉRÊT SUR LES NOUVEAUX CRÉDITS IMMOBILIERS EN BAISSÉ, VOLUMES EMPRUNTÉS EN HAUSSE, DÉFAUTS DE PAIEMENT STABLES



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 leur octroi. Les régularisations de crédit ne sont pas prises en compte.



de 2016, contre cinq jusqu'à la fin de 2015) ait incité les ménages à anticiper la perte de cet avantage et à entreprendre leurs travaux de rénovation avant la fin de l'année. Par ailleurs, des modifications dans les systèmes de primes relatives aux aménagements visant à réduire la consommation d'énergie peuvent aussi avoir joué un rôle. Enfin, un dernier élément explicatif potentiel de la croissance des crédits au logement réside dans le fait que l'immobilier constitue en Belgique un investissement considéré comme sûr et susceptible de servir d'alternative au manque d'opportunités de placements financiers rémunérateurs et peu risqués.

S'agissant des défaillances, les données de la Centrale des crédits aux particuliers ne font pas état d'une augmentation notable du côté des crédits au logement, pour lesquels le taux de défaut est resté stable en 2015, à un bas niveau (1,2 %). Le montant moyen des arriérés de paiement et des montants exigibles sur ce type de crédits atteignait 40 500 euros en décembre 2015, contre 38 400 à la fin de 2014, ce qui représente une hausse de 5,4 %.

Bien que beaucoup plus modeste, l'octroi de crédits à la consommation s'est inscrit en très légère hausse au cours des neuf premiers mois de 2015 par rapport à la période correspondante de 2014. La faible progression du revenu disponible des ménages ainsi que le bas niveau des taux d'intérêt ont probablement contribué à accroître les volumes empruntés à des fins de consommation. Les flux nets ont atteint 0,3 milliard d'euros durant les trois premiers trimestres de 2015, alors qu'ils s'établissaient à 1,3 milliard en 2014. Selon les données de la Centrale des crédits aux particuliers, le volume des nouveaux crédits aurait toutefois grimpé de manière significative à partir du mois d'août, du fait de transactions relatives aux ouvertures de crédit et aux prêts à tempérament. S'agissant des ouvertures de crédit, 4,9 % des contrats se trouvaient en situation de défaut de paiement en décembre 2015, contre 4,3 % en décembre 2014. En revanche, pour ce qui est des prêts et ventes à tempérament, le pourcentage de crédits en défaut s'est légèrement replié en 2015, revenant à 10,4 % en décembre, contre 10,7 % à la fin de l'année précédente.

## Encadré 7 – Capacité des ménages de rembourser leur dette hypothécaire à l'aide de leurs revenus et de leurs actifs financiers

Les ménages peuvent être confrontés à des problèmes financiers lorsque leur flux de revenus est insuffisant pour honorer les remboursements périodiques de leur emprunt hypothécaire et que leurs actifs financiers (liquides) ne sont pas suffisants pour financer ces versements. S'appuyant sur les données de l'enquête de l'Eurosystem sur le patrimoine et la consommation des ménages (Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – HFCS) réalisée en 2010, le présent encadré analyse dans quelle mesure les ménages sont à même de rembourser leur dette hypothécaire et examine les problèmes qu'ils peuvent rencontrer à cet égard. Les données d'enquête au niveau des ménages offrent les avantages de permettre d'étudier séparément le groupe des ménages endettés et de fournir des informations sur la répartition des dettes et des actifs entre ces ménages. En revanche, elles présentent l'inconvénient de n'être ni exhaustives, ni exactes. En effet, les personnes interrogées ne constituent qu'un échantillon de la population, et leurs réponses sont susceptibles d'être incomplètes ou imprécises. En outre, les sondages de ce type ne sont réalisés qu'épisodiquement, et les résultats n'en sont publiés qu'avec retard<sup>(1)</sup>. Les données de la HFCS permettent d'accorder une attention particulière aux aspects de distribution, et plus précisément à la question de savoir qui détient des actifs et qui a contracté des dettes, ainsi qu'à la partie de l'encours des dettes hypothécaires qui est éventuellement exposée à un risque.

Pour évaluer l'endettement hypothécaire des ménages, on calcule deux ratios d'endettement qui rapportent le remboursement de la dette hypothécaire aux revenus ou aux actifs financiers :

- le ratio *debt-service-to-income* (DSTI) est le rapport entre le flux des mensualités de l'emprunt hypothécaire et le flux mensuel des revenus bruts du ménage au moment de l'enquête. Ce ratio indique la part des revenus des ménages qui est nécessaire pour rembourser la charge de la dette ;

(1) Les caractéristiques structurelles de la répartition des actifs et des dettes sont relativement stables dans le temps, de sorte qu'une analyse basée sur des données de 2010 est toujours pertinente. La HFCS est réalisée non seulement en Belgique, mais également en Allemagne, en Autriche, à Chypre, en Espagne, en Finlande, en France, en Grèce, en Italie, au Luxembourg, à Malte, aux Pays-Bas, au Portugal, en Slovaquie et en Slovénie. Par « ensemble de la zone euro », il faut ici entendre ces 15 pays.

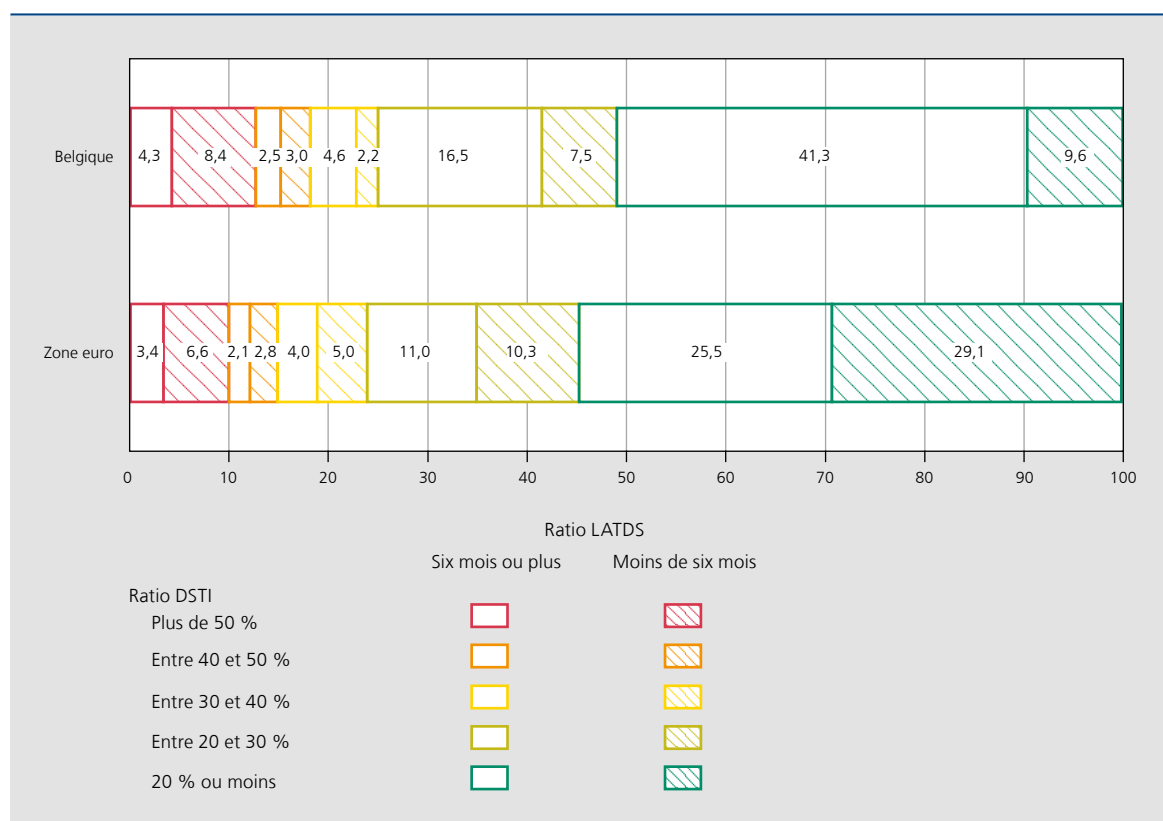
– le ratio liquid-assets-to-debt-service (LATDS) est le rapport entre la valeur des actifs liquides (dépôts, obligations et bons de caisse, actions cotées et placements en fonds communs de placement) d'un ménage et le flux des mensualités de l'emprunt hypothécaire au moment de l'enquête. Ce ratio indique la durée, en nombre de mois, pendant laquelle un ménage peut financer les remboursements de sa dette à l'aide de ses actifs financiers liquides, par exemple en cas de perte subite de revenus.

Lorsque les ratios d'endettement rapportés aux revenus ou aux actifs liquides deviennent trop défavorables, le risque que les ménages ne soient pas en mesure de rembourser leur dette est susceptible d'augmenter. C'est pourquoi l'attention se concentre principalement sur les ménages emprunteurs hypothécaires dont le ratio d'endettement est défavorable (DSTI élevé, LATDS faible), et en particulier sur la proportion de ces ménages dans l'encours total des dettes hypothécaires. Selon les données de la HFCS de 2010, 69,7 % des ménages belges sont propriétaires de leur propre logement, contre 60,1 % dans la zone euro, tandis que 30,5 % ont souscrit un emprunt hypothécaire, contre 23,1 % dans la zone euro.

S'agissant de la capacité de rembourser la dette hypothécaire à l'aide des flux des revenus actuels, il s'avère que 18,2 % de l'encours total des dettes hypothécaires en Belgique sont détenus par des ménages qui consacrent plus de 40 % de

#### VENTILATION DE L'ENCOURS DES DETTES HYPOTHÉCAIRES DES MÉNAGES SELON LES RATIOS DEBT-SERVICE-TO-INCOME<sup>(1)</sup> (DSTI) ET LIQUID-ASSETS-TO-DEBT-SERVICE<sup>(2)</sup> (LATDS)

(pourcentages de l'encours total des dettes hypothécaires des ménages)



Sources: BCE, BNB (HFCS).

(1) Le flux des mensualités de l'emprunt hypothécaire divisé par le flux mensuel des revenus bruts du ménage.

(2) La valeur des actifs financiers liquides (dépôts, obligations et bons de caisse, actions cotées et placements en fonds communs de placement) d'un ménage divisée par le flux des mensualités de l'emprunt hypothécaire.

leurs revenus au remboursement de leur dette, contre 14,9 % dans la zone euro. Ceux dont le ratio DSTI est supérieur à 50 % détiennent 12,7 % de la dette hypothécaire en Belgique et 10 % de celle de la zone euro. De manière générale, les ménages belges accèdent au marché immobilier – et donc au marché hypothécaire – à un âge relativement jeune, lorsque leurs revenus peuvent encore progresser. En outre, la part des emprunts hypothécaires assortis d'une très longue échéance ou dépourvus de remboursements en capital est relativement modeste en Belgique, ce qui entraîne des remboursements échelonnés généralement plus importants. Ces caractéristiques, en soi favorables, sont toutefois de nature à accroître le nombre de ménages dont le ratio DSTI est élevé.

L'analyse de la mesure dans laquelle l'encours des dettes hypothécaires d'un ménage est couvert par des actifs financiers se limite aux actifs liquides. Les actifs financiers liquides permettent à un ménage de surmonter les périodes de faibles revenus, par exemple pour cause de chômage. Bien que de telles périodes puissent se prolonger, des cas plus modérés de perte de revenus, comme par exemple une période de six mois, valent la peine d'être examinés. Les actifs liquides incluent les dépôts, les obligations et les bons de caisse, ainsi que les actions cotées et les placements en fonds communs de placement. Les actions non cotées et la valeur des entreprises indépendantes, des droits à la pension acquis et d'autres actifs financiers ne sont donc pas prises en considération. D'après les comptes financiers, ces actifs financiers liquides s'élevaient au troisième trimestre de 2015 à 160 % du PIB en Belgique, contre 106 % dans la zone euro.

Les données de la HFCS attestent des disparités en matière de distribution du patrimoine financier total des ménages<sup>(1)</sup>. Tout d'abord, les ménages, selon qu'ils ont contracté ou non un emprunt hypothécaire, ne sont pas égaux en matière de répartition des actifs financiers liquides. Les ménages emprunteurs hypothécaires représentent 30,5 % des ménages belges, mais ils ne possèdent que 21,9 % de l'ensemble des actifs financiers liquides. Par ailleurs, ce patrimoine financier est réparti de manière inégale entre les ménages ayant contracté un prêt hypothécaire. En d'autres termes, les ménages ne disposent pas tous de moyens financiers suffisants pour couvrir leur dette.

D'une part, les données de la HFCS suggèrent que 14,9 % de l'encours hypothécaire est aux mains de ménages disposant d'assez d'actifs liquides pour rembourser immédiatement l'intégralité de leur dettes. Ils conservent toutefois ceux-ci en vue de parer à d'autres dépenses (imprévues) ou parce que le rendement qu'ils en obtiennent est parfois supérieur aux frais hypothécaires, notamment en raison du traitement fiscal des remboursements. Au sein de la zone euro, 8,9 % de l'encours hypothécaire total sont couverts de cette manière par les actifs liquides des ménages.

D'autre part, cette répartition inégale des actifs et des dettes met au jour des groupes vulnérables. Ainsi, en Belgique, les ménages qui ne détiennent pas assez d'actifs liquides pour couvrir leurs remboursements pendant six mois représentent 30,8 % de l'encours hypothécaire. Pour la zone euro, ce pourcentage atteint 53,8 %. La part de ces dettes – qui ne sont couvertes que dans une mesure très limitée par des moyens financiers – est en outre plus importante parmi les groupes de ménages qui éprouvent déjà des difficultés à s'en acquitter à l'aide de leurs revenus. Si un cinquième à peine de l'encours hypothécaire affichant un ratio DSTI de 20 % ou moins est le fait de ménages ne disposant pas d'actifs liquides suffisants pour couvrir leurs remboursements durant six mois, cette part grimpe à sept dixièmes pour l'encours hypothécaire dont le ratio DSTI est supérieur à 50 %. Au sein de la zone euro, la part de ces dettes hypothécaires faiblement couvertes se situe entre 50 % pour les groupes de ménages affichant le ratio DSTI le plus faible et 70 % pour ceux dont le ratio DSTI est le plus élevé. Il semble donc que, en Belgique, les actifs liquides soient principalement détenus par des ménages qui n'ont pas contracté d'emprunt hypothécaire et, au sein du groupe des ménages emprunteurs hypothécaires, par ceux qui éprouvent relativement peu de difficultés à rembourser leur dette à l'aide des revenus du ménage.

Globalement, l'important patrimoine financier des Belges contribue dans une certaine mesure à la soutenabilité de leur dette hypothécaire. Une proportion significative des ménages ayant contracté un emprunt hypothécaire consacrent toutefois une large part de leurs revenus à rembourser celui-ci et conservent en outre peu de moyens financiers liquides

(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.



pour compenser une perte de revenus temporaire. Ces ménages sont donc vulnérables en cas de chocs de revenu et forment ce qu'on appelle des poches de risque (pockets of risk) sur le marché hypothécaire. Ce risque pèse d'autant plus sur les ménages emprunteurs hypothécaires dont les revenus sont faibles – en particulier lorsqu'il s'agit de jeunes ménages<sup>(1)</sup> qui n'ont pas nécessairement eu le temps de constituer une épargne financière suffisante.

(1) 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.

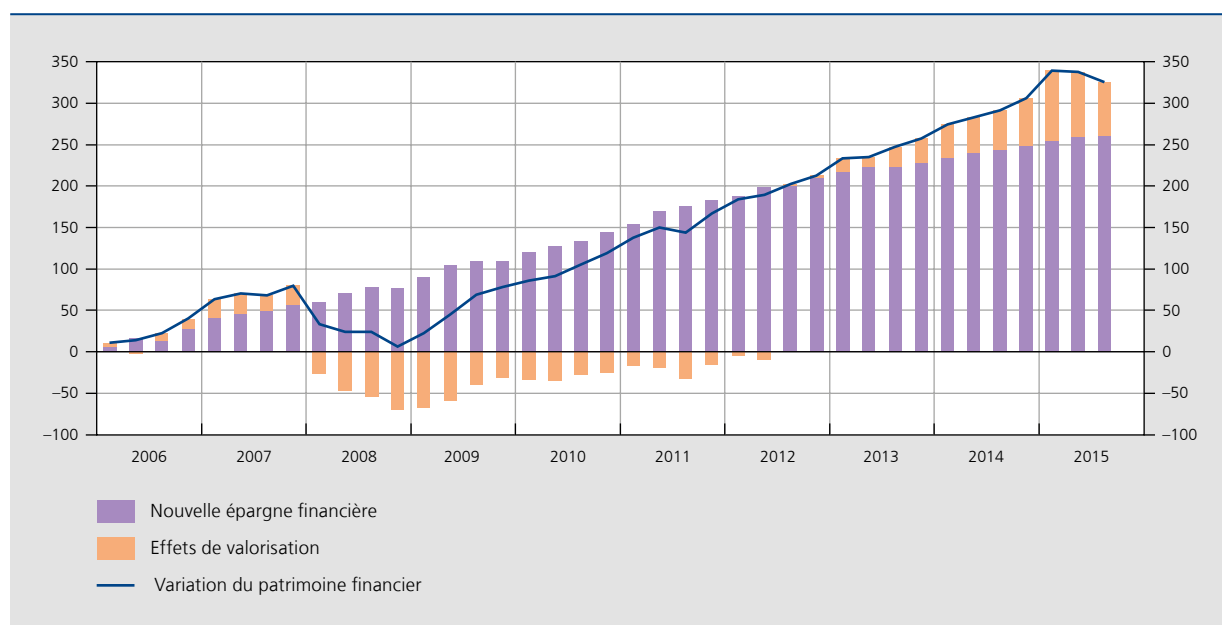
**Poursuite de l'accroissement du patrimoine financier, dont la composition s'est modifiée et qui a bénéficié à nouveau d'effets de valorisation positifs**

L'ensemble des actifs financiers détenus par les particuliers forme leur patrimoine financier. Outre les variations dues à la constitution de nouveaux actifs ou de nouveaux engagements financiers, d'autres effets influencent ce dernier, à savoir les modifications de prix de leurs actifs existants (effets de valorisation). Entre 2012 et 2014, l'expansion du patrimoine financier total a été soutenue tant par les changements de volume que par les revalorisations des actifs en portefeuille. Après les lourdes pertes essuyées en 2008, lors du déclenchement de la crise financière,

que les ménages ont mis trois années à éponger, les prises de valeur des actifs plus risqués de leur portefeuille ont été substantielles de 2012 à 2014, ce qui a contribué à augmenter leur patrimoine financier de 73,2 milliards d'euros. 2015 a, quant à elle, été une année contrastée de ce point de vue. De fait, l'évolution des cours boursiers, si elle a concouru à gonfler la valeur du portefeuille des particuliers au premier trimestre de l'année à hauteur de 27,7 milliards d'euros, leur a été défavorable durant les deuxième et troisième trimestres, au cours desquels les ménages ont accusé des pertes financières sur leurs actifs plus risqués, qui ont atteint près de 21 milliards d'euros. Sur l'ensemble des trois trimestres, les effets de valorisation sont toutefois demeurés positifs et ont représenté

**GRAPHIQUE 62** EFFETS DE VALORISATION DES ACTIFS POSITIFS DEPUIS 2012, MAIS CORRECTION À LA BASSE À PARTIR DU DEUXIÈME TRIMESTRE DE 2015

(flux cumulés à partir de 2006T1, milliards d'euros)



Source : BNB.

près de 35 % de l'accroissement du patrimoine financier des ménages au cours de cette période.

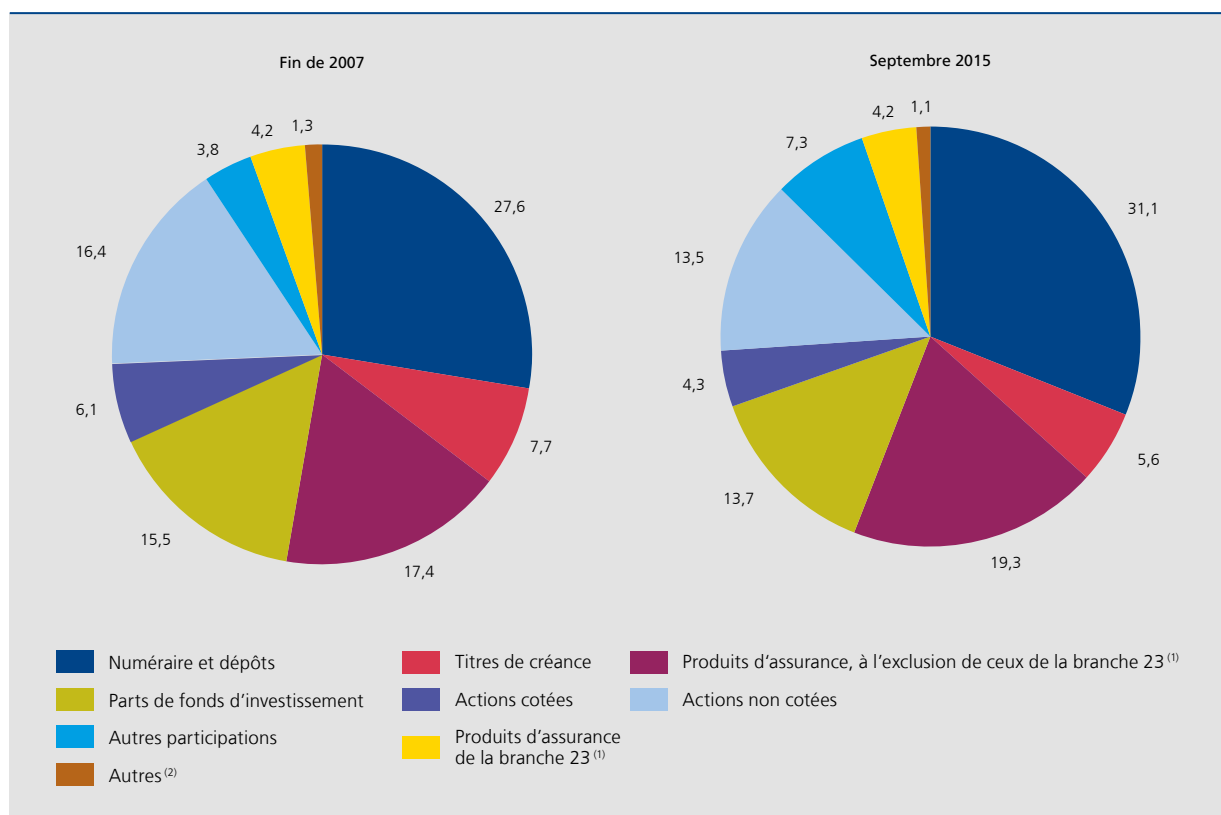
En septembre 2015, le patrimoine financier des ménages belges se chiffrait à 1 193 milliards d'euros, ce qui équivaut à 293 % du PIB. À titre de comparaison, en décembre 2007, avant l'éclatement de la crise financière, il s'élevait à 947 milliards, soit 275 % du PIB. Au cours des trois premiers trimestres de 2015, il s'est redressé de 20 milliards d'euros, répartis en constitution de nouveaux actifs (13,1 milliards d'euros) et en valorisation des actifs en portefeuille (6,9 milliards).

Plus de la moitié du portefeuille des particuliers consiste en des produits peu risqués: numéraire, dépôts, titres de créance et produits d'assurance à l'exclusion de ceux de la branche 23. La valeur totale de ces avoirs s'établissait à 668 milliards d'euros en septembre 2015. Dans cette catégorie, les instruments les plus populaires restent les comptes d'épargne réglementés, sur lesquels étaient placés 240 milliards d'euros, ainsi que les

produits d'assurance les moins risqués, qui rassemblent 230 milliards. Les actifs très liquides et peu risqués, qui servent habituellement d'épargne de précaution ou d'attente, constituent aussi une large catégorie du portefeuille des ménages, totalisant environ un tiers de leurs actifs financiers.

La part du patrimoine investie dans des instruments liquides utilisés comme épargne de précaution ou d'attente (numéraire et dépôts) est passée de 27,6 à 31,1 % du portefeuille financier entre 2007 et 2015, reflétant l'aversion accrue des ménages pour le risque à la suite de la crise financière. De plus, les différentes composantes de cette catégorie d'actifs ont été modifiées. Par rapport à la fin de 2007, la proportion d'actifs détenus en numéraire ou en comptes à vue a augmenté, essentiellement au détriment des investissements dans les comptes à terme. Parallèlement, de manière générale, la part d'actifs peu risqués, qui, outre le numéraire et les dépôts, comporte également les titres de créance et les produits d'assurance à l'exclusion de ceux de la branche 23, s'est accrue au fil des ans. Elle représentait

**GRAPHIQUE 63** COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES DAVANTAGE ORIENTÉE VERS DES PRODUITS MOINS RISQUÉS QU'AVANT LA CRISE  
(pourcentages du total)



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, dans la mesure où ils sont recensés, les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et sur les institutions financières.

en septembre 2015 56 % de la richesse financière des ménages, contre 53 % environ à la fin de 2007. Le relèvement, en 2008, du plafond de la garantie des dépôts de 20 000 à 100 000 euros a sans doute également joué un rôle dans cette évolution. La tendance inverse s'affirme pour les instruments financiers plus risqués, à savoir les actions, les parts de fonds d'investissement et les produits d'assurance de la branche 23, dont la proportion est revenue de 46 % en 2007 à 42,9 % en septembre 2015.

Les instruments plus risqués, qui se chiffraient à 512 milliards d'euros en septembre 2015, étaient constitués à hauteur de 58 % d'actions cotées et non cotées (298 milliards). Les autres actifs de cette catégorie comprenaient les parts de fonds d'investissement (163 milliards) et les produits d'assurance de la branche 23 (51 milliards).

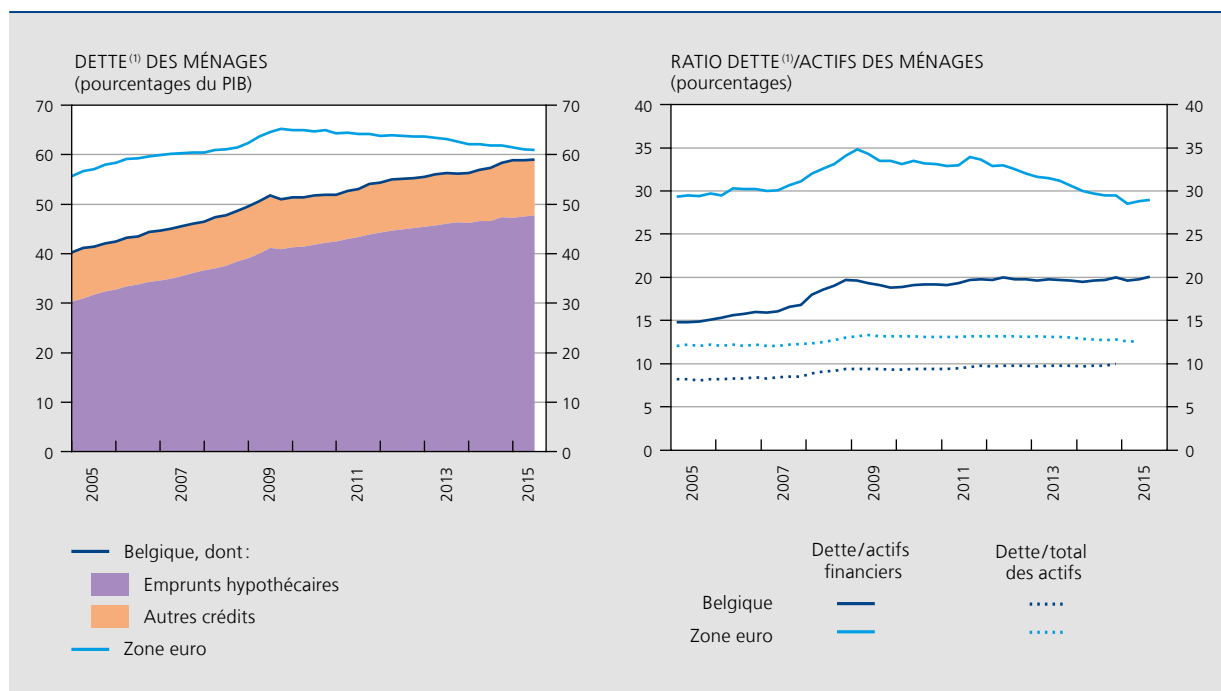
Sur le plan des engagements financiers, l'endettement total des ménages, qui s'établissait à 249 milliards d'euros à la fin de 2014, a atteint 257 milliards en septembre 2015, dont les trois quarts consistaient en des dettes hypothécaires. En variation annuelle, cela correspond à une croissance de 5,2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2015, soit une progression plus soutenue que celle enregistrée en moyenne en 2013 et en 2014 (4,2 %).

### Taux d'endettement des ménages

Le taux d'endettement brut des ménages a poursuivi sa tendance haussière et s'est établi à 59,1 % du PIB au troisième trimestre de 2015. Cette nouvelle augmentation a contrasté avec le léger mouvement de désendettement qui s'était dessiné dans la zone euro à partir du début de 2010, le taux d'endettement étant graduellement revenu de 65 à 60,9 % du PIB au troisième trimestre de 2015. La montée persistante du taux d'endettement en Belgique est principalement imputable au crédit hypothécaire.

Malgré la nouvelle progression du taux d'endettement brut, la situation financière des ménages demeure globalement robuste, comme le fait notamment apparaître le rapport des dettes aux actifs, qui reste plus bas en Belgique que dans la zone euro. Depuis la crise, l'augmentation des dettes a suivi à peu près le même rythme que la hausse du patrimoine financier. Des données microéconomiques confirment que la dette est mieux couverte par des actifs en Belgique que dans la zone euro. Cela vaut tant pour les actifs financiers que pour l'ensemble des actifs. Étant donné la répartition inégale des dettes, des revenus et du patrimoine entre les ménages, ces données révèlent toutefois aussi des vulnérabilités importantes dans la

**GRAPHIQUE 64** LE TAUX D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES A CONTINUÉ DE S'ÉLEVER, SANS INDIQUER DE RISQUES EXCESSIFS



Sources : BCE, BNB.

(1) Dette brute définie comme le total des encours des crédits.

structure de la dette (poches de risques). Plus spécifiquement, certains ménages, compte tenu de leurs revenus ou de leurs actifs liquides, ont une capacité de remboursement limitée (cf. encadré 7).

Des indicateurs du risque de crédit ex post, tels que les créances douteuses et les arriérés de paiement des particuliers enregistrés par la Centrale des crédits, font toutefois apparaître que les charges de remboursement actuelles demeurent sous contrôle pour la plupart des ménages. Le ratio de créances douteuses pour le crédit hypothécaire sur le marché belge est resté relativement bas au troisième trimestre de 2015, et la croissance annuelle de l'ensemble des arriérés de paiement des ménages est revenue de 4,9 % à la fin de 2014 à 1,4 % en décembre 2015. Ces évolutions peuvent être attribuées à la meilleure situation macroéconomique, notamment à la diminution du nombre de chômeurs, ainsi qu'à la politique monétaire accommodante depuis 2008, de sorte que l'augmentation du taux d'endettement n'a pas donné lieu à une hausse des charges d'intérêts totales des ménages (en pourcentage de leur revenu disponible).

Même si la situation générale d'endettement ne montre pas de risques excessifs, la Banque, dans le cadre de son mandat macroprudentiel, a pris quelques mesures pour limiter d'éventuels risques futurs. Ainsi, les banques ont été invitées à fixer avec circonspection leurs conditions de crédit hypothécaire. De plus, à la fin de 2013, les pondérations de risques applicables au crédit hypothécaire ont été relevées de 5 points de pourcentage pour les banques qui utilisent une approche basée sur des notations internes (internal ratings-based approach – IRB). De même, à partir du début de 2016, un coussin de fonds propres supplémentaire (CCB) peut être imposé aux banques si le cycle de crédit du secteur privé non financier présente une accélération excessive.

### 3.2 Rôle et position du secteur financier dans l'économie

#### Banques

*Les banques belges ont fortement réduit la taille de leur bilan depuis 2007 et se sont recentrées sur des activités bancaires traditionnelles sur certains marchés stratégiques.*

Le total du bilan des banques belges est passé de 996 milliards d'euros à la fin de 2014 à 1 008 milliards à la fin septembre 2015, soit 248 % du PIB. Ce mouvement semble confirmer la fin du processus de

deleveraging amorcé dans le secteur à la fin de 2007, lorsque l'actif total des banques belges s'élevait encore à 1 578 milliards d'euros, soit 458 % du PIB, et qui a entraîné des changements fondamentaux dans la composition du bilan des banques. L'expansion des activités qui caractérisait le secteur avant la crise était, en raison d'une saturation croissante du marché belge, en grande partie axée sur l'étranger. À partir de 2008, l'attention s'est à nouveau portée sur les activités belges, tandis que les activités transfrontalières ont été réduites. Les banques ont toutefois maintenu une présence forte sur quelques « marchés stratégiques » étrangers, comme en Europe de l'Est et du Sud-Est (KBC et BNP Paribas Fortis), aux Pays-Bas (Argenta), en Irlande (KBC), en Suisse (ING Belgique) et au Luxembourg.

Outre ces modifications d'ordre géographique, les banques se sont progressivement recentrées sur leur fonction traditionnelle d'intermédiation, qui consiste principalement à collecter les dépôts des épargnants pour les recycler en crédits aux ménages et aux entreprises. Les prêts octroyés par les banques belges aux particuliers ont augmenté de manière continue, principalement sur le marché belge et sur les marchés stratégiques étrangers, pour atteindre un total de 263 milliards d'euros (soit 26 % du total de l'actif) à la fin de septembre 2015. Une grande partie de cette hausse peut être imputée au marché belge des prêts hypothécaires, dont l'encours n'a cessé de grimper depuis la fin de 2007, passant de 111 à 175 milliards d'euros, soit une progression de 58 %. Le portefeuille des crédits aux sociétés non financières belges a lui aussi suivi une trajectoire ascendante, certes moins marquée et entrecoupée de périodes de croissance négative. Ce portefeuille, qui s'élevait à 97 milliards d'euros à la fin de 2007, s'est établi à 114 milliards d'euros à la fin de septembre 2015, soit 11 % de l'actif total du secteur bancaire belge.

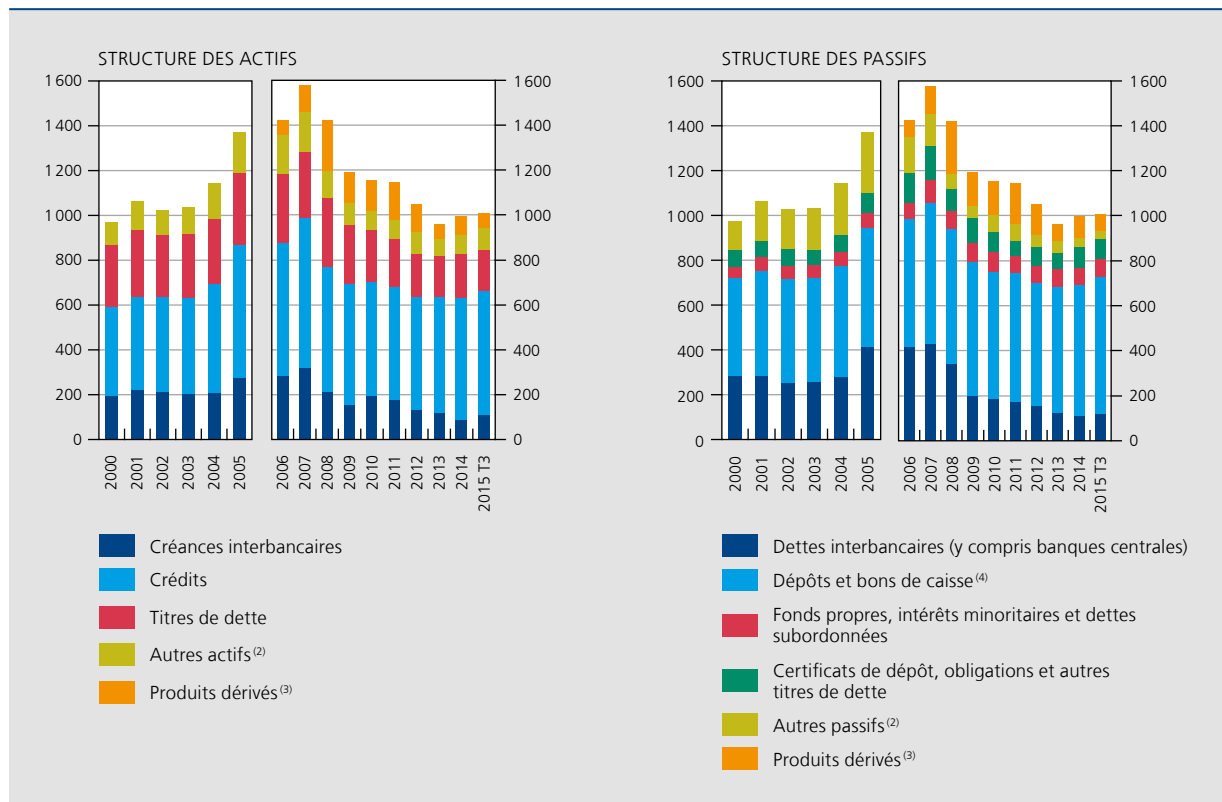
En revanche, l'encours des crédits aux sociétés non financières étrangères et aux établissements financiers bancaires et non bancaires (principalement étrangers) enregistre un repli depuis 2007. Cela explique la contraction, amorcée en 2008, de l'encours des crédits octroyés aux contreparties établies à l'étranger, tant au sein de la zone euro que dans le reste du monde. À la fin de septembre 2015, le total des prêts accordés par les banques belges s'élevait à, respectivement, 88 milliards d'euros pour les prêts aux sociétés non financières étrangères et 146 milliards pour ceux octroyés aux sociétés financières, dont près des trois quarts à des banques et un quart à des établissements non bancaires.

Depuis la crise financière, les banques belges ont aussi sensiblement réduit la taille de leur portefeuille de titres



## GRAPHIQUE 65 LES BANQUES BELGES ONT FORTEMENT RÉDUIT LA TAILLE DE LEUR BILAN DÈS LE DÉBUT DE LA CRISE FINANCIÈRE

(structure du bilan des établissements de crédit belges; données en fin de période, sur une base consolidée<sup>(1)</sup>; milliards d'euros)



Source : 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 « autres actifs » comprennent principalement les avoirs auprès des banques centrales, les actions, les actifs tangibles et intangibles et les actifs d'impôts différés. Les « autres passifs » comprennent principalement les positions courtes, les passifs autres que les dépôts et les titres de dette, les provisions et les obligations au titre des prestations définies.

(3) 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).

(4) Depuis le troisième trimestre de 2014, les bons de caisse ne sont plus inclus dans les « dépôts et bons de caisse » mais dans les « certificats de dépôt, obligations et autres titres de dette ». Les passifs liés à des actifs transférés ne sont plus inclus dans les « autres passifs » mais répartis entre différentes rubriques du passif.

de dette, qui est revenu de 297 milliards à la fin de 2007 à 182 milliards à la fin de septembre 2015. Cette baisse considérable est essentiellement attribuable à une plus faible exposition sous la forme de titres émis par des institutions financières et non financières. Les placements en obligations d'État se sont par contre accrus de 3,5 milliards d'euros, leur part dans le bilan passant ainsi de 9 à 13 % à la fin de septembre 2015.

Cette évolution ne s'est certes pas opérée de manière linéaire. Depuis l'éclatement de la crise financière, la composition du portefeuille d'obligations d'État a par ailleurs fortement changé. À la suite des turbulences observées sur les marchés d'emprunts d'État en 2011 et en 2012, les banques belges ont réajusté leur exposition envers des contreparties publiques. Elles se sont concentrées sur les obligations publiques belges et ont considérablement diminué l'encours de leurs positions vis-à-vis

des pays périphériques, qui est retombé de 46 milliards d'euros à la fin de 2007 à 11 milliards à la fin de 2013. Depuis 2014, l'exposition aux États périphériques a toutefois recommencé à gagner du terrain, jusqu'à atteindre 22 milliards d'euros à la fin de septembre 2015, ce qui constitue néanmoins un niveau bien plus faible qu'avant la crise. L'encours des positions vis-à-vis des pays non périphériques, parmi lesquels certains sont notés AAA, telle l'Allemagne, a également augmenté depuis 2014. Les administrations publiques belges restent la contrepartie la plus importante, leur part dans l'encours des expositions envers le secteur public, sous la forme de crédits et d'obligations, s'établissant à 49 % à la fin de septembre 2015.

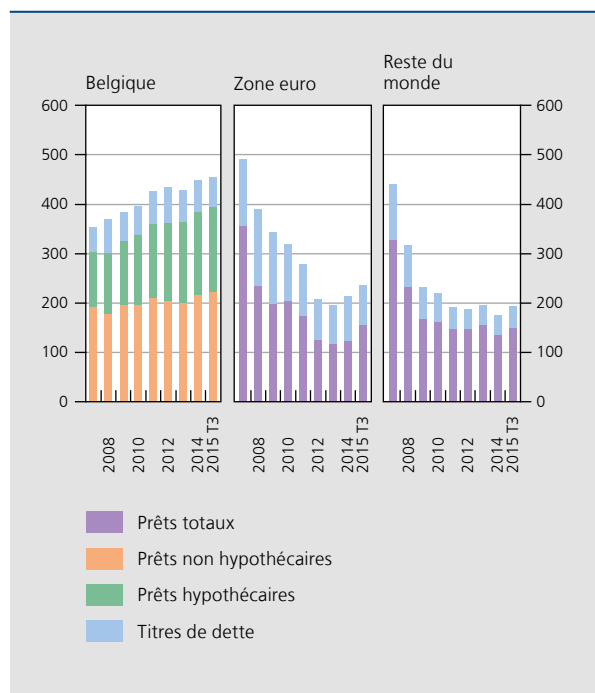
Outre des mouvements des prêts et des portefeuilles de titres, la réduction du bilan du secteur bancaire constatée depuis le début de la crise financière résulte aussi

du sensible repli de la valeur de marché du portefeuille de produits dérivés, qui est retombée de 223 milliards d'euros à la fin de 2008 à 66 milliards à la fin de septembre 2015. Ce portefeuille étant principalement constitué de produits dérivés destinés à couvrir le risque de taux, l'évolution de sa valeur de marché est généralement assez volatile, en fonction des mouvements des taux de marché. Son recul au cours des huit dernières années s'explique principalement par un moindre besoin de couverture du risque de taux, parallèlement à l'ameublissement global des activités bancaires. Par ailleurs, les banques ont également cherché à comprimer le nombre de ces contrats, notamment lorsque des expositions croisées existaient vis-à-vis de mêmes contreparties. Dans de nombreux cas, les banques ont neutralisé leurs positions existantes en concluant de nouveaux contrats aux caractéristiques inversées, dits « back-to-back », de sorte que la baisse de la valeur de marché des produits dérivés observée à l'actif est allée de pair avec une diminution du même ordre au passif.

La crise financière est également à l'origine d'importantes modifications au niveau d'autres postes du passif

**GRAPHIQUE 66 LE PROCESSUS DE DELEVERAGING DES BANQUES BELGES S'EST CONCENTRÉ SUR LES EXPOSITIONS ENVERS DES CONTREPARTIES ÉTRANGÈRES**

(répartition géographique des actifs détenus par les établissements de crédit belges sous la forme de prêts et de titres de dette<sup>(1)</sup>, 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.

des banques belges. On a ainsi observé, à partir du début de la crise, une forte diminution du financement de marché des banques. La chute la plus notable a été enregistrée pour le financement obtenu sur le marché interbancaire, qui comprend également celui par les banques centrales. Le montant total emprunté sur ce marché a été ramené de 432 milliards d'euros à la fin de 2007 à 121 milliards d'euros à la fin de septembre 2015. Bien que le financement par les banques centrales ait par moments été élevé, en l'occurrence lorsque le financement de marché s'est temporairement tari durant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine en Europe, les banques belges n'y ont recouru que de manière limitée ces dernières années. Depuis la crise financière, elles ont également délaissé d'autres formes de financement de marché. Elles ont toutefois recouru au régime belge d'émission d'obligations sécurisées, instauré en 2012, jusqu'à concurrence de 21 milliards d'euros à la fin de septembre 2015.

À la baisse généralisée du financement de marché des banques belges correspond un accroissement de la part du financement par les dépôts des ménages et des sociétés non financières, ce qui constitue une autre facette de la transition des banques belges vers un modèle d'activité plus traditionnel. Depuis 2007, la part de ce type de financements dans le total bilanciel du secteur s'est inscrite en hausse globale, pour atteindre 48 % à la fin de septembre 2015. Cette augmentation est dans une large mesure attribuable aux dépôts des ménages, dont l'encours s'est principalement accru dans la catégorie des comptes d'épargne. Sur une base non consolidée, l'encours des dépôts d'épargne est passé de 149 milliards d'euros à la fin de 2007 à 258 milliards d'euros à la fin de 2014, pour culminer à 261 milliards d'euros à la fin de septembre 2015. Une part non négligeable de ces dépôts ont été récoltés par des succursales de banques étrangères, qui les ont transférés à leur société mère hors de Belgique.

**En 2015, les évolutions bilancielles ont confirmé la fin du processus de deleveraging entamé en 2008**

Les premiers signes de stabilisation des dépôts de détail se sont fait jour en 2015, du moins sur le marché belge, les ménages s'étant progressivement tournés vers d'autres types d'actifs. Ils ont en effet plus souvent choisi de placer une partie de leurs avoirs dans des fonds, ceux-ci offrant un meilleur rendement que les dépôts d'épargne (et que les produits d'assurance-vie), dont la rémunération est faible. Les banques ont toutefois pu recourir à d'autres sources de financement. Ainsi, les dépôts des clients de gros, collectés auprès des sociétés tant financières que non financières, ont grimpé de 204 milliards

**TABLEAU 12** COMPTE DE RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

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

	2011	2012	2013	2014	Neuf premiers mois		Pourcentages du produit bancaire
					2014	2015	
Résultat net d'intérêts	14,0	13,6	13,3	14,5	10,8	11,3	66,5
Résultat hors intérêts	4,8	4,5	7,0	6,2	5,0	5,7	33,5
Résultat net des commissions (y compris les commissions versées aux agents)	4,4	4,5	5,0	5,3	4,1	4,5	26,8
Profits et pertes (non) réalisés sur instruments financiers <sup>(1)</sup>	-0,8	0,0	0,8	-0,1	0,3	1,3	
Autres revenus hors intérêts	1,2	0,0	1,3	0,9	0,5	-0,1	
Produit bancaire	18,7	18,1	20,3	20,7	15,8	16,9	100,0
Dépenses opérationnelles	-12,3	-13,0	-12,4	-12,7	-9,6	-10,0	58,9 <sup>(2)</sup>
Résultat brut d'exploitation	6,4	5,0	8,0	8,0	6,2	7,0	
Réductions de valeur et provisions	-5,0	-2,6	-3,0	-1,3	-0,9	-0,6	
Provisions pour pertes sur créances	-3,0	-2,0	-2,3	-1,3	-1,0	-0,9	
Réductions de valeur sur autres actifs financiers	-1,4	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	
Autres réductions de valeur et provisions	-0,6	-1,5	-0,6	0,1	0,0	0,3	
Autres composantes du compte de résultats	-1,0	-0,8	-1,8	-2,2	-1,6	-1,9	
Profit ou perte net(te)	0,4	1,6	3,3	4,5	3,6	4,4	

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(s) à la comptabilité de couverture.

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

d'euros à la fin de 2014 à 223 milliards d'euros à la fin de septembre 2015. Cette augmentation tient en partie aux possibilités plutôt restreintes de placement dont bénéficient ces entreprises à l'heure actuelle.

Les récentes modifications dans la composition des actifs s'expliquent dès lors par deux facteurs. D'une part, les montants octroyés en 2015 sous la forme de prêts aux particuliers et aux sociétés non financières sur les marchés stratégiques des banques belges (dont la Belgique) ont poursuivi leur progression, s'inscrivant dans la croissance normale des activités. D'autre part, les expositions aux contreparties étrangères, essentiellement financières, ont gagné du terrain. Cette expansion va de pair avec l'évolution des placements des clients de gros auprès des banques belges au cours de la même période, lesquels peuvent être de nature temporaire. Dès lors, ces nouvelles expositions ne constituent pas une réorientation effective de la politique d'investissement. Bien qu'il soit donc trop tôt pour évoquer une « quête du rendement » prononcée dans le chef des banques belges, on ne peut toutefois pas exclure que certaines banques puissent être contraintes à l'avenir de revoir plus

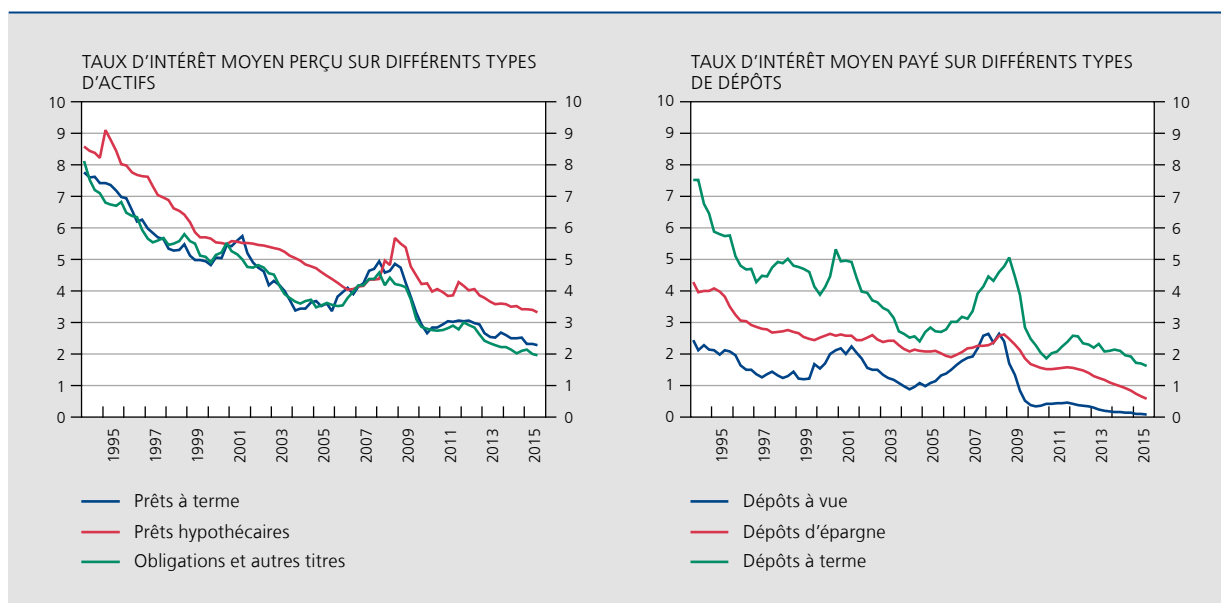
en profondeur la composition de leur actif (et de leur passif), pour tenter de soutenir leur rentabilité si le climat économique actuel – caractérisé par des taux faibles et une croissance atone – venait à persister à moyen terme, mettant leurs profits en péril.

### ***Les banques belges ont engrangé de bons résultats en 2015***

Une telle pression sur la rentabilité ne s'est pas encore fait sentir en 2015. Au cours des trois premiers trimestres, le secteur bancaire dans son ensemble a enregistré un bénéfice de 4,4 milliards d'euros, contre 3,6 milliards sur la même période en 2014. En dépit de la réorientation opérée sur le marché belge, les marchés stratégiques étrangers demeurent une importante source de revenus pour les banques : au total, elles ont réalisé 38 % de leurs bénéfices nets grâce à leurs activités étrangères. Les résultats généralement bons des banques belges se sont reflétés dans leur rendement annualisé des fonds propres, qui s'est établi à 9,6 %, et dans leur rendement annualisé des actifs relativement élevé, de l'ordre de 0,6 %.

**GRAPHIQUE 67** EN 2015, LES TAUX PAYÉS SUR LES SOURCES DE FINANCEMENT DES BANQUES BELGES ONT DIMINUÉ DE MANIÈRE PLUS MARQUÉE QUE LES RENDEMENTS PERÇUS SUR LES ACTIFS

(taux d'intérêt sur l'encours de différents types d'actifs et de passifs des établissements de crédit belges, données sur une base non consolidée; pourcentages)



Source : BNB.

**Le résultat net d'intérêts a augmenté en dépit de l'environnement de taux bas**

Ces bons résultats s'expliquent en partie par la progression du résultat net d'intérêts, qui est passé de 10,8 milliards d'euros pour les trois premiers trimestres de 2014 à 11,3 milliards pour la période correspondante de 2015. D'une part, cette augmentation a tenu à l'évolution favorable du volume des actifs et des passifs portant intérêt, qui s'est à nouveau inscrit en hausse en 2015, après qu'il s'était fortement contracté depuis le début de la crise. D'autre part, la marge d'intérêt s'est de nouveau élargie puisque, prolongeant la tendance observée de manière quasi ininterrompue depuis 2008, le taux d'intérêt moyen payé au passif a baissé plus rapidement que le rendement moyen des actifs. En effet, le processus de réduction de la taille du bilan engagé dès le début de la crise financière s'est concentré sur des activités relativement peu productives d'intérêts, telles les activités interbancaires, ce qui a influencé positivement le rendement moyen de l'actif. En outre, les institutions de crédit ont réussi à maintenir à des niveaux élevés, voire à amplifier, la marge commerciale perçue sur certains produits. Cette marge correspond à la différence entre le taux appliqué aux crédits octroyés par la banque et le taux de marché correspondant. Autre composante de la marge totale d'intérêt, la marge d'intermédiation est pour sa part déterminée par l'évolution de la courbe des taux. La marge totale s'est

accrue en 2015, bénéficiant d'un nouveau repli du coût de financement des banques, tandis que le rendement des actifs a fait montre, en moyenne, de plus de résilience. Ainsi, entre la fin de 2014 et la fin de septembre 2015, la rémunération offerte sur les carnets de dépôts a diminué de 27 points de base, tandis que les rendements des crédits hypothécaires, des autres crédits à terme et des titres n'ont reculé que de, respectivement, 9, 24 et 14 points de base. Enfin, les pénalités de remboursement perçues par les banques lors des opérations, nombreuses en 2015, de refinancement de crédits hypothécaires ont également soutenu la marge et les revenus d'intérêts.

**Le résultat hors intérêts a également progressé, soutenu par les revenus de commissions et par des plus-values sur instruments financiers**

Par ailleurs, les résultats des banques belges ont également été soutenus en 2015 par l'augmentation du résultat hors intérêts, qui s'est élevé à 5,7 milliards d'euros pour les neuf premiers mois de l'année, contre 5 milliards durant la période correspondante de 2014. Cette évolution est en partie due à la progression de 0,4 milliard du résultat net des commissions, notamment en raison des revenus sur les commissions que certaines banques ont pu acter pour la vente de fonds de placement aux ménages. Les profits sur instruments financiers se sont également inscrits en hausse, principalement

en raison de variations positives (réalisées ou non) de la valeur de marché d'actifs financiers.

***Les dépenses opérationnelles ont augmenté, même si la masse salariale est restée stable***

Soutenu, au niveau du produit bancaire, tant par les revenus d'intérêts que par les autres revenus, le résultat brut d'exploitation a toutefois été érodé par un nouvel accroissement, de l'ordre de 0,4 milliard d'euros, des dépenses opérationnelles des banques belges. Cette évolution tient notamment à la comptabilisation, pour la première fois, de leur contribution au fonds de résolution bancaire unique européen. Composante essentielle de l'union bancaire européenne, ce fonds sera constitué à partir de 2016; pour les États membres participant à l'union bancaire, il se substituera aux fonds de résolution nationaux devant être mis en œuvre en vertu de la directive 2014/59/UE et assumera les tâches de ceux-ci pour les établissements de crédit établis dans l'union bancaire.

Pour leur part, les dépenses relatives aux rémunérations du personnel sont restées stables en 2015, à l'instar des années précédentes. Entre 2007 et 2010, la masse salariale du secteur bancaire s'était significativement amenuisée, à la suite du rapetissement du périmètre d'activités des banques belges et de leur recentrage sur le marché domestique. Depuis lors, elle s'est stabilisée, en dépit d'un recul permanent du nombre de membres du personnel en Belgique. En effet, entre 2010 et 2014, l'emploi dans le secteur bancaire s'est contracté de près de 8 %, alors que le repli dans l'ensemble de l'économie n'a été que de 2 %. Cette diminution s'inscrit dans le cadre des programmes de rationalisation des dépenses mis en œuvre par certaines institutions, en vue d'adapter la structure de leurs coûts à leur nouveau modèle d'entreprise. Cette évolution s'est toutefois accompagnée d'un glissement dans la structure de l'emploi bancaire, plus fortement orientée vers le personnel de cadre, ce qui a limité la baisse de la masse salariale du secteur.

***Les réductions de valeur et les provisions sont retombées à un niveau très bas en 2015***

En revanche, les réductions de valeur et les provisions, qui avaient déjà atteint un niveau favorable en raison d'un repli tendanciel à l'œuvre depuis 2011, se sont à nouveau inscrites en baisse en 2015, reculant de 0,3 milliard d'euros par rapport aux neuf premiers mois de 2014. Le montant de 0,6 milliard d'euros enregistré pour les trois premiers trimestres de 2015 est lié pour environ un tiers à des portefeuilles étrangers, alors que

cette proportion était encore de 80 % en 2014. Cela indique que les nouvelles réductions de valeur sur certains portefeuilles étrangers détenus par les banques belges ont à nouveau diminué. Des provisions ont été reprises pour un montant de 0,3 milliard d'euros. Il s'agissait principalement de provisions constituées par quelques banques en 2014 en vue de couvrir le risque, alors incertain, de dépréciation de portefeuilles hongrois, à la suite de mesures annoncées par les pouvoirs publics hongrois durant la première moitié de 2014. Celles-ci 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. L'incidence de ces reprises sur le résultat des banques est cependant restée limitée, dans la mesure où elles ont au moins partiellement été compensées par des dépréciations spécifiques pour les portefeuilles concernés, qui figurent dans les provisions pour pertes sur créances.

***Les banques, après avoir bénéficié de phénomènes temporaires en 2015, doivent maintenir leur capacité de générer durablement des profits à l'avenir***

La rentabilité relativement élevée des banques belges en 2015 est en grande partie imputable à des évolutions temporaires. Ainsi, les revenus provenant de plus-values dans le portefeuille d'instruments financiers évalués à leur valeur de marché ne sont pas des recettes structurelles. De même, les revenus tirés des pénalités de remboursement sont eux aussi de nature temporaire. Par ailleurs, il est peu probable que les banques puissent réduire davantage leurs coûts de financement, ceux-ci étant déjà très bas. De plus, si l'environnement de taux d'intérêt faibles persiste au sein de la zone euro, tous les actifs productifs d'intérêts (dont la maturité moyenne est le plus souvent plus longue que celle des passifs) devront être réinvestis à leur échéance à des taux moindres, ce qui comprimerait davantage la marge d'intérêt. La question se pose dès lors de savoir si les banques belges vont pouvoir maintenir leur niveau de rendement actuel. Elles pourraient, pour ce faire, adapter plus en profondeur leur structure de coûts. Dans ce contexte, certaines banques importantes ont annoncé à la fin de 2015 une extension de leur plan de restructuration, par des mesures supplémentaires de limitation des coûts portant notamment sur le réseau d'agences et sur les effectifs. Ces dernières années, le ratio coûts/revenus s'est certes amélioré, revenant de 72 % en 2010 à 59 % pour les neuf premiers mois de 2015, mais ce redressement a en partie été soutenu par les phénomènes temporaires évoqués ci-avant, parmi lesquels les pénalités de remboursement de crédit hypothécaire.

### Le portefeuille de crédits hypothécaires belges a crû à un rythme soutenu et a été marqué par un nombre important de refinancements

Un grand nombre de crédits hypothécaires ont été refinancés en 2015, comme cela avait déjà été le cas au second semestre de 2014, compte tenu du bas niveau des taux d'intérêt proposés pour ce type de crédits. Entre la fin de juin 2014 et la fin de novembre 2015, le taux d'intérêt d'environ un tiers de l'encours des prêts hypothécaires belges a été revu à la baisse, le nouveau taux étant généralement fixé pour toute la durée restante du crédit. Ainsi, si les prêts hypothécaires consentis entre la fin de novembre 2014 et la fin de novembre 2015 se montaient à 66 milliards d'euros, il s'agissait, jusqu'à concurrence de 40 %, de refinancements internes. Les refinancements externes, c'est-à-dire ceux entraînant un changement de banque pour l'octroi du crédit, se sont quant à eux chiffrés à 11 milliards d'euros.

Le bas niveau des taux d'intérêt a contribué de manière directe à un nouvel accroissement du portefeuille de crédits hypothécaires en 2015, après que celui-ci avait déjà été soutenu au second semestre de 2014, en prévision de l'entrée en vigueur des mesures limitant le bonus logement en Flandre. L'encours total des prêts hypothécaires aux ménages belges est passé de 169,4 milliards d'euros à la fin de 2014 à 176,4 milliards à la fin de

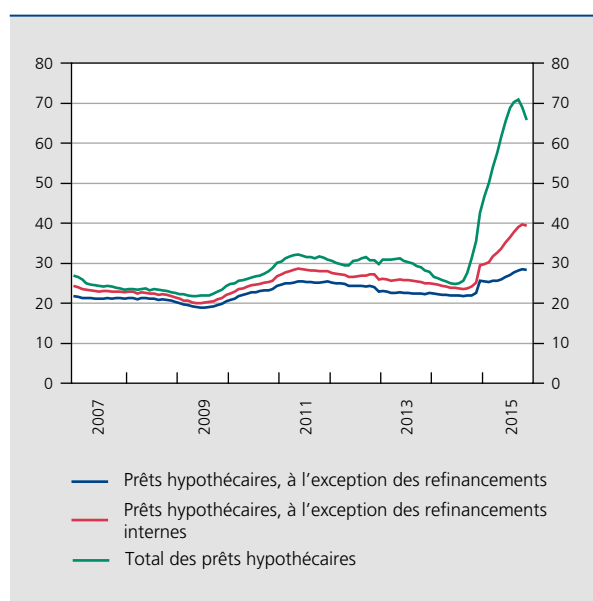
novembre 2015. Outre la faiblesse des taux d'intérêt, d'autres facteurs ont concouru au récent gonflement du portefeuille. Ainsi, les emprunteurs ont, dans certains cas de refinancement, profité des taux avantageux pour emprunter une somme plus importante, effectuant une reprise du capital déjà remboursé, sans que cela n'influe sur le montant de leurs mensualités. Cette croissance peut également s'expliquer par les effets d'anticipation, déjà évoqués dans la section précédente, du durcissement en 2016 des conditions à remplir pour pouvoir bénéficier d'un taux réduit de TVA pour les rénovations et par des changements dans les systèmes de bonus logement en Wallonie et à Bruxelles.

À l'heure actuelle, l'augmentation des crédits hypothécaires ne semble pas s'accompagner d'un assouplissement net et généralisé des conditions d'octroi de crédits appliquées par les banques. La part dans l'encours du portefeuille sectoriel des prêts hypothécaires dont la maturité contractuelle est supérieure à 25 ans continue de diminuer de manière ininterrompue depuis 2012. Ceux-ci ne représentaient plus, en 2015, qu'une petite part (2 %) du montant des nouveaux prêts accordés. En outre, au vu de la faiblesse des taux d'intérêt, le rapport entre la charge de crédit mensuelle et le revenu de l'emprunteur (ratio debt-service-to-income – DSTI) s'est replié, quoique très légèrement, en 2014 et en 2015 pour les nouveaux crédits octroyés. Force est néanmoins de constater que le bas niveau des taux d'intérêt a également donné lieu à une nouvelle hausse des montants moyens empruntés dans le cadre de nouveaux crédits au cours des deux dernières années. Cela a entraîné un déplacement de la production vers des niveaux moyens plus élevés du ratio loan-to-value (LTV), qui rapporte le montant du crédit hypothécaire à la valeur du bien financé. Ce phénomène est toutefois resté contenu dans les limites prescrites par la politique d'octroi de crédits des banques. La part des prêts dont le ratio LTV est supérieur à 100 % est dès lors stable depuis 2013, s'établissant à un niveau relativement modeste.

Comme indiqué précédemment, même si certaines poches de risque subsistent, la qualité des portefeuilles de crédits hypothécaires des banques belges est restée stable en 2015, le pourcentage de prêts hypothécaires en défaut se maintenant aux alentours de 1,2 %. Simultanément, le montant total des arriérés de paiement, c'est-à-dire tous les montants restant dus lorsque le crédit est dénoncé, s'est inscrit en légère hausse, passant de 1,3 à 1,35 milliard d'euros. Outre le capital réglementaire qu'elles doivent détenir pour chaque portefeuille afin de pouvoir faire face à des pertes inattendues, les banques doivent, depuis la fin de 2013,

**GRAPHIQUE 68** LA PRODUCTION DE NOUVEAUX CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES S'EST CARACTÉRISÉE PAR UN NOMBRE ÉLEVÉ DE REFINACEMENTS

(nouveaux crédits hypothécaires, production cumulée sur une période de douze mois; milliards d'euros)



Source : BNB.

mobiliser un matelas supplémentaire, correspondant à un relèvement de 5 points de pourcentage de la pondération de risques appliquée aux portefeuilles de prêts hypothécaires belges, si celle-ci a été calculée à l'aide de modèles internes. Dans le cadre de sa mission d'autorité de surveillance macroprudentielle en Belgique, la Banque a entamé, en octobre 2015, la procédure visant à prolonger cette disposition, au motif qu'il subsistait des éléments de vulnérabilité, telle la part non négligeable d'emprunts présentant à la fois des ratios LTV et DSTI élevés et une maturité importante.

**La solvabilité du secteur bancaire s'est à nouveau améliorée en 2015, tandis que la part des prêts non performants dans les portefeuilles de crédits s'est une fois de plus inscrite en recul**

Le capital réglementaire destiné à couvrir le risque de crédit relatif au portefeuille de prêts hypothécaires belges et aux autres portefeuilles des banques belges est dérivé du calcul des actifs pondérés par les risques. Ce montant est calculé en appliquant aux différents portefeuilles d'actifs une pondération obtenue soit sur la base de modèles internes, pour les banques appliquant une telle approche, soit en accord avec une échelle forfaitaire, pour les banques appliquant une approche standard. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014, les banques sont soumises à un nouveau cadre réglementaire, dit Bâle III, transposé dans l'Union européenne par la directive CRD IV. En 2014, la transition vers ce nouveau cadre

s'était traduite par une augmentation des actifs pondérés par les risques. Ceux portant sur le risque de crédit s'étaient alors accrus à la suite de la pondération plus élevée appliquée aux expositions envers les établissements de crédit et parce que certaines banques n'avaient plus été autorisées à pondérer les risques liés aux expositions souveraines selon une approche standard, plus favorable, mais avaient plutôt suivi une approche fondée sur des modèles internes. Ce mouvement de hausse n'a plus eu cours en 2015; au contraire, le montant total des actifs pondérés portant sur le risque de crédit a diminué, revenant de 290 milliards d'euros à la fin de 2014 à 281 milliards à la fin de septembre 2015. Cette réduction s'explique par un glissement dans la structure des actifs vers des expositions associées à des pondérations de risques plus faibles.

Les autres actifs pondérés par les risques portent, entre autres, sur les risques de marché et opérationnel, mais aussi sur l'«add-on» réglementaire appliqué au portefeuille de prêts hypothécaires belges et sur le Credit Valuation Adjustment (CVA), introduit par la CRD IV et qui vise à mieux couvrir le risque de contrepartie résultant des transactions sur produits dérivés. Ils sont restés relativement stables au cours des neuf premiers mois de 2015.

Les actifs pondérés par les risques totaux, dénominateur des ratios de solvabilité réglementaires, ont dès lors diminué, revenant de 350 milliards d'euros à la fin de 2014 à 344 milliards à la fin de septembre 2015. Dans le même

**TABLEAU 13** VENTILATION DU CAPITAL TIER 1 ET DES 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	2014	Septembre 2015
Capital Tier 1 .....	53,9	57,9	56,5	55,9	55,6	53,4	53,5
dont:							
Common Equity Tier 1 .....	–	–	–	–	–	51,5	51,6
Actifs pondérés par les risques .....	407,5	372,5	373,8	352,7	339,4	349,8	343,9
dont:							
Risque de crédit .....	352,3	322,8	312,9	301,0	287,7	290,1	280,7
Risque de marché .....	16,1	10,7	21,9	16,6	9,9	7,1	10,2
Risque opérationnel .....	38,8	35,1	35,2	35,0	34,2	34,9	35,3
CVA .....	–	–	–	–	–	8,2	7,7
Autres .....	0,2	3,9	3,8	0,1	7,6	9,5	10,1
Ratio Tier 1 (pourcentages) .....	13,2	15,5	15,1	15,9	16,4	15,3	15,6
Ratio Common Equity Tier 1 (pourcentages) .....	–	–	–	–	–	14,7	15,0

Source : BNB.



temps, en ce qui concerne le numérateur de ces ratios, le capital Tier 1 réglementaire a légèrement progressé, atteignant 54 milliards d'euros à la fin de septembre 2015, dont 52 milliards sous la forme de capital Tier 1 de base (Common Equity Tier 1 capital – CET1). Par conséquent, le ratio Common Equity Tier 1 des banques belges s'établissait à la fin de septembre 2015 à un niveau moyen de 15 % ; il était plus élevé qu'à la fin de 2014 (14,7 %).

La directive CRD IV prévoit l'introduction graduelle de différents matelas supplémentaires dès 2016. Un matelas de conservation, appliqué de manière fixe au-delà du minimum requis, a été instauré le 1<sup>er</sup> janvier ; il s'élève à 0,625 % en 2016, pour passer à 2,5 % en 2019. Un matelas contracyclique devra être activé en cas de croissance excessive des crédits dans l'économie. Ce matelas sera tributaire de la localisation des activités de la banque, de sorte qu'une institution exerçant des activités dans plusieurs pays, comme c'est le cas de plusieurs établissements de crédit belges, devra tenir compte des matelas contracycliques en vigueur dans ces différents pays et les appliquer au prorata de l'ampleur de ses activités. S'agissant du marché belge, la Banque a décidé de fixer le matelas contracyclique, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2016, à 0 %. Son niveau sera réévalué chaque trimestre. Enfin, comme la directive CRD IV en prévoit la possibilité, la Banque a annoncé, à la fin de 2015, le niveau des matelas supplémentaires qui allaient être requis de la part de huit banques en raison de leur importance systémique au niveau national. La section A. de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent Rapport traite en détail de ces différentes mesures.

La baisse du montant des actifs pondérés par les risques est allée de pair avec une diminution du pourcentage de

prêts ayant fait l'objet de réductions de valeur. Ce ratio est revenu de 3,9 % à la fin de 2014 à 3,6 % à la fin de septembre 2015, étant donné que le montant total des prêts non performants est resté stable tandis que le portefeuille total a crû durant cette même période. Il a reculé pour l'ensemble des types de contreparties. Ces statistiques consolidées englobent tant les portefeuilles belges que les portefeuilles étrangers des banques belges, qui comportent toujours, de manière générale, une plus large part de prêts non performants.

## Entreprises d'assurance

### *La rentabilité du secteur est en baisse en raison du résultat négatif de l'assurance-vie*

Comme pour les banques, les conditions économiques mitigées régnant en Belgique comme dans le reste de la zone euro et l'environnement de taux d'intérêt bas ont continué de peser sur la rentabilité des entreprises d'assurance en 2015. Pour les neuf premiers mois de l'année, le résultat net du secteur est retombé de 1 milliard d'euros en 2014 à 0,6 milliard en 2015. Ainsi, alors qu'il atteignait en moyenne 20 % avant la crise (2003-2007) et qu'il s'établissait encore à 8,8 % en 2014, le ratio annualisé de rendement sur fonds propres est revenu à 5,1 %.

Ce recul est imputable à la détérioration à la fois du résultat technique de l'assurance-vie et du résultat non technique, qui ont affiché des pertes de, respectivement, 0,1 et 0,6 milliard d'euros. Ces déficits contrastent avec la nouvelle progression de la rentabilité du secteur non-vie, qui a dégagé un bénéfice de 1,3 milliard d'euros sur les neuf premiers mois de l'année.

**TABLEAU 14** PRINCIPALES COMPOSANTES DU COMPTE DE RÉSULTATS DES ENTREPRISES D'ASSURANCE BELGES

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

	2011	2012	2013	2014	Neuf premiers mois <sup>(1)</sup>	
					2014	2015
Résultat technique de l'assurance-vie . . . . .	-0,7	1,2	0,6	0,7	0,3	-0,1
Résultat technique de l'assurance non-vie . . . . .	0,9	1,1	1,2	1,5	1,0	1,3
Résultat non technique <sup>(2)</sup> . . . . .	-1,1	0,1	-0,4	-0,8	-0,3	-0,6
Résultat net de l'exercice . . . . .	-0,9	2,4	1,4	1,3	1,0	0,6
Rendement des fonds propres (pourcentages) . . .	-6,7	17,8	10,2	8,8	8,9	5,1

Source : BNB.

(1) Chiffres basés sur les données prudentielles trimestrielles, excepté le rendement annualisé des fonds propres.

(2) Le résultat non technique comprend les revenus de placements non imputés aux activités d'assurance-vie et non-vie, ainsi que les résultats exceptionnels et les impôts.

Dans le secteur vie, malgré des plus-values à hauteur de 1,1 milliard d'euros, les revenus des placements n'ont pas permis d'atténuer le fort repli des activités. Après qu'elles étaient déjà retombées à un étiage en 2014, les primes d'assurance-vie collectées ont encore décliné de 1 milliard d'euros durant les neuf premiers mois de l'année, pour s'établir à 10,8 milliards d'euros, soit le montant d'encaissement le plus faible depuis 2006. En cours depuis 2008, la tendance baissière de l'encaissement s'inscrit directement dans le contexte de taux d'intérêt bas. En effet, les investissements dans la branche 21 consistant essentiellement en obligations, les rendements garantis par les nouveaux contrats ont dû être ramenés à des conditions en ligne avec le marché, ce qui n'a pas incité les particuliers à s'engager à long terme ; ces derniers ont préféré des actifs plus liquides. Dans ces conditions, le relèvement à 2 %, survenu en 2013, de la taxe sur les primes versées pour les produits vie a pu contribuer à éloigner les épargnants de l'assurance-vie.

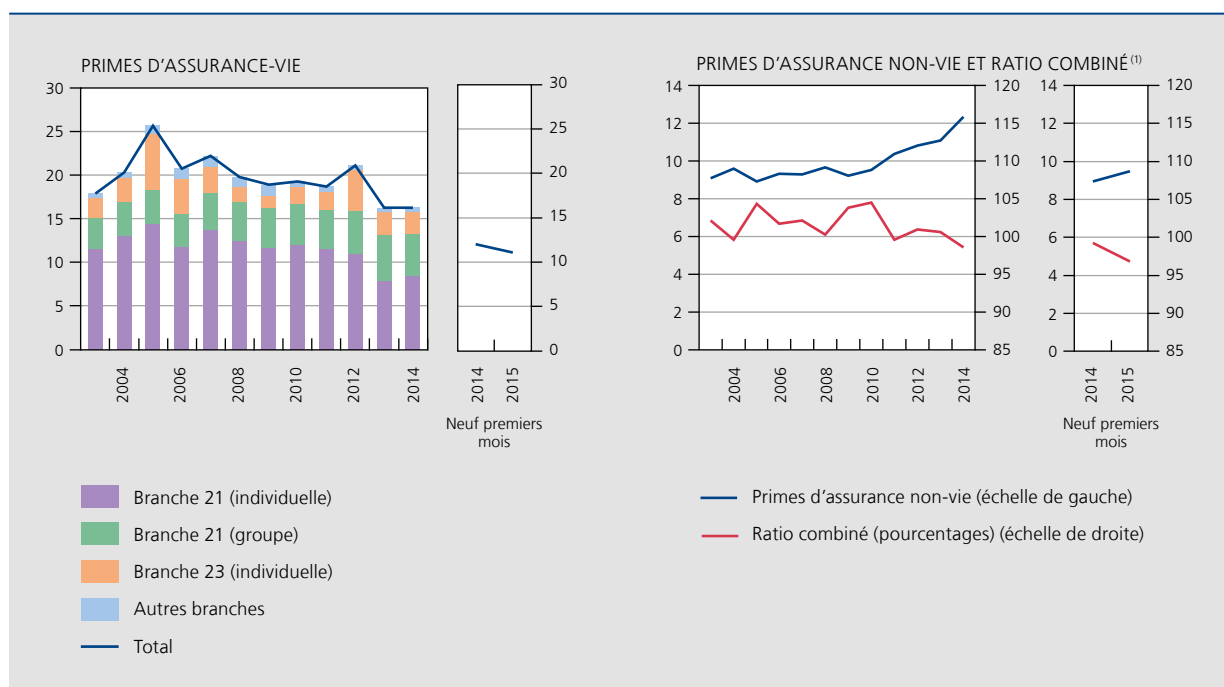
En constante progression depuis 2008, la rentabilité du secteur non-vie a été soutenue par une hausse de 5,8 % des primes encaissées durant les neuf premiers mois de 2015, ce qui a porté leur montant à 9,5 milliards d'euros. Le ratio net combiné, qui rapporte la somme des

coûts de sinistres et des frais opérationnels aux primes nettes perçues, est resté sous la barre des 100 %, ce qui montre que les entreprises d'assurance maintiennent un sain équilibre entre les coûts d'assurance et les primes perçues. Elles ont notamment relevé leurs tarifs et optimisé davantage leur structure de coûts. Il convient toutefois de noter que cette bonne performance globale ne concerne pas toutes les branches d'activité du secteur de l'assurance non-vie, certaines d'entre elles affichant des coûts supérieurs aux primes.

Dans la mesure où l'environnement de croissance économique atone, d'inflation faible et de taux d'intérêt bas pourrait perdurer, les entreprises d'assurance pourraient être appelées à poursuivre l'adaptation de leur fonctionnement et de la structure de leurs coûts, en sus des mesures qu'elles ont déjà mises en œuvre. Des modèles d'entreprise garantissant une rentabilité durable des compagnies d'assurances, y compris en présence de conditions économiques défavorables, constituent en effet une condition nécessaire à la préservation de la stabilité de l'ensemble du secteur financier. À cet égard, s'appuyant sur des analyses transversales des assureurs, la Banque a décidé de mener quelques actions microprudentielles en vue de

**GRAPHIQUE 69** BAISSÉ DE L'ENCAISSEMENT POUR L'ASSURANCE-VIE, HAUSSE POUR L'ASSURANCE NON-VIE

(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.

renforcer durablement la rentabilité de certains établissements. En outre, il n'est pas exclu que de nouvelles réductions des charges d'exploitation, le cas échéant par des consolidations, s'avèrent nécessaires pour aligner la structure des coûts sur la compression du volume des activités. D'après les statistiques d'Assuralia, le secteur de l'assurance comptait près de 23 000 équivalents temps plein en 2013, soit un nombre en baisse par rapport aux années précédentes. Pour leur part, les coûts salariaux, qui étaient en hausse régulière depuis 2001, se sont stabilisés en 2014.

### ***Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016, les assureurs appliquent le régime de contrôle prudentiel Solvabilité II***

L'impact direct de la crise financière a été beaucoup moins brutal et sensible pour les compagnies d'assurances que pour les banques, de sorte que la restructuration de leurs activités et l'adaptation de leur cadre réglementaire ont initialement été moins profondes. Toutefois, la persistance de l'environnement de taux bas, sept ans après l'éclatement de la crise, représente un défi majeur pour le secteur. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016, ce dernier subit en outre une réforme fondamentale de son cadre réglementaire, à la suite de l'introduction de Solvabilité II. Ce nouveau cadre, qui constitue un changement radical pour les assureurs, repose en grande partie sur une évaluation à la valeur de marché de l'actif et du passif, les fonds propres de la compagnie étant définis comme la différence entre les valeurs de marché de l'actif et du passif.

Les actifs pour lesquels un prix est disponible sur le marché seront directement évalués sur cette base. Quant à la juste valeur des autres actifs, elle pourra être calculée en se fondant sur des hypothèses cohérentes avec les conditions du marché, les taux d'intérêt, la probabilité que des événements surviennent, etc. Le passif des compagnies d'assurances est pour sa part principalement composé de provisions techniques pour lesquelles une valeur de marché fait généralement défaut. La valeur de ces provisions sera estimée en actualisant les flux financiers sortants et entrants. Le taux d'actualisation utilisé pour ce faire sera un taux d'intérêt sans risque; il sera arrêté par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) à partir des taux swaps disponibles sur le marché jusqu'à une échéance de 20 ans, prolongés par une extrapolation jusqu'à un point ultime de 4,2 %.

L'évaluation du portefeuille à la valeur de marché permettra de mieux jauger les risques financiers encourus par les assureurs, ce qui permettra à son tour une meilleure prise en compte de l'impact du bas niveau des taux d'intérêt sur leur solvabilité future. En effet, alors que, dans le

régime actuel, les provisions techniques vie sont actualisées en fonction du taux d'intérêt commercial du contrat, dans le cadre de Solvabilité II, la valeur estimée des provisions techniques augmentera en cas de baisse des taux d'intérêt de marché, ce qui pèsera sur l'évaluation des fonds propres.

Toutefois, le cadre réglementaire de Solvabilité II est assorti de mesures transitoires. Certaines de ces mesures s'étaleront jusqu'en 2032, et ce n'est qu'à ce moment-là que la position des entreprises d'assurance sera complètement estimée à la valeur de marché.

Selon les premières données collectées par la Banque en 2015 dans le cadre d'une analyse préparatoire, le marché belge serait, en moyenne, suffisamment solide pour faire face à une période prolongée de taux d'intérêt bas. Cette situation agrégée masque toutefois des hétérogénéités: si beaucoup d'assureurs sont très bien capitalisés, l'analyse de la marge de solvabilité sous Solvabilité II révèle que la position de certains d'entre eux, généralement de petite taille, est nettement plus fragile. La Banque a demandé aux institutions concernées de mettre en place des mesures spécifiques pour répondre aux nouvelles exigences. La période de taux d'intérêt bas, associée au contexte de changement du cadre réglementaire prudentiel, pourrait donner lieu à une restructuration des entités les plus faibles du secteur, ou à une absorption par d'autres plus robustes.

### ***Les assureurs, en quête de rendement, modifient leur stratégie d'allocation des actifs***

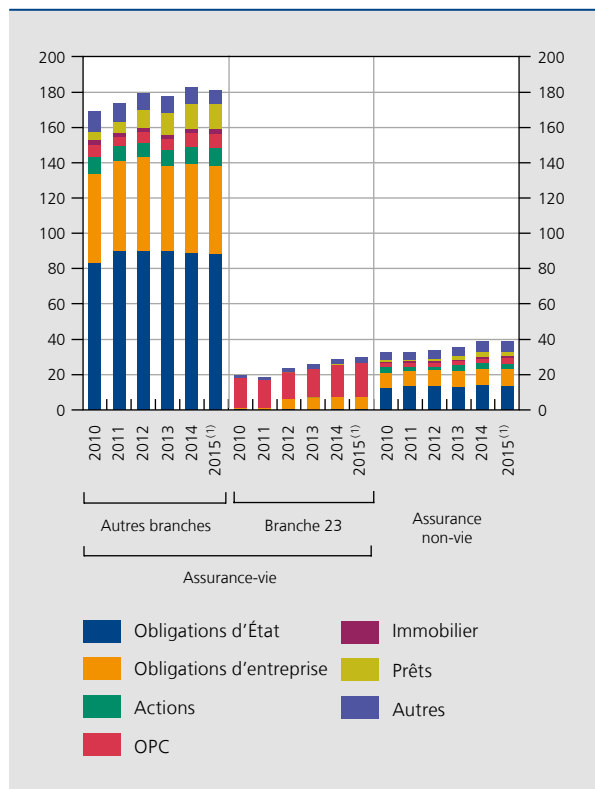
Confrontées à la faiblesse des taux de rendement de leurs portefeuilles traditionnels, les compagnies d'assurances cherchent à réorienter leurs investissements vers des actifs plus rémunérateurs pour respecter les engagements qu'elles ont contractés dans le cadre de l'assurance-vie. Ainsi, depuis plusieurs années, la part des obligations d'État dans le portefeuille d'investissement a tendance à baisser au profit d'autres actifs. Cette diminution progressive s'est poursuivie en 2015, cette part revenant à 41 % (contre 46 % en 2011), ce qui correspond à un encours de 102,5 milliards. Ce mouvement résulte, d'une part, de la vente d'obligations détenues en portefeuille en vue de réaliser des plus-values et, d'autre part, de la réorientation des placements vers des investissements alternatifs. L'ampleur de cette réorientation vers des actifs généralement plus risqués est toutefois restée limitée en 2015. L'accroissement continu du portefeuille de prêts, qui a atteint 16,6 milliards d'euros au troisième trimestre de 2015, en est une illustration, sa part dans les actifs des compagnies d'assurances ayant plus que doublé en quatre ans, même si elle ne dépasse pas 6,7 %.

L'investissement dans les organismes de placement collectif est lui aussi toujours en hausse, à presque 30 milliards. Cette augmentation est en grande partie attribuable à la branche 23. Moins risquée pour l'assureur, elle a enregistré un essor important, en anticipation du passage à Solvabilité II, qui lui impose des exigences de fonds propres moins contraignantes que pour les produits à rendement garanti. Enfin, chez un petit nombre d'assureurs, on observe un déplacement au sein du portefeuille d'obligations souveraines vers des achats d'obligations à notation moins élevée que précédemment, de manière à bénéficier d'un rendement supérieur à celui procuré par les émetteurs les plus sûrs.

Le passage à Solvabilité II entraîne également des modifications dans les exigences de capital qui s'appliquent aux différents types d'actifs. Ainsi, les investissements en actions mobiliseront plus de capitaux que sous Solvabilité I, ce qui conduira une partie des assureurs à revoir la répartition stratégique de leurs actifs.

**GRAPHIQUE 70 LES OBLIGATIONS RESTENT PRÉPONDÉRANTES DANS LES RÉSERVES D'INVENTAIRE DE L'ASSURANCE-VIE**

(composition des actifs de couverture des entreprises d'assurance ; données en fin de période sur une base sociale, milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Données au 30 septembre.

La réglementation Solvabilité II affectera aussi la gestion de l'actif et du passif des compagnies d'assurances. Un surcroît de capital sera requis en cas de déséquilibres du cash-flow entre le passif et l'actif, comme c'est souvent le cas pour les assureurs, pour couvrir le risque de taux d'intérêt. Étant donné qu'il peut difficilement raccourcir la durée des passifs, un assureur soucieux de réduire la différence de maturité entre les deux volets de son bilan aura plutôt tendance à allonger la durée de l'actif. C'est ce qui ressort de l'analyse du flux des actifs, la maturité des obligations récemment acquises par les compagnies étant en moyenne plus longue que celle des obligations qui sont sorties du portefeuille.

**Les taux d'intérêt faibles constituent une menace pour le secteur**

Une période prolongée de taux d'intérêt bas est défavorable au secteur des assurances. C'est particulièrement vrai dans le cas de l'assurance-vie, étant donné que la durée moyenne des passifs est plus longue que celle des actifs et que les taux garantis qui doivent être honorés sont toujours élevés.

Le total des réserves d'inventaire relatives aux contrats à taux garanti est passé de 165,8 à 168,4 milliards d'euros entre la fin de 2013 et la fin de 2014, dernière période pour laquelle les données du reporting détaillé annuel sont disponibles. Cette hausse de l'encours des réserves est imputable à l'assurance-groupe, dans le cadre de laquelle il a progressé de près de 5%. S'agissant de l'assurance individuelle, le montant des réserves est demeuré globalement stable; on enregistre toutefois une diminution de l'importance des contrats à taux garanti supérieur à 2% et une augmentation des contrats offrant des taux inférieurs. Le plus gros risque qui pèse sur le secteur belge des assurances réside dans l'héritage des contrats assortis de taux garantis élevés, qui ne peuvent plus être financés de manière rentable au vu des faibles rendements de marché. En 2014, les contrats en cours dont le rendement garanti sur les réserves constituées et/ou encore à constituer par les primes futures était supérieur à 4,5% représentaient 26,6 milliards d'euros, soit 16% des réserves d'inventaire, contre 27,6 milliards en 2013.

La persistance de taux d'intérêt bas a amené les entreprises d'assurance à commercialiser des contrats plus conformes aux conditions de marché – le rendement garanti moyen des contrats de la branche 21 ayant été raboté de 3,04% en 2013 à 2,91% en 2014, soit, plus spécifiquement, de 2,88 à 2,72% pour l'assurance individuelle et de 3,41 à 3,27% pour l'assurance-groupe – et

à promouvoir les contrats de la branche 23, qui sont adossés à des fonds de placement et ne proposent pas de rendement garanti. De plus, certains contrats de la branche 21 spécifient que la garantie est limitée dans le temps, la réserve constituée à la fin de la période définie étant considérée, d'un point de vue technique, comme une nouvelle prime sur 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 (branche 23). La possibilité de répercuter la moindre rémunération des placements sur les taux offerts aux assurés est toutefois restreinte par la grande rivalité qui règne entre les compagnies et par la concurrence d'autres produits d'épargne.

Si la faiblesse actuelle des taux persiste, de substantiels montants de titres à 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 couvrir les 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. Dans le même temps, le maintien de 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, jusqu'à concurrence de 1,3 milliard d'euros, au cours des neuf premiers mois de 2015.

En période de taux d'intérêt bas, la réglementation prudentielle impose aux assureurs de comptabiliser une provision complémentaire annuelle. Cette obligation, pour laquelle plus aucune dispense n'a été accordée depuis 2013, se chiffrait à un total cumulé de 5,4 milliards d'euros à la fin de 2014, ce qui a eu pour effet de comprimer la rentabilité du secteur.

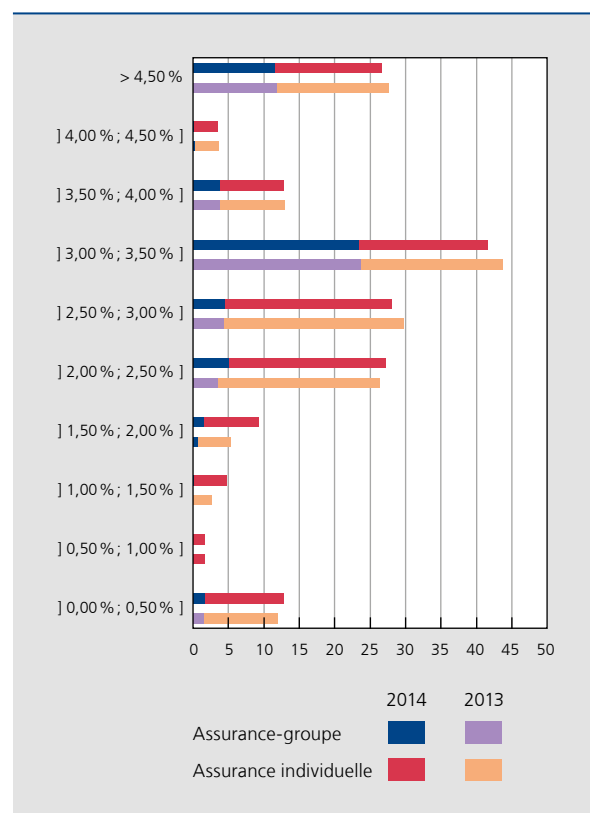
Dans ses communiqués de presse, la Banque a fait part à plusieurs reprises de son inquiétude quant à l'impact qu'aurait sur la situation des entreprises d'assurance une croissance nominale atone associée à des taux d'intérêt durablement bas. Dès lors, la Banque les a encouragées, tout comme les banques, à poursuivre leurs processus de restructuration et leurs programmes de rationalisation en vue de renforcer leur position de solvabilité, tout en évitant de générer de nouveaux risques opérationnels. En outre,

la Banque a recommandé aux entreprises d'assurance de limiter la distribution des bénéfices aux actionnaires et aux assurés pour préserver leur résilience structurelle à long terme, de même qu'elle leur a conseillé d'évaluer le niveau de leurs marges d'intérêt. L'amélioration de la solvabilité des établissements financiers grâce à la mise en réserve des bénéfices et/ou à l'émission de capital constituera un facteur-clé pour faire face aux nouveaux défis posés par la conjoncture économique et par les exigences réglementaires croissantes. Compte tenu de ces contraintes, la Banque attend également des entreprises d'assurance qu'elles n'envisagent qu'avec circonspection la réalisation de plus-values, celle-ci devant s'inscrire dans le cadre d'une stratégie préventive, destinée essentiellement à couvrir des obligations contractuelles.

La Banque, en tant qu'autorité de contrôle des entreprises d'assurance, a la compétence de fixer et de revoir, en fonction des circonstances, le taux maximum de référence pour les opérations d'assurance-vie de longue durée (plus de huit ans). Dans ce cadre, la Banque a recommandé que

**GRAPHIQUE 71 TAUX GARANTIS TOUJOURS ÉLEVÉS DANS L'ASSURANCE-GROUPE**

(ventilation des réserves d'inventaire d'assurance-vie selon le rendement garanti par contrat individuel; données en fin de période, milliards d'euros)



Source : BNB.

ce taux maximum de référence soit ramené de 3,75 % à 1,5 %, compte tenu de l'évolution actuelle des marchés. En janvier 2016, le ministre de l'Économie a exercé son droit d'évocation ; il a fixé le taux maximum de référence à 2 %.

Dans le futur, la nouvelle loi Solvabilité II prévoira un mécanisme selon lequel le taux maximum de référence sera fixé annuellement à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2017. Ce nouveau mécanisme, qui maintient le droit d'évocation du ministre, reflétera plus fidèlement les conditions de marché actuelles, tout en veillant à éviter les distorsions de concurrence susceptibles d'être contraires à l'intérêt du consommateur. La Banque soutient la révision à la baisse du taux d'intérêt minimum des assurances-groupe tel qu'il est régi par la loi du 28 avril 2003 relative aux pensions complémentaires. Pour l'heure, la loi belge sur les pensions complémentaires impose des rendements minimums annuels de 3,75 % sur les cotisations payées par les affiliés et de 3,25 % sur celles versées par les employeurs. Ces taux minimums légaux ne correspondent plus à la réalité des taux d'intérêt du marché. Toutefois, les employeurs font pression sur les assureurs pour qu'ils les garantissent, notamment en octroyant des participations bénéficiaires, car ils cherchent à se prémunir contre l'obligation légale qui leur est imposée de compenser la différence par rapport aux rendements minimums des contrats d'assurance-groupe destinés à servir les pensions complémentaires. Le taux d'intérêt minimum, aujourd'hui fixe, sera variable à l'avenir, et plus en ligne avec les conditions du marché.

### 3.3 Des actifs financiers nets substantiels, canalisés vers l'étranger par l'intermédiaire du secteur financier

De manière générale, les créances financières des secteurs intérieurs sont plus volumineuses que leurs engagements, de sorte que l'économie belge a constitué des avoirs vis-à-vis de l'étranger. À la fin de juin 2015, ceux-ci s'élevaient, en termes nets, à 52 % du PIB. Ces créances étaient principalement imputables aux ménages, qui, en pourcentage du PIB, disposent du plus grand patrimoine financier net (235 %) des pays de la zone euro. Les autres secteurs, comme les sociétés non financières (-86,3 %) et les administrations publiques (-97,8 %), ont accumulé de substantiels engagements nets.

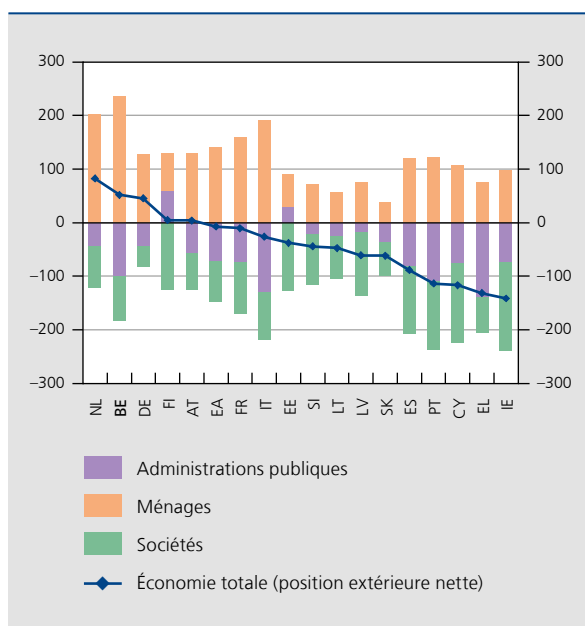
Les créances nettes sur l'étranger sont une importante caractéristique structurelle de la Belgique. L'évolution de ces avoirs est déterminée non seulement par l'épargne nette

de l'ensemble de l'économie, qui correspond plus ou moins au solde du compte courant, mais aussi par les fluctuations des prix des avoirs et engagements des secteurs. Il convient dès lors de s'intéresser à la nature de ces avoirs, et donc à la manière dont les ressources financières des secteurs qui affichent un excédent sont transférées à ceux qui accusent un déficit, c'est-à-dire à l'intermédiation financière.

Les économies européennes, y compris l'économie belge, sont traditionnellement décrites comme des économies au sein desquelles l'intermédiation financière est principalement bancaire, par opposition aux États-Unis, où cette intermédiation passe surtout par les marchés financiers. Les intermédiaires financiers jouent en effet un rôle majeur en Belgique dans l'absorption des avoirs, comme on le voit quand on décompose la manière dont le patrimoine net des différents secteurs est transféré aux secteurs qui ont des engagements financiers nets. C'est surtout le secteur financier (banques, autres institutions financières, sociétés d'assurance et fonds de pension) qui fait appel au patrimoine net des ménages, et ce à hauteur de 139 % du PIB au troisième trimestre de 2015, tandis que les autres secteurs l'utilisent à hauteur de 92 % du PIB. Grâce à cette large base de financement, le secteur financier belge ne doit, en termes nets, pas recourir à d'autres secteurs pour se financer. Qui plus est, ces avoirs

**GRAPHIQUE 72** L'ÉCONOMIE BELGE SE CARACTÉRISE PAR UN PATRIMOINE FINANCIER NET POSITIF<sup>(1)</sup>

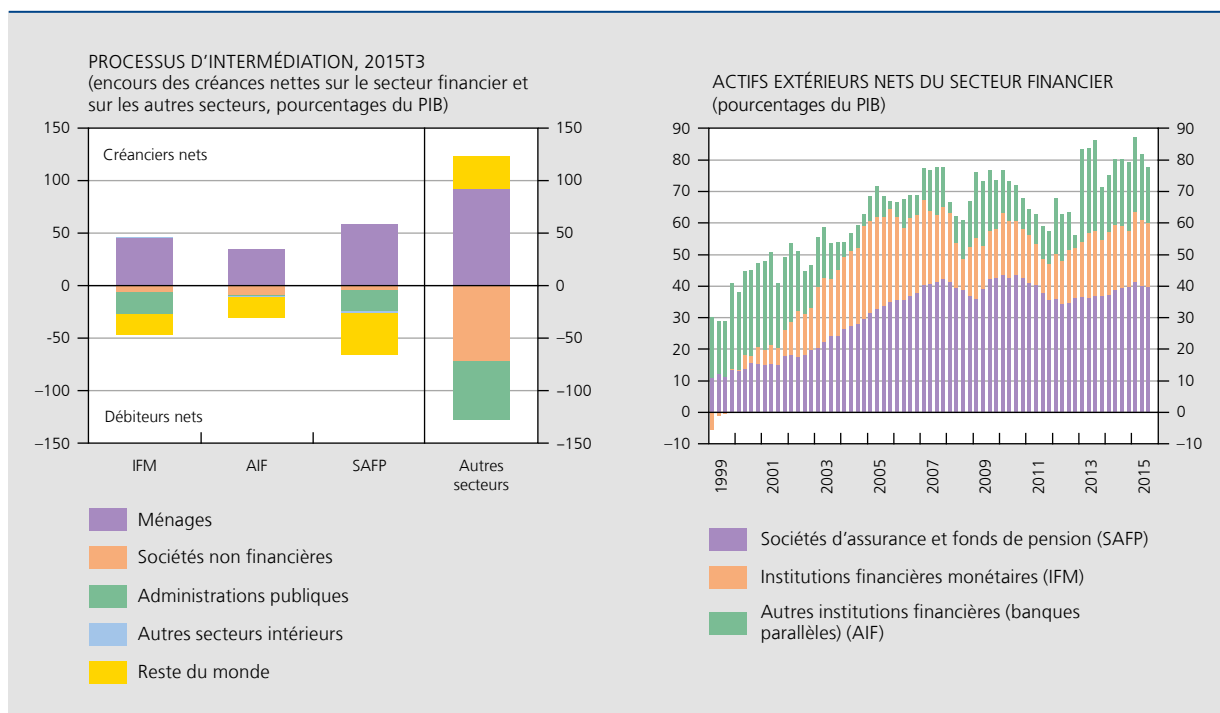
(données à la fin de juin 2015, pourcentages du PIB)



Sources: BCE, BNB.

(1) Différence entre l'encours des actifs et passifs financiers. En raison de la grande volatilité de leurs données, le Luxembourg et Malte ne sont pas repris dans le graphique.

**GRAPHIQUE 73** INTERMÉDIATION FINANCIÈRE ET ACTIFS EXTÉRIEURS NETS DU SECTEUR FINANCIER EN BELGIQUE



Source : BNB.

financiers nets sont amplement suffisants pour couvrir les besoins nets des secteurs intérieurs, de sorte que le secteur financier constitue des avoirs nets vis-à-vis de l'étranger.

L'intermédiation qui s'opère en dehors du secteur financier est composée différemment. Ici aussi, les ménages belges sont les principaux créanciers nets, mais l'étranger fait lui aussi office de bailleur de fonds net. Ces ressources sont utilisées aussi bien par les sociétés non financières que par les administrations publiques. Tandis que le secteur financier et les autres secteurs pèsent en Belgique environ du même poids dans le financement des administrations publiques, les sociétés non financières s'y financent essentiellement en dehors du secteur financier. Cela s'explique en premier lieu par le financement par émission d'actions (non cotées), dont les ménages et l'étranger sont les principaux propriétaires. Le financement par endettement passe néanmoins essentiellement par le secteur financier belge. L'ampleur du crédit bancaire est cependant moindre que dans les autres pays de la zone euro (32 % du PIB, contre 42 % du PIB dans la zone euro à la fin de septembre 2015), et le financement par l'intermédiaire du secteur financier est aussi en partie le fait de holdings; cela concerne alors souvent des financements intra-groupe. En outre, depuis la crise, le financement bancaire est de plus en plus souvent remplacé par

le financement par le marché des capitaux – du moins pour les grandes entreprises –; en témoigne la hausse tendancielle de l'encours des obligations, qui est passé de 4,3 % du PIB à la fin de 2007 à un pic de 11,5 % du PIB au troisième trimestre de 2015. Le recours relativement restreint des sociétés non financières au secteur financier s'explique également par le caractère cyclique de leurs engagements financiers nets. Ces engagements nets, en particulier ceux liés au financement bancaire, sont généralement peu élevés lorsque les investissements en capital fixe sont faibles ou quand les sociétés non financières disposent d'importantes ressources internes.

La base nette de financement que les ménages procurent au secteur financier est répartie de manière assez équitable entre les trois sous-secteurs. Les banques, les autres institutions financières (c'est-à-dire les banques parallèles) et les sociétés d'assurance et fonds de pension reçoivent respectivement 46, 35 et 58 % du PIB. Il convient de remarquer que le financement brut des banques par les ménages (95 % du PIB) est beaucoup plus volumineux étant donné que le secteur bancaire, contrairement aux deux autres sous-secteurs, fait également office de prêteur aux ménages (à hauteur de 49 % du PIB, essentiellement sous la forme de crédits hypothécaires). La composition sectorielle des investissements des banques est comparable à celle des sociétés d'assurance et des fonds de pension, en



ce sens qu'ils financent essentiellement les administrations publiques et l'étranger. Il convient néanmoins de remarquer que tous les sous-secteurs financiers constituent des avoirs nets vis-à-vis de l'étranger, ce qui signifie que le financement net qu'ils reçoivent des ménages couvre largement les besoins de financement des secteurs intérieurs. Comme ces avoirs sont constitués par l'intermédiaire du secteur financier, ils prennent généralement la forme d'investissements de portefeuille et d'autres placements (essentiellement des crédits et des dépôts interbancaires).

L'ampleur des avoirs qui sont ainsi accumulés par l'intermédiaire du secteur financier est largement tributaire du patrimoine net des ménages. C'est auprès des sociétés d'assurance et des fonds de pension que la croissance de ces avoirs externes est la plus vive, étant donné que

l'évolution démographique va de pair avec une constitution tendancielle de droits à la pension des ménages. Le rôle crucial que joue le secteur financier dans l'intermédiation financière démontre l'importance d'une politique prudentielle efficace, a fortiori en Belgique, où le patrimoine net des ménages est largement converti par le secteur financier en investissements de portefeuille et en autres placements à l'étranger. La question est de savoir si cette répartition est optimale et si les ménages ne doivent pas financer les autres secteurs d'une manière plus directe, de façon à constituer les avoirs sur l'étranger en dehors du secteur financier et éventuellement sous une autre forme. Des initiatives telles que l'union des marchés des capitaux, mais aussi le cadre fiscal, s'il induit un traitement neutre des instruments financiers, peuvent apporter des réponses en la matière.