



Épargne et financement  
de l'économie belge

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

### 4.1 Les conditions de financement soutiennent les opérations des sociétés non financières

#### *Les entreprises belges ont à nouveau étendu leurs actifs en 2016*

En 2016, les entreprises belges ont mis à profit l'amélioration de leur rentabilité et la baisse de leurs coûts de

financement pour renforcer leurs capacités de production. Leurs investissements en capital fixe, notamment, sont restés substantiels durant les neuf premiers mois de l'année, se chiffrant à 41,6 milliards d'euros, après avoir déjà atteint un niveau élevé en 2015. En outre, certaines entreprises ont élargi le champ de leurs activités par le biais d'opérations de fusion et d'acquisition, y compris parfois au travers de prises de participation dans le capital de sociétés non résidentes. Depuis 2015, ces opérations transfrontalières

**TABLEAU 10** TRANSACTIONS NETTES DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES  
(données consolidées, milliards d'euros)

	2011	2012	2013	2014	2015	Neuf premiers mois	
						2015	2016
Actifs non financiers	56,3	54,4	53,3	58,4	59,5	45,2	41,5
Formation brute de capital fixe	50,9	52,5	52,7	55,9	57,8	41,3	41,6
Autres actifs non financiers <sup>(1)</sup>	5,5	1,9	0,5	2,4	1,7	3,9	-0,1
Actifs financiers	111,5	63,3	0,9	42,9	18,1	24,8	47,7
Numéraire et dépôts	1,4	-8,8	5,9	-7,5	-1,5	1,8	11,0
Actifs intragroupes <sup>(2)</sup>	102,9	67,4	-0,8	57,4	18,9	22,9	-4,4
Autres	7,2	4,6	-4,3	-7,1	0,7	0,1	41,0
Engagements financiers	114,1	52,3	1,0	45,9	24,7	28,7	28,7
Crédits bancaires	3,7	-1,7	5,7	-2,7	0,2	1,1	2,1
Titres de créance	3,2	6,3	5,6	4,8	5,4	2,9	12,9
Engagements intragroupes <sup>(2)</sup>	92,3	38,4	-6,3	34,5	17,8	23,8	20,0
Autres	15,0	9,3	-4,0	9,2	1,3	0,9	-6,3
<i>p.m. Excédent brut d'exploitation</i>	<i>86,4</i>	<i>85,2</i>	<i>85,8</i>	<i>88,9</i>	<i>94,8</i>	<i>72,2</i>	<i>76,4</i>

Sources: ICN, BNB.

(1) Comprennent la variation des stocks et les acquisitions d'actifs non financiers non produits.

(2) Transactions réalisées avec le secteur non bancaire étranger, ainsi qu'avec les institutions financières captives et les prêteurs non institutionnels, à l'exclusion de celles sur titres de créance.

ont soutenu les investissements directs à l'étranger, dont l'évolution récente est examinée de façon plus détaillée dans l'encadré 4. En 2016, la reprise de SABMiller par AB InBev a porté sur des montants colossaux. Elle explique à elle seule la majeure partie des 47,7 milliards d'euros de nouveaux actifs financiers acquis par les sociétés non financières au cours des neuf premiers mois de l'année<sup>(1)</sup>.

Les investissements réalisés en 2016 par les sociétés non financières ont notamment été facilités par les ressources internes dégagées grâce à l'accroissement de leurs bénéfices. L'excédent brut d'exploitation qu'elles ont engrangé au cours des neuf premiers mois de l'année est en effet passé de 72,2 milliards d'euros en 2015 à 76,4 milliards

en 2016. Certaines entreprises n'ont pas consacré l'entièreté de cet excédent à la formation brute de capital fixe ou à des investissements directs. Le surplus est dès lors venu renforcer encore leurs réserves de liquidités. Au total, au cours des neuf premiers mois de 2016, les sociétés non financières ont ainsi accumulé 11 milliards d'euros sous la forme de numéraire ou de dépôts bancaires. À la fin du troisième trimestre, l'encours de ces réserves équivalait à 25,2 % du PIB, contre 24,2 % un an auparavant. L'augmentation des liquidités peut traduire un certain attentisme de la part des entreprises qui, dans le contexte actuel, peuvent manquer d'opportunités d'investissement ou de perspectives de rendement suffisamment certaines. Ces liquidités constituent cependant aussi un gage de développement futur, en ce sens qu'elles leur permettront de financer une partie de leurs projets à venir. Elles sont par ailleurs de nature à faciliter leur fonctionnement, en alimentant leur fonds de roulement.

(1) Cette acquisition n'ayant pas été finalisée à la fin du troisième trimestre de 2016, la majeure partie des fonds accumulés pour la financer étaient alors encore investis dans des actifs liquides. Dans les comptes financiers, cette opération n'apparaît donc pas encore parmi les investissements sous la forme de participations dans des sociétés étrangères.

## Encadré 4 – Opérations de fusion et d'acquisition : les multinationales et l'économie belge

Porté notamment par le financement peu onéreux et par l'abondance de liquidités dont disposent certaines entreprises, le nombre d'opérations de fusion et d'acquisition dans le monde est reparti à la hausse ces dernières années, après qu'il s'était replié pendant la crise financière. Les opérations transfrontalières sont comptabilisées dans les statistiques des investissements directs étrangers (IDE) et donnent lieu à une importance croissante des multinationales.

À l'échelle mondiale, les investissements directs annuels exprimés en pourcentage du PIB ont atteint en 2015 leur niveau le plus élevé depuis l'éclatement de la crise financière en 2008, en raison, entre autres, de l'augmentation du nombre d'opérations de fusion et d'acquisition transfrontalières. C'est surtout dans l'industrie qu'une vague de consolidation a pu être observée en 2015. Cette tendance semble s'être poursuivie en 2016, bien que l'issue du referendum britannique sur la sortie de l'UE et, plus tard, celle du scrutin présidentiel aux États-Unis puissent entraver la reprise de l'internationalisation. Le niveau des investissements directs sous la forme de participations dans le capital social indique que, en Belgique également, les opérations de fusion et d'acquisition ont été relativement nombreuses à partir de 2015, en particulier celles opérées par des entreprises belges à l'étranger. Bien qu'il n'existe pas encore de statistiques annuelles pour 2016, celles-ci seront dans une large mesure déterminées par la reprise de SABMiller par AB InBev.

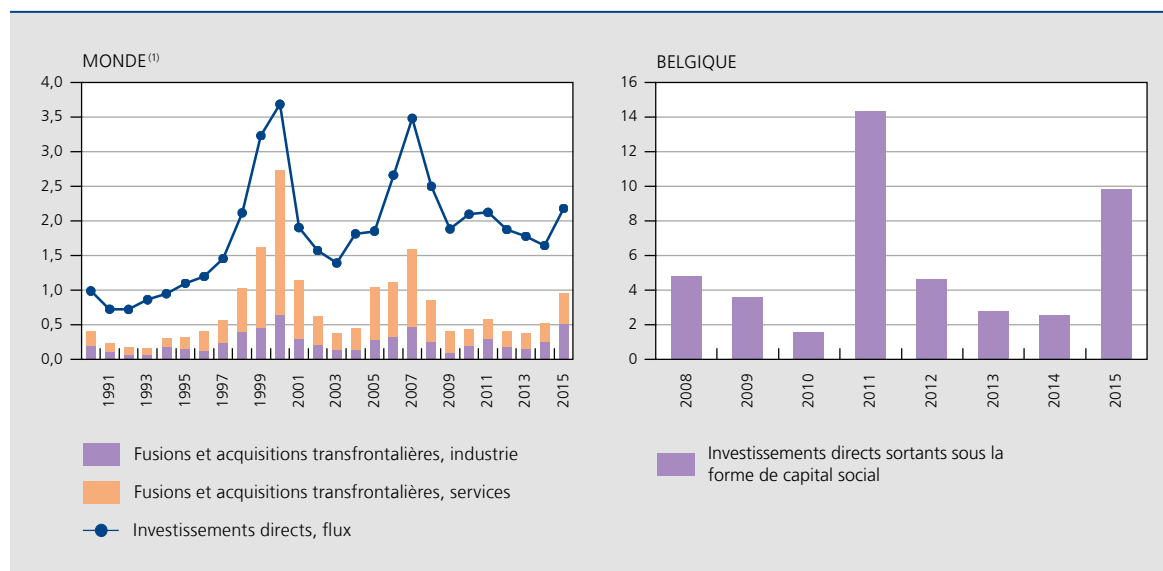
Dans ce contexte, le présent encadré examine le degré d'internationalisation des entreprises belges et les conséquences que celui-ci peut avoir pour l'économie belge. Il aborde par ailleurs les aspects tant financiers (les revenus nets que l'économie belge tire des IDE entrants et sortants) que réels (la contribution des multinationales à la valeur ajoutée, aux investissements et à l'emploi).

Les IDE confirment le statut d'économie ouverte de la Belgique. Les encours des IDE entrants et sortants exprimés en pourcentage du PIB (respectivement 215 et 213 % du PIB à la fin de 2015) dépassent de loin les moyennes des pays de la zone euro (132 et 156 % du PIB). Une part considérable de ces investissements portent cependant sur des capitaux en transit, ce qui s'explique notamment par les politiques menées afin d'attirer les IDE, en particulier par la voie d'incitants fiscaux tels que les intérêts notionnels<sup>(1)</sup>.

(1) Pour de plus amples informations, cf. Duprez C. et Ch. Van Nieuwenhuyze (2016), « Les entrées et sorties d'investissements directs étrangers en Belgique », BNB, *Revue économique*, septembre, 49-67.

## L'AUGMENTATION DES OPÉRATIONS DE FUSION ET D'ACQUISITION SOUTIEN LES INVESTISSEMENTS DIRECTS

(pourcentages du PIB, flux annuels)



Sources : CNUCED, BNB.

(1) Moyennes des flux de capitaux entrants et sortants.

La Belgique attire davantage d'investissements directs qu'elle n'en effectue à l'étranger. Sa position nette en matière d'investissements sortants s'établissait à -2 % du PIB à la fin de 2015. Il s'agit d'une situation atypique pour une économie développée et caractérisée par un total d'actifs extérieurs nets élevé, comme l'atteste également la position nette positive en matière d'investissements sortants des pays voisins.

## INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS ET RENDEMENT

(pourcentages du PIB, données pour 2015, sauf mention contraire)

	Belgique	Allemagne	France	Pays-Bas
Investissements directs nets à l'étranger (encours) .....	-2,0	17,8	22,7	100,6
Revenus provenant des investissements directs nets .....	-1,9	1,3	1,9	3,6
Rendement des investissements directs à l'étranger (pourcentages, moyennes 2013-2015) .....	2,5	5,0	4,9	4,6

Sources : BCE, BNB.

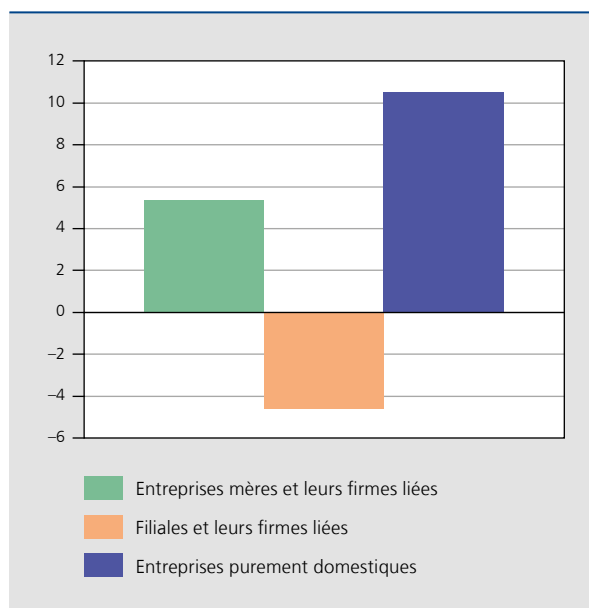
Contrairement à la situation qui peut être observée dans les pays voisins, les relations d'investissement direct de la Belgique avec l'étranger occasionnent actuellement une perte nette de revenus (-1,9 % du PIB en 2015), ce qui pèse sur le compte courant. Ce résultat financier défavorable est imputable tant à la position nette négative sur le plan des investissements directs sortants qu'au rendement relativement bas des investissements directs que la Belgique détient à l'étranger. Le rendement des investissements directs étrangers est déterminé par de nombreux

facteurs; au-delà d'éventuelles variations des taux de change et de la croissance sur les marchés étrangers, des facteurs fiscaux peuvent également jouer un rôle. Par comparaison avec les pays voisins, les marchés hors zone euro sont sous-représentés dans les IDE sortants de la Belgique, et les investissements sur ces marchés comprennent une grande quantité de crédits intragroupes octroyés à des fins d'optimisation fiscale en recourant au système des intérêts notionnels, et donc relativement peu de participations sous la forme d'actions, comme c'est le cas dans le cadre des opérations de fusion et d'acquisition.

Les multinationales (maisons mères et filiales) apportent une contribution notable à l'activité économique en Belgique. Bien qu'elles soient proportionnellement peu nombreuses (1 % du nombre total d'entreprises dans le secteur privé en 2014), elles génèrent une part considérable de la valeur ajoutée (38 %). Elles représentent toutefois une part moins large de l'emploi salarié (29 %) et affichent donc une productivité supérieure à la moyenne. Elles jouent également un rôle important dans la compétitivité vis-à-vis de l'étranger, dans la mesure où elles contribuent largement aux exportations nettes de la Belgique (à hauteur de 1,3 point de pourcentage du PIB en 2014). Enfin, les multinationales renforcent aussi le potentiel de croissance. De 2008 à 2014, elles ont constitué 33 % des investissements réels du secteur privé et pas moins de 63 % des investissements en R&D.

#### ÉVOLUTION DE L'EMPLOI: COMPARAISON DES MULTINATIONALES ET DES ENTREPRISES DOMESTIQUES<sup>(1)</sup>

(pourcentages, variations entre 2008 et 2014)



Source: BNB.

(1) Seules les entreprises qui emploient du personnel et dont le statut n'a pas changé durant la période considérée (de domestique à multinationale, et inversement) ont été prises en compte.

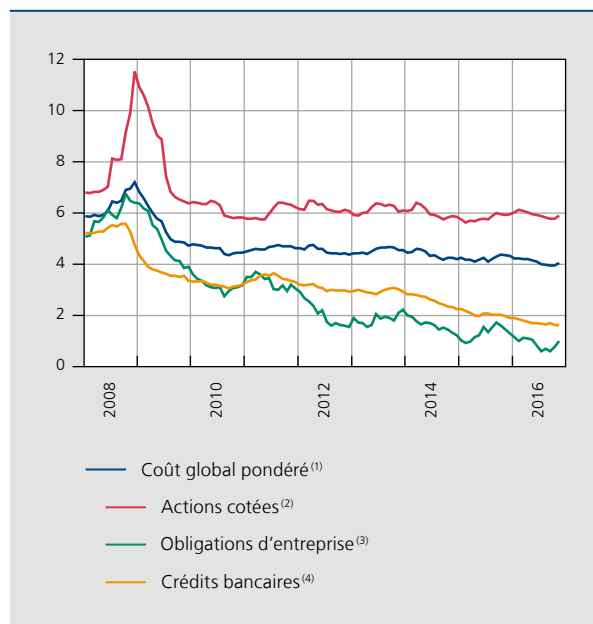
En dépit de ces avantages, entre 2008 et 2014, l'emploi semble avoir été moins stable dans les filiales de groupes étrangers établies en Belgique que dans les entreprises mères belges et les firmes purement domestiques. Bien qu'il s'agisse d'une période particulière – puisqu'elle a succédé à la crise financière, au cours de laquelle certaines entreprises ont subitement été confrontées à des capacités excédentaires – et que cette conclusion ne puisse dès lors pas être généralisée, les restructurations annoncées en 2016 par quelques grandes multinationales tendent à appuyer ce constat.

## Les sources de financement non bancaires ont davantage été sollicitées en 2016

En dépit de la croissance des réserves de liquidités, certaines sociétés restent tributaires des sources de financement extérieures pour concrétiser leurs projets d'investissement, en particulier ceux de grande ampleur. En 2016, cela a été le cas d'AB InBev, qui a recouru à un emprunt obligataire pour financer une partie de sa reprise de SABMiller. Cette entreprise a ainsi été à l'origine de l'essentiel des 12,9 milliards d'euros de nouveaux engagements nets contractés sous la forme de titres de créance par les sociétés non financières au cours des neuf premiers mois de 2016. Bien que relativement exceptionnel par les montants concernés, cet emprunt obligataire s'inscrit dans la continuité d'une série d'opérations comparables effectuées depuis 2012, année à partir de laquelle cette source de financement est devenue encore plus avantageuse pour les firmes bénéficiant d'un accès à ce marché, à la suite de la baisse significative des taux de rendement à long terme.

**GRAPHIQUE 45** LE COÛT DU FINANCEMENT OBLIGATAIRE RESTE LE MOINS ÉLEVÉ

(données mensuelles, pourcentages)



Sources : Barclays Capital, Thomson Reuters Datastream, BNB.

- (1) Obtenu en pondérant les coûts 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.

Les sociétés non financières ont en outre été les bénéficiaires, jusqu'à concurrence de 20 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2016, de financements intragroupes obtenus auprès soit d'entités liées localisées à l'étranger, soit de holdings financiers ou de sociétés de gestion de trésorerie établies en Belgique<sup>(1)</sup>. L'importance des fonds collectés au travers de ce canal en 2016 est, à nouveau, en grande partie liée au financement de l'acquisition de SABMiller par AB InBev. Du reste, ces transactions sont le plus souvent déterminées par les activités de services financiers intragroupes assumées par certaines sociétés installées en Belgique. Ces activités sont devenues considérablement plus importantes à la suite de l'introduction, en 2005, de la déduction fiscale pour capital à risque. Cet avantage fiscal a notamment donné lieu à de considérables entrées d'investissements directs étrangers en Belgique, plus spécifiquement sous la forme d'investissements en capital social. Il a toutefois progressivement perdu une partie de son attrait à partir de 2012, notamment en raison de la baisse du taux de rendement des obligations linéaires (OLO) à dix ans émises par l'État belge, c'est-à-dire le taux de référence pour calculer le montant des intérêts notionnels pouvant être déduit de l'impôt des sociétés que doivent acquitter les entreprises établies en Belgique.

## La croissance des crédits bancaires a été soutenue par la demande des PME et par des conditions d'octroi toujours plus favorables

Les PME, qui ont moins fréquemment accès au financement de marché ou aux apports de fonds provenant de sociétés liées que les grandes entreprises, ont quant à elles plus largement fait appel au crédit bancaire que les années précédentes. Les prêts qui leur ont été accordés par les banques résidentes ont ainsi progressé à un rythme annuel moyen de 3,6% au cours de la période allant du quatrième trimestre de 2015 au troisième trimestre de 2016. Les crédits octroyés aux grandes entreprises se sont eux aussi inscrits en hausse, mais dans une moindre mesure, affichant un taux de croissance moyen de 1,7% sur la même période. Au total, la croissance des crédits bancaires octroyés aux entreprises belges, toutes catégories confondues, a été vigoureuse en 2016. Exprimée en glissement annuel, elle a atteint 5,5% en novembre, contre 2,4% à la fin de 2015. Outre par un effet spécifique lié aux opérations d'AB InBev en fin d'année, la croissance des crédits a continué d'être soutenue par une demande en hausse – fût-ce, de manière moins intense qu'en 2015, selon l'appréciation des banques – et par des conditions

(1) Dans les comptes financiers de la Belgique, les sociétés holdings et de gestion de trésorerie sont regroupées au sein du secteur des « sociétés financières captives et prêteurs non institutionnels ».

**TABLEAU 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)

	2005T1-2016T3	2005T1-2008T4	2009T1-2016T3	2015T4-2016T3
PME .....	5,1	9,1	2,9	3,6
Petites entreprises .....	4,9	9,3	2,6	3,8
Moyennes entreprises .....	5,4	8,8	3,6	3,3
Grandes entreprises .....	2,2	10,9	-2,4	1,7

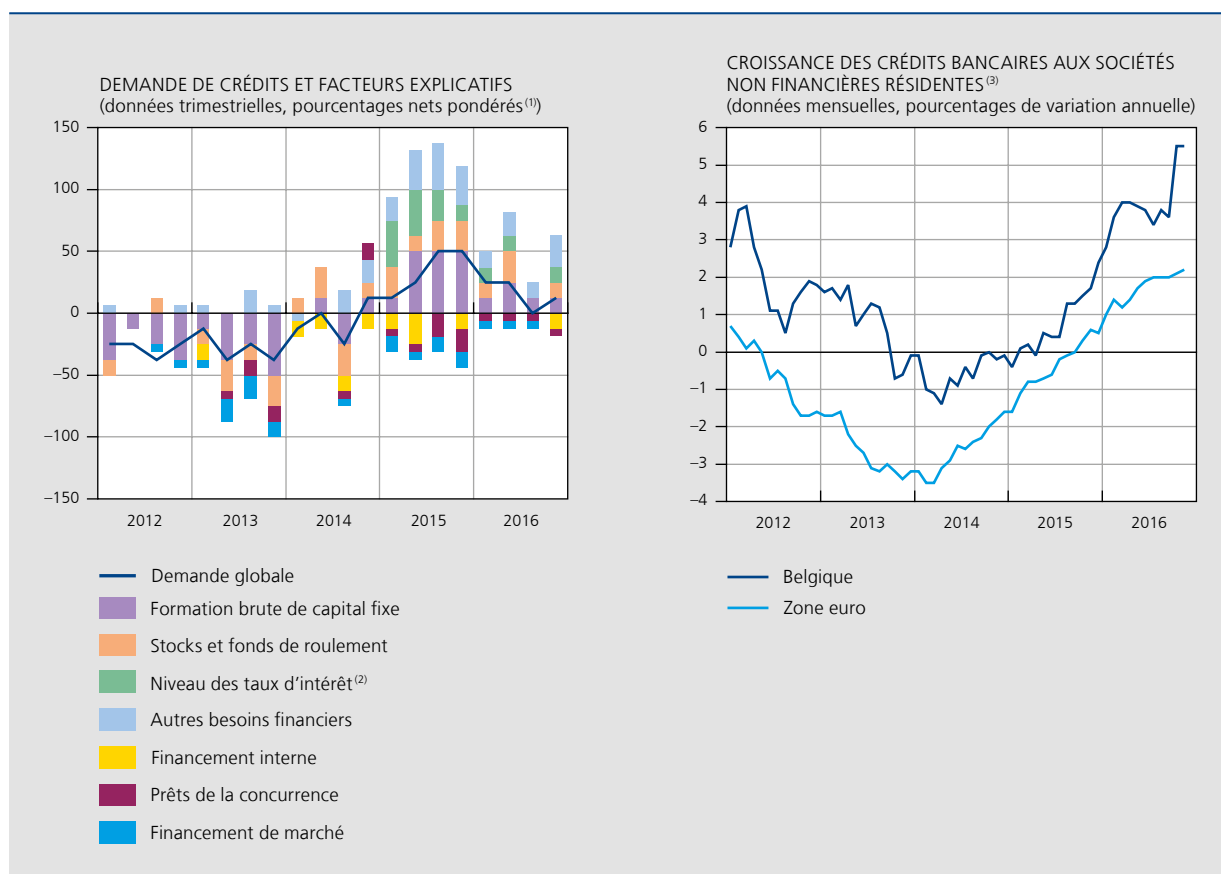
Source : BNB (Centrale des crédits aux entreprises).

(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.

d'octroi de crédits favorables. D'après les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey* – BLS), la demande de crédits a été étayée par les besoins de financement liés à la constitution des stocks et

des fonds de roulement, ainsi que par la nécessité de lever des fonds pour mettre sur pied des opérations de fusion et d'acquisition ou des restructurations. Les sollicitations de crédits en vue de couvrir des investissements en capital

**GRAPHIQUE 46** HAUSSE SENSIBLE DES CRÉDITS BANCAIRES, MALGRÉ UN RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DE LA DEMANDE



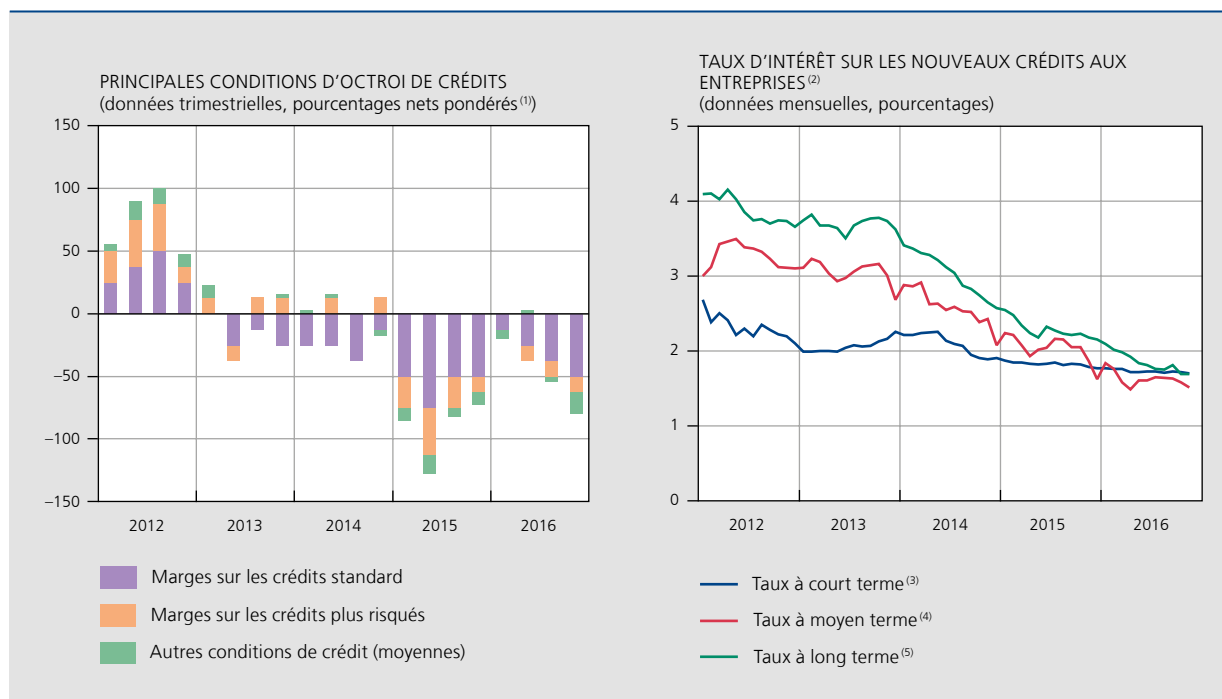
Sources : BCE, BNB.

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

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

(3) Uniquement les crédits octroyés par les banques résidentes (y compris les crédits titrisés).

**GRAPHIQUE 47** DES CONDITIONS D'OCTROI DE CRÉDITS ENCORE PLUS FAVORABLES



- (1) Un pourcentage positif (négatif) correspond à un durcissement (assouplissement) des conditions d'octroi.
- (2) Crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros.
- (3) Taux variable et période de fixation initiale du taux d'une durée inférieure à un an.
- (4) Période de fixation initiale du taux d'une durée supérieure à un an et inférieure à cinq ans.
- (5) Période de fixation initiale du taux d'une durée supérieure à cinq ans.

fixe ont elles aussi augmenté en 2016, quoique moins qu'en 2015.

La politique monétaire très accommodante menée par l'Eurosystème permet par ailleurs aux banques de la zone euro de se financer à très bas coût sur le marché monétaire. De plus, le programme étendu d'achats d'actifs (APP) et les opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO) leur ont permis d'encore élargir leur capacité d'octroi de crédits, et ce à des taux débiteurs très attractifs. En Belgique, ces mesures se sont conjuguées à des révisions à la baisse des risques de crédit et à un degré de concurrence accru entre les institutions bancaires. Cela s'est notamment traduit par de nouveaux resserments des marges commerciales sur les crédits standard et, dans une moindre mesure, sur les crédits plus risqués. Au final, les taux d'intérêt à long terme sur les crédits octroyés aux sociétés non financières résidentes sont retombés à des niveaux planchers en 2016, équivalents à ceux des taux à court terme, ces derniers ayant eux-mêmes chuté à des niveaux historiquement bas. En outre, les banques belges ont également assoupli certaines conditions d'octroi autres que celles liées aux taux débiteurs, à savoir celles qui concernent les limitations en termes de volume et de

durée des prêts, ou d'autres clauses stipulées dans les contrats conclus avec les entreprises.

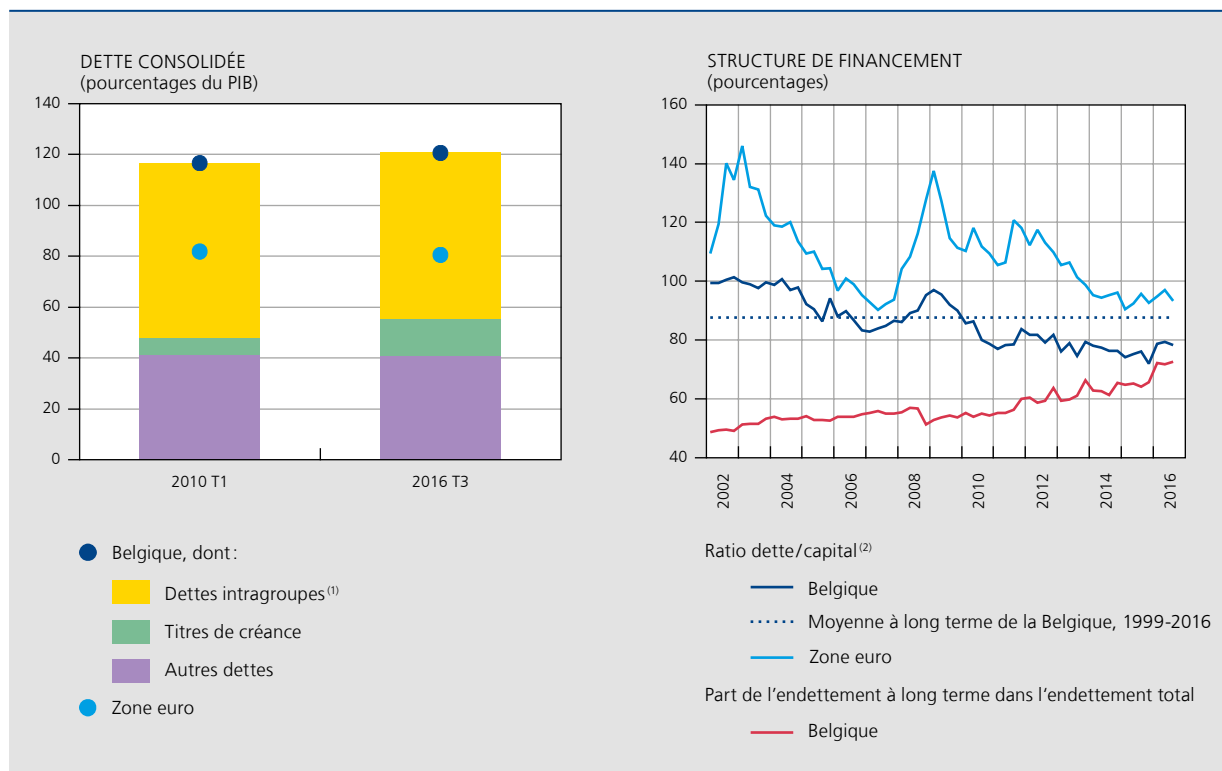
**Le taux d'endettement des sociétés non financières reste élevé, mais leur structure de financement est robuste**

Le taux d'endettement brut consolidé des sociétés non financières s'est accru, passant de 116,1 % du PIB à la fin de 2015 à 120,6 % en septembre 2016. Cette augmentation est cependant intégralement imputable aux transactions financières d'AB InBev, qui a recouru au financement par endettement préalablement à la reprise de SABMiller. Abstraction faite de ces opérations, le taux d'endettement aurait même légèrement reflué.

Le niveau d'endettement des sociétés non financières belges demeure élevé en comparaison des entreprises de la zone euro (80,5 % du PIB). Il convient cependant de nuancer ce constat, en ce sens que les dettes des sociétés non financières sont en grande partie constituées de financements intragroupes. Plutôt que de répondre à un réel besoin de financement, ce type d'opérations est souvent axé sur une redistribution des ressources au sein d'un



**GRAPHIQUE 48** LE NIVEAU D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES EST ÉLEVÉ, MAIS LEUR STRUCTURE DE FINANCEMENT EST RELATIVEMENT SOLIDE



Sources : BCE, BNB.

(1) Crédits octroyés par le secteur non bancaire étranger et par le secteur des « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels ».

(2) Données non consolidées.

groupe, éventuellement pour des raisons fiscales, dans le cadre de laquelle, en contrepartie d'un engagement, une créance d'un montant comparable est créée sur une entité du groupe. À l'exclusion de ces financements, le taux d'endettement des sociétés non financières s'est établi à 55,3 % du PIB.

Dans la zone euro, le taux d'endettement des sociétés non financières a culminé en 2010. En Belgique, ce taux a cependant continué de grimper quelque peu, sous l'effet du redressement du crédit bancaire (comptabilisé parmi les autres dettes) et de l'émission de titres de créance (obligations d'entreprise). L'encours de ces derniers a progressé au début de 2016, pour atteindre un niveau record de 15 % du PIB, contre 7,1 % au début de 2010. Bien que ce niveau ait été influencé à la hausse en 2016 par les transactions d'AB InBev, le recours au marché obligataire, influencé entre autres par l'environnement de taux bas, s'est systématiquement intensifié ces dernières années.

Le taux d'endettement relativement élevé des sociétés non financières et son alourdissement ne présentent toutefois pas de risques immédiats s'agissant de la

soutenabilité de l'endettement. En témoigne notamment la structure de financement relativement saine des sociétés non financières belges. Premièrement, les dettes sont assez faibles proportionnellement au capital, en comparaison tant de la moyenne à long terme que de la situation des entreprises de la zone euro. Le repli tendanciel du ratio dette/capital, qui était soutenu depuis 2006 par la déduction des intérêts notionnels, semble toutefois avoir pris fin. Depuis 2012, cette évolution peut être attribuée, entre autres, à la diminution de l'avantage fiscal qu'offrent les intérêts notionnels. Deuxièmement, les entreprises se financent de plus en plus à long terme, ce qui limite le risque de refinancement. La part des dettes à long terme (plus d'un an) dans la dette consolidée a atteint un maximum de 72,2 % au troisième trimestre de 2016. Cette part croissante coïncide avec un plus large recours à des sources de financement non bancaires, 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 (c'est-à-dire les paiements d'intérêts en pourcentage de l'excédent brut d'exploitation) sont restées orientées à la baisse, sous l'impulsion tant de

la politique monétaire accommodante que de l'augmentation de l'excédent brut d'exploitation.

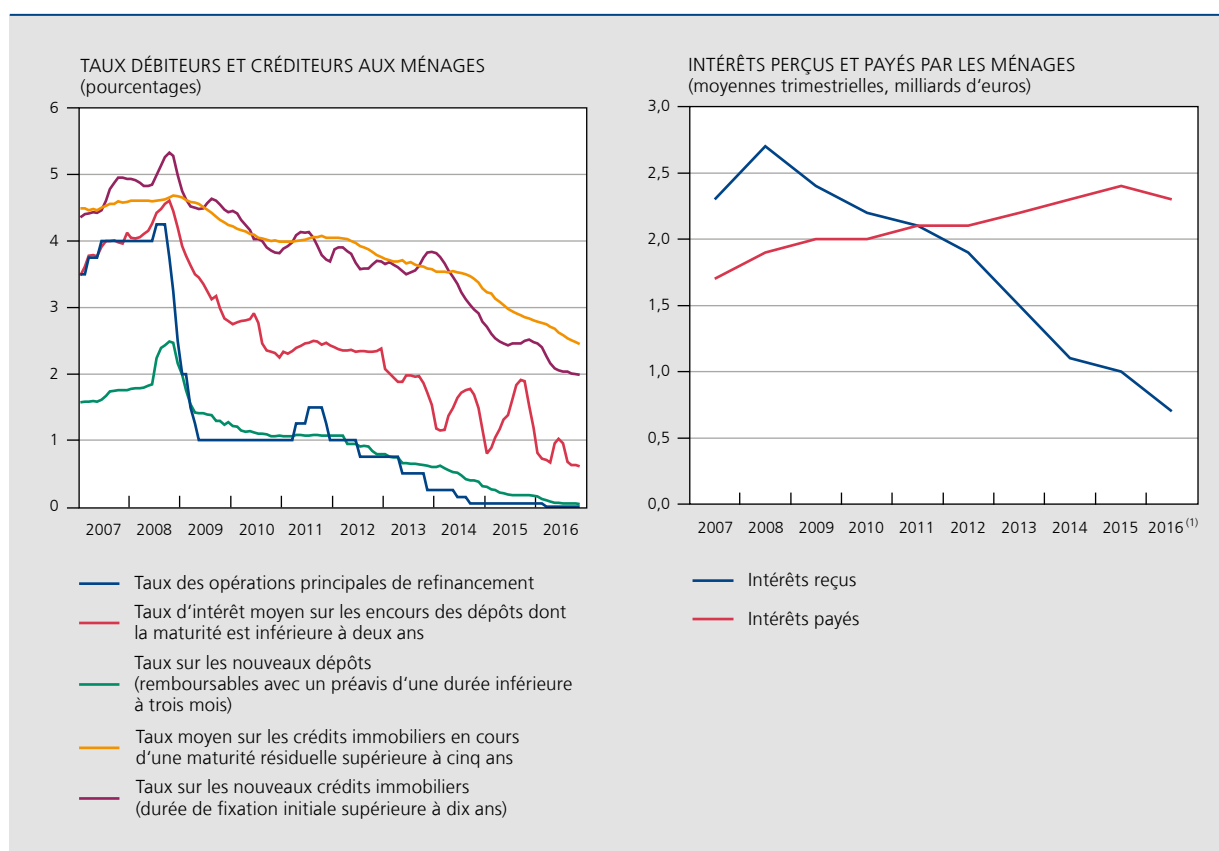
## 4.2 L'environnement de taux d'intérêt bas a des effets négatifs comme positifs sur les avoirs et engagements des particuliers

La baisse substantielle des taux du marché monétaire observée depuis 2009, sous l'effet, entre autres, de l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE, a été largement répercutée par les institutions financières sur les taux de détail qu'elles proposent à leur clientèle, notamment aux ménages, et ce tant pour les dépôts que pour les crédits. Alors que la transmission ne s'était opérée que de façon partielle jusqu'en 2013, elle a été beaucoup plus complète à partir de 2014, les marges commerciales des banques s'étant stabilisées depuis lors. Outre sur les taux bancaires de détail, la politique monétaire a aussi influé sur les autres types d'actifs porteurs d'intérêts, telles les obligations souveraines ou d'entreprise.

Les moindres rendements des actifs porteurs d'intérêts des ménages, dont les dépôts d'épargne constituent la fraction la plus importante, ont inévitablement pesé sur la rémunération que ceux-ci tirent des avoirs financiers qu'ils investissent dans ces types d'instruments. Les intérêts reçus se sont ainsi à nouveau inscrits en recul au cours des neuf premiers mois de 2016; ils se sont montés à 0,7 milliard d'euros en moyenne par trimestre, contre 1 milliard en 2015. En 2009, lorsque les taux étaient plus élevés, les intérêts perçus s'établissaient à 2,4 milliards en moyenne trimestrielle.

En revanche, l'environnement de taux d'intérêt bas a aussi des répercussions, bénéfiques cette fois, sur la situation financière des particuliers, car les nouveaux engagements sont conclus à des taux plus faibles. Les crédits existants peuvent également profiter de cet environnement lorsqu'ils sont assortis d'un taux d'intérêt variable ou grâce à des opérations de refinancement. La hausse substantielle des engagements a cependant en partie contrecarré ces effets sur l'évolution des intérêts payés par les ménages.

**GRAPHIQUE 49** INFLUENCE DE L'ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS SUR LES REVENUS ET SUR LES CHARGES D'INTÉRÊTS



Source : BNB.

(1) Moyennes des trois premiers trimestres.

Par ailleurs, le repli des taux d'intérêt a également affecté les prix des actifs. Ainsi, suivant les tendances généralement positives observées sur les marchés financiers, les ménages ont enregistré des effets de valorisation favorables sur leur patrimoine financier entre 2009 et 2016, ce qui a atténué l'effet de compression sur les revenus. Ce sont essentiellement les portefeuilles d'actions et de fonds d'investissement qui leur ont permis de bénéficier de plus-values au cours de ces années. Toutefois, dans un contexte de marchés financiers volatils, ces effets de valeur ont été moins importants en 2016. Alors que les actions ont encore enregistré une hausse de prix (équivalente à 7,1 milliards) durant les trois premiers trimestres de l'année, le portefeuille de fonds d'investissement détenu par les ménages a subi des effets de valorisation négatifs limités (-2,6 milliards). Au total, les pertes encourues sur les marchés financiers, en raison de la hausse du taux d'intérêt de la Réserve fédérale, de l'essoufflement de l'activité économique en Chine et du referendum britannique, ont été limitées tant dans le temps qu'en termes de volume.

Globalement, même si les revenus d'intérêts des ménages ont fortement diminué depuis le début de la crise

financière, leur patrimoine financier n'a pas cessé de s'étoffer ces huit dernières années. Sur ce plan, leur portefeuille a gonflé tant en raison de revalorisations d'actifs (174 milliards d'euros) qu'à la suite de nouveaux placements (203 milliards d'euros).

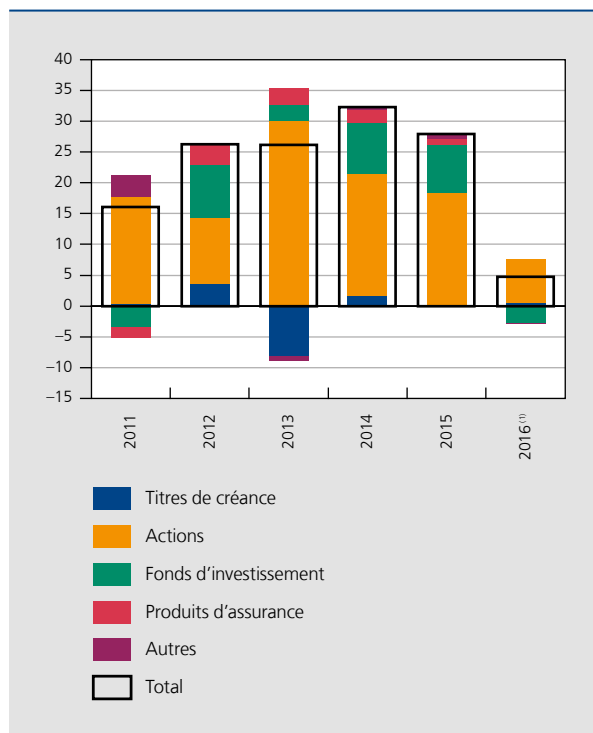
Par ailleurs, les prix de l'immobilier résidentiel ont plus que doublé en termes nominaux depuis l'an 2000, et le tassement constaté pendant la grande récession s'est avéré très limité au regard de celui qu'ont accusé bon nombre d'États membres de la zone euro, que ce soit en termes d'ampleur ou de durée. La croissance des prix immobiliers n'a ensuite pas cessé de s'éroder entre 2011 et 2014, avant de s'inscrire en forte hausse en 2015, malgré les réformes de la fiscalité immobilière, en particulier en Région flamande. En 2016, l'évolution à un an d'écart des prix immobiliers s'est nettement infléchi, affichant une augmentation d'à peine 0,7% sur l'ensemble des trois premiers trimestres. En termes réels, les prix immobiliers auraient en revanche affiché une légère baisse de 0,9%.

En 2016, la déviation des prix de l'immobilier résidentiel par rapport à la valeur d'équilibre déterminée par des modèles économétriques qui prennent en compte des déterminants fondamentaux, tels que le revenu disponible des ménages, les taux d'intérêt hypothécaires et les pressions démographiques, était estimée à 6%. Ce niveau s'inscrit en retrait de celui de 2015, année où la surévaluation de ce marché s'était fortement accentuée, jusqu'à atteindre 10,9% au quatrième trimestre, essentiellement en raison de l'absence de pressions négatives sur la croissance des prix immobiliers à la suite de la réforme du bonus logement en Région flamande.

L'activité sur le marché de l'immobilier résidentiel a été lourdement affectée par la régionalisation et par les réformes de la déductibilité des emprunts hypothécaires entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2015. Cela a tout spécialement été le cas en Région flamande, où le nombre de transactions sur le marché secondaire a sensiblement progressé durant le dernier trimestre de 2014, avant de chuter l'année suivante. En 2016, l'activité immobilière est repartie à la hausse, traduisant surtout un retour à un niveau plus proche de celui généralement observé. Au total, en Belgique, le nombre de transactions immobilières a augmenté de 11,3% au cours des trois premiers trimestres de l'année sous revue.

Comme le montre l'encadré ci-après, l'incidence, négative d'un côté, positive de l'autre, de taux d'intérêt faibles sur les revenus et sur la valeur des actifs financiers des ménages est complexe et dépend notamment de la position financière (débitrice ou créditrice) des ménages, ainsi que de la composition de leur patrimoine, laquelle varie selon le niveau de richesse.

**GRAPHIQUE 50 LES EFFETS DE VALORISATION DES ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES ONT ÉTÉ POSITIFS**  
(milliards d'euros; données annuelles, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Neuf premiers mois.

## Encadré 5 – Effets de répartition des taux bas et des valorisations des actifs

La faiblesse persistante des taux d'intérêt influence la situation financière des ménages de différentes manières. Afin de jauger l'incidence de l'environnement de taux bas, une distinction très réductrice est parfois opérée entre les ménages qui épargnent et ceux qui empruntent, les épargnants devant subir une perte de revenus d'intérêts tandis que les emprunteurs peuvent rembourser plus facilement leurs crédits. Pourtant, les mécanismes de transmission de la politique monétaire en général, et les effets finaux de la faiblesse des taux d'intérêt en particulier, sont d'une telle complexité qu'une analyse trop simpliste est susceptible de livrer une image fortement biaisée. La politique actuelle de taux d'intérêt bas contribue ainsi elle aussi à stabiliser l'environnement macroéconomique et financier qui soutient la croissance et l'emploi, exerçant par là même une incidence indirecte sur les revenus du travail des ménages (ou sur leur préservation). Par ailleurs, la faiblesse des taux d'intérêt entraîne bel et bien des effets de revenu négatifs, puisqu'elle pèse sur les revenus tirés d'actifs financiers. Elle augmente toutefois également la valeur des obligations, des actions et de l'immobilier, exerçant ainsi des effets de valorisation positifs. En outre, la politique de taux bas induit aussi des effets de revenu positifs, en ce qu'elle facilite le remboursement des dettes. Comme la composition et la taille du patrimoine net varient d'un ménage (ou d'un groupe de ménages) à l'autre, l'incidence de revenus ou de charges d'intérêts plus faibles et d'effets de valorisation positifs sera différente pour chacun d'eux.

La complexité de cette matière peut être illustrée grâce aux données de l'enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Survey – HFCS*)<sup>(1)</sup>. Les résultats les plus récents de cette enquête portent sur l'année 2014. Selon ceux-ci, neuf ménages sur dix bénéficient de revenus du travail à titre de salariés, disposent d'un revenu provenant de leur portefeuille d'actifs financiers (et perçoivent à ce titre des intérêts ou des dividendes) ou remboursent des dettes (et paient donc des intérêts). Il s'avère qu'un tiers des ménages relèvent des trois catégories à la fois : ils perçoivent un salaire, touchent des revenus financiers et remboursent des dettes. Qui plus est, la grande majorité des ménages qui remboursent des dettes perçoivent également des revenus tirés d'actifs financiers, tandis que, inversement, près de la moitié des ménages bénéficiant d'un revenu tiré d'actifs financiers remboursent également des dettes. Les constats qui précèdent montrent bien que la population ne peut être subdivisée simplement en groupes spécifiques selon qu'une évolution donnée des taux leur est profitable ou non.

La taille et la composition du patrimoine net varient considérablement d'un ménage à l'autre. Les avoirs des ménages du quintile de patrimoine net le plus bas – c'est-à-dire les 20 % des ménages les moins nantis – sont limités et se composent pour l'essentiel de dépôts et d'autres actifs réels (véhicules ou autres objets de valeur). Le patrimoine des trois quintiles intermédiaires, dénommés ici par facilité la « classe moyenne », se compose principalement du logement propre, auquel s'ajoutent surtout des dépôts ainsi que – dans une moindre mesure – des pensions complémentaires et des assurances-vie individuelles. Cette classe moyenne supporte par ailleurs la plus grande charge hypothécaire en termes moyens. Les ménages plus nantis du quintile le plus élevé possèdent une habitation dont la valeur est en moyenne supérieure à celle des ménages des quintiles inférieurs, mais cette habitation représente une proportion plus réduite (moins de la moitié) du patrimoine total de ces ménages plus riches. En effet, leurs avoirs sont également constitués d'autres biens immobiliers et de différents actifs financiers.

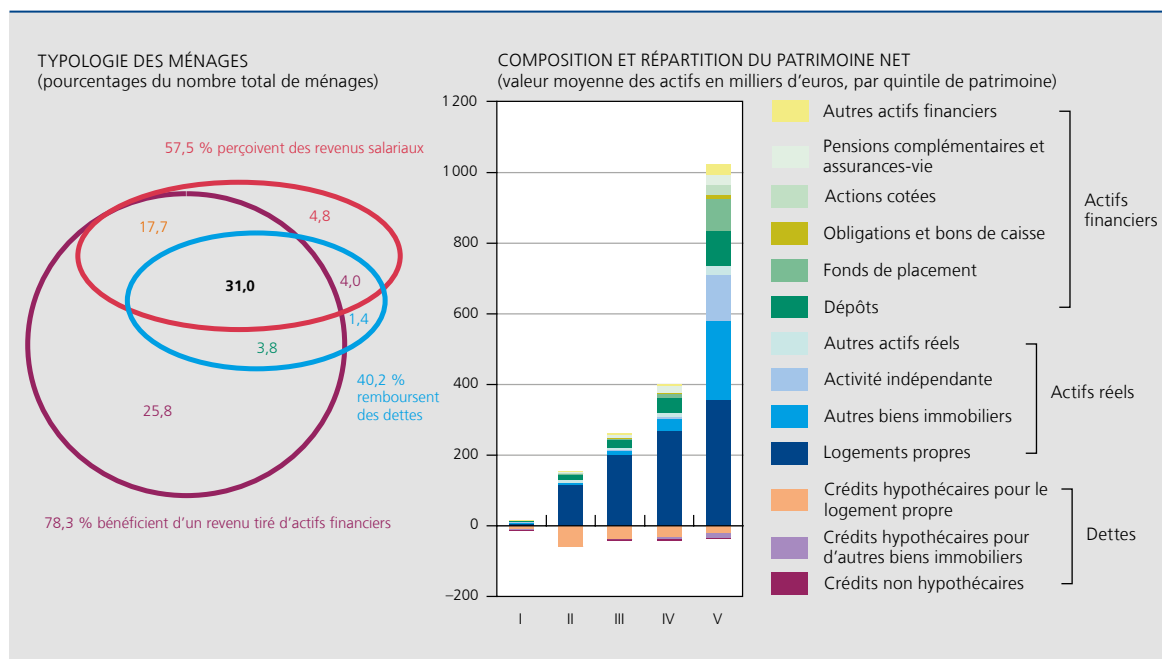
Les informations en matière de répartition semblent indiquer que les effets de valorisation positifs découlant de la politique de taux d'intérêt bas se manifestent principalement dans le quintile de patrimoine le plus élevé, puisque les ménages appartenant à ce quintile sont quasiment les seuls à posséder des actions, des obligations et des fonds de pension. Les assurances-vie et les fonds de pension complémentaires – qui sont typiquement axés sur le plus long terme et augmentent donc en valeur lorsque les taux d'intérêt diminuent – sont répartis un peu plus équitablement entre les quintiles de patrimoine supérieurs. L'immobilier, et en particulier le logement propre, est la principale composante du patrimoine pour l'ensemble des quintiles. Chaque quintile bénéficie donc de ces gains de capital, mais ce sont les ménages les plus fortunés qui en tirent l'avantage le plus important en termes absolus, leurs biens immobiliers affichant les valeurs les plus élevées. La baisse du coût de financement du logement due à la faiblesse des taux d'intérêt profite

(1) Pour une description de l'enquête et une analyse des résultats pour 2014, cf. Du Caju Ph. (2016), « La répartition du patrimoine en Belgique : premiers résultats de la deuxième vague de la *Household Finance and Consumption Survey (HFCS)* », BNB, *Revue économique*, septembre, 29-47.



## ASPECTS DE RÉPARTITION COMPLEXES LIÉS AUX TAUX FAIBLES ET AUX VALORISATIONS DES ACTIFS

(2014)



Source : BNB (HFCS 2014).

essentiellement aux quintiles de patrimoine net intermédiaires, puisque le quintile le plus bas ne comporte que peu de ménages ayant contracté un prêt hypothécaire ou possédant une maison. Les ménages composant les quintiles intermédiaires assument, en termes absolus et par rapport à leurs actifs, une plus grande charge hypothécaire que les ménages issus du quintile le plus riche.

Globalement, les effets de répartition de l'environnement de taux bas sont difficiles à évaluer. La faiblesse des taux d'intérêt fait perdre aux ménages les plus nantis des revenus tirés d'actifs financiers, mais ils profitent aussi le plus des plus-values réalisées. Ce sont surtout les ménages des quintiles intermédiaires qui sont les plus à même de financer leurs crédits immobiliers grâce à la réduction des charges d'intérêts. Tandis que le taux de leurs dépôts diminue, la valeur de leur logement augmente. Pour leur part, les ménages les moins nantis ne profitent généralement pas de plus-values; ceux qui parmi eux détiennent de l'épargne perdent des revenus, tandis que ceux qui ont souscrit des crédits à la consommation et ceux, en nombre limité, qui sont propriétaires de leur logement bénéficient d'intérêts moindres sur leurs prêts. En outre, il est difficile de mesurer les effets indirects de la politique de taux bas sur les patrimoines et sur les revenus des ménages. En effet, cette politique garantit la stabilité macrofinancière nécessaire, qui est non seulement cruciale pour le bon fonctionnement de l'économie, mais qui constitue également un prérequis pour la préservation et la croissance du revenu du travail et du patrimoine financier des ménages.

### Nouveaux actifs financiers: la quête de rendement marque le pas

Toutefois, en dépit de l'environnement de taux d'intérêt bas, les ménages belges ont continué de donner la préférence à l'épargne sous la forme d'actifs liquides, par

exemple sur des comptes d'épargne, ou d'actifs à long terme mais peu risqués, tels les produits d'assurance avec capital garanti. Durant les trois premiers trimestres de 2016, les particuliers ont ainsi placé, en termes nets, un total de 11,5 milliards d'euros sur leurs dépôts, ce qui représente un accroissement d'un montant supérieur

à celui enregistré l'année précédente. Les produits d'assurance, à l'exclusion de ceux sans garantie de capital (branche 23), et les fonds de pension ont pour leur part drainé 8,4 milliards d'euros. Les dépôts, d'un côté, et les produits d'assurance, de l'autre, ont ainsi canalisé la grande majorité de l'épargne des particuliers durant les neuf premiers mois de l'année, le reste étant consacré à des achats de parts de fonds d'investissement (pour 3,8 milliards, soit un montant nettement en retrait des 13 milliards enregistrés pour la période correspondante de 2015). Enfin, les ménages ont continué de se délester de leurs titres de créance, à concurrence de 8,9 milliards. Bien que ces produits ne soient associés qu'à un risque de contrepartie modéré, le risque de taux peut avoir pesé sur l'attrait de ce type d'actifs. Les particuliers ont également cédé des actions, à raison de 0,5 milliard. La quête de rendement qui s'était

dessinée à partir de 2013 a donc semblé marquer le pas en 2016.

Plusieurs facteurs ont pu influencer sur les choix de placement des particuliers, parmi lesquels, d'une part, le manque de confiance et l'incertitude qui favorisent une position attentive et stimulent l'épargne de précaution dans un contexte de marchés financiers volatils et d'inquiétudes inhérentes à la situation politique internationale et, d'autre part, le traitement fiscal des différents actifs financiers.

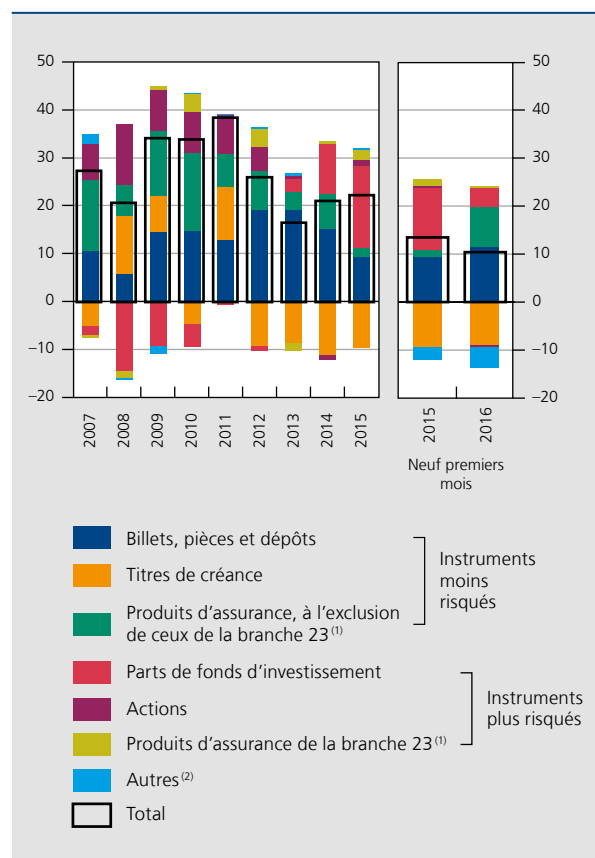
En 2016, les ménages ont été touchés par plusieurs épisodes de détérioration de la confiance, portant soit, en début d'année, sur leur perception de l'environnement économique général et sur l'appréciation de leur situation financière, soit, à l'automne, plus spécialement sur le marché du travail.

Diverses modifications ont également été apportées à la taxation des revenus des actifs mobiliers. Ainsi, le précompte mobilier sur les intérêts, dividendes et royalties a de nouveau augmenté le 1<sup>er</sup> janvier 2016, passant de 25 à 27 %, avant d'être porté à 30 % au début de 2017. Certains produits bénéficient toutefois toujours d'un taux préférentiel, tels les comptes d'épargne réglementés (exemption sur les premiers 1 880 euros d'intérêts, qui, dans le contexte actuel de taux très bas, n'a guère été mise à profit, taxation à 15 % au-delà), les contrats d'assurance assortis d'un taux d'intérêt garanti (sous certaines conditions) et certains bons d'État spécifiques (intérêts précomptés à 15 % pour l'emprunt Leterme).

Par ailleurs, outre ces taxes structurelles sur les revenus du patrimoine financier, une taxe sur la spéculation financière a été introduite le 1<sup>er</sup> janvier 2016. Cet impôt, qui s'élevait à 33 % des plus-values réalisées dans un délai de six mois, s'appliquait aux seuls particuliers et portait sur les actifs cotés en bourse (actions, certificats d'actions, warrants, options ou autres instruments financiers dont le sous-jacent est une action). Cette taxe a toutefois été abolie au début de 2017.

L'alourdissement du précompte mobilier, d'une part, et la taxe sur la spéculation, d'autre part, ont pu décourager les particuliers d'investir sur les marchés d'actions et favoriser entre autres les investissements immobiliers. De 2013 à 2016, l'activité des ménages sur les marchés d'actions s'est inscrite en net recul par rapport aux quatre années précédentes. En termes cumulés, les transactions nettes en actions se sont montées à 30 milliards d'euros entre le premier trimestre de 2009 et la fin de 2012, tandis qu'elles ont été pratiquement nulles (0,5 milliard) entre 2013, lorsque le précompte mobilier est passé de 21 à 25 %, et 2016, où il a grimpé à 27 %.

**GRAPHIQUE 51** PRÉFÉRENCE POUR LES PLACEMENTS LIQUIDES OU À LONG TERME MAIS PEU RISQUÉS  
(milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Cette rubrique inclut les droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance, sur les fonds de pension 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.

## Le taux d'endettement des ménages a poursuivi sa progression

La faiblesse des taux d'intérêt a également continué de soutenir la demande de crédits des ménages et, en particulier, celle de crédits hypothécaires. Bien que les banques aient encore un peu durci leurs conditions de crédit hors taux d'intérêt, le rythme de croissance des crédits hypothécaires s'est stabilisé à 5,4 % environ. Conséquence de la croissance soutenue et persistante de l'encours des crédits hypothécaires, qui a culminé à 205 milliards d'euros, le taux d'endettement brut des ménages a poursuivi sa progression tendancielle pour s'établir à 59,1 % du PIB au troisième trimestre de 2016. Depuis le début de 2016, le taux d'endettement des ménages belges dépasse légèrement la moyenne de la zone euro, où un processus de désendettement est en cours depuis la fin de 2009 et où le taux d'endettement des ménages s'est progressivement replié, revenant de 63,9 à 58,7 % du PIB, au troisième trimestre de 2016.

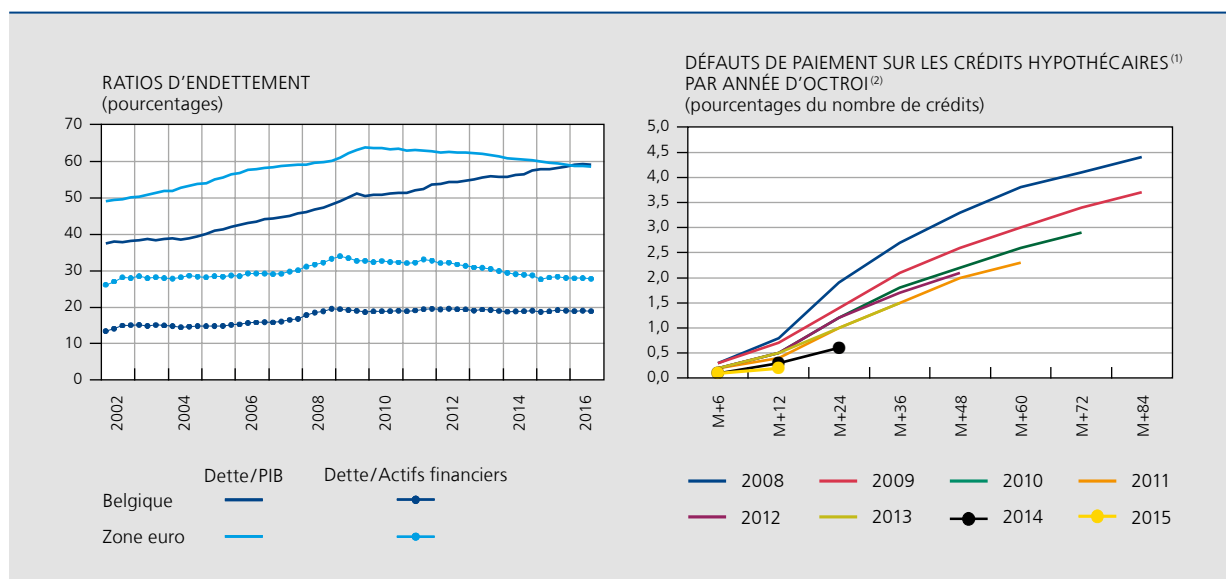
Par ailleurs, les données microéconomiques fournies par l'enquête HFCS révèlent des vulnérabilités importantes dans la structure d'endettement (ou « poches de risque »). Plus précisément, au regard de leurs revenus ou de leurs actifs liquides, un certain nombre de ménages contractent des dettes élevées (comme il ressort

par exemple de la quotité, ou *loan-to-value*, c'est-à-dire le rapport entre le montant prêté et la valeur du bien immobilier) ou disposent d'une capacité de remboursement limitée. Ainsi, selon les résultats de l'enquête menée en 2014, 13 % de l'encours de la dette hypothécaire seraient remboursés par des ménages devant y consacrer plus de 40 % de leur revenu disponible. En général, ces ménages possèdent également peu d'actifs et recourent relativement plus souvent à des crédits à quotité plus élevée.

Telles sont les raisons pour lesquelles le CERS a émis en novembre une mise en garde formelle contre les risques accrus liés au marché hypothécaire belge, tout comme il l'a fait pour sept autres pays. La capacité de remboursement des ménages risque notamment d'être mise à mal par un environnement macroéconomique moins propice, comme une hausse des taux d'intérêt ou une dégradation de la situation sur le marché de l'emploi et de la conjoncture. Dans le but d'anticiper un tel scénario, la Banque, en sa qualité d'autorité macroprudentielle, a d'ores et déjà pris différentes mesures qui devraient limiter les risques liés au marché immobilier et l'augmentation du taux d'endettement des ménages.

À ce stade, le niveau relativement bas et stable des arriérés de paiement des particuliers enregistrés par la Centrale

**GRAPHIQUE 52** LE TAUX D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES POURSUIT SA PROGRESSION, MAIS LE NOMBRE DE DÉFAUTS DE PAIEMENT DEMEURE RELATIVEMENT MODESTE



Sources : BCE, BNB.

(1) Un défaut de paiement est enregistré lorsqu'une somme due n'a pas été payée ou l'a été incomplètement dans les trois mois suivant son échéance, ou lorsqu'une somme due n'a pas été payée ou l'a été incomplètement dans le mois suivant une mise en demeure par recommandé.

(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 éventuelles de crédits ne sont pas prises en compte.

des crédits (en pourcentage du nombre total de crédits) révèle toutefois que les charges de remboursement actuelles de la plupart des ménages restent sous contrôle. S'agissant des crédits hypothécaires, le pourcentage de contrats en défaut de paiement a même quelque peu régressé. Cette baisse va de pair avec l'embellie du climat macroéconomique et, en particulier, avec le fléchissement du nombre de chômeurs. En outre, bien que la dette des ménages ait progressé, la politique monétaire accommodante a permis une légère diminution de leurs charges d'intérêts totales, notamment parce qu'ils ont refinancé des emprunts en cours. Par ailleurs, il est probable que, dans ce cas, les conditions de crédit hors taux d'intérêt aient également été adaptées, ce qui a pu comprimer d'autant plus la charge de remboursement. Grâce à ces refinancements, qui portent souvent un taux fixe, les ménages réussissent à conserver des conditions de taux avantageuses sur l'ensemble de la durée restante de leurs crédits; le risque lié à une éventuelle hausse du taux est dès lors transféré aux banques.

En dépit du nouvel accroissement du taux d'endettement, la situation financière agrégée des ménages n'en reste pas moins plutôt saine, comme le confirme entre autres le rapport entre leurs dettes et leurs actifs financiers, qui est stable et, en Belgique, inférieur à celui de

la zone euro. D'ailleurs, les ménages belges possèdent, en pourcentage du PIB, le plus gros patrimoine financier net de la zone euro.

Ce patrimoine financier élevé contribue également à la situation financière favorable de l'économie belge, à savoir sa position extérieure nette. En effet, la différence entre les actifs et les engagements financiers des secteurs nationaux se traduit par une position créditrice nette envers l'étranger lorsque les actifs dépassent les engagements, ou par une position débitrice nette dans le cas inverse. Grâce à l'important patrimoine net des ménages, la Belgique fait partie, avec les Pays-Bas, l'Allemagne, l'Autriche et la Finlande, d'un groupe restreint de pays créditeurs nets au sein de la zone euro. À la fin de juin 2016, les créances nettes sur l'étranger se montaient à 201 milliards d'euros, soit 48,3% du PIB, selon les statistiques des comptes financiers nationaux.

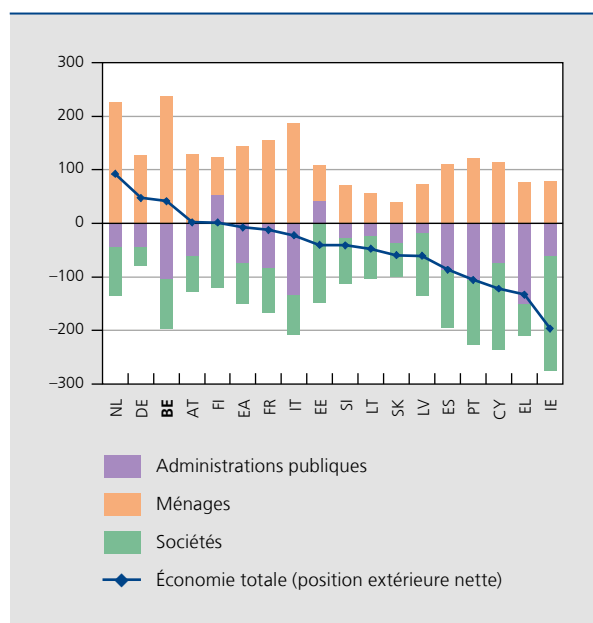
### 4.3 Les banques belges ont à nouveau dégagé de bons résultats en 2016

Au cours des neuf premiers mois de 2016, les banques belges ont confirmé les bons résultats qu'elles avaient enregistrés en 2015. Le rendement annualisé des fonds propres a atteint un niveau proche de 10%, tandis que celui des actifs est ressorti à 0,6%. Le secteur dans son ensemble a engrangé un bénéfice de 4,8 milliards d'euros, contre 4,4 milliards sur la même période en 2015. En dépit de la réorientation des activités vers le marché belge opérée dans le passé, un tiers des bénéfices nets des institutions financières ont été réalisés hors du territoire, étant donné la forte présence que celles-ci ont maintenue sur quelques « marchés stratégiques » étrangers, comme l'Europe de l'Est et du Sud-Est, les Pays-Bas, l'Irlande, la Suisse et le Luxembourg. À l'inverse de ce qui avait été observé en 2015, les banques ont toutefois vu se contracter certaines sources structurelles de revenus, et elles n'ont plus bénéficié dans la même ampleur de certains facteurs temporaires qui avaient joué auparavant. Ainsi, le résultat brut d'exploitation s'est contracté de près de 200 millions d'euros par rapport à la période correspondante de 2015.

#### *L'environnement de taux bas se traduit par un léger recul du résultat net d'intérêts*

Le repli du résultat brut d'exploitation sur les neuf premiers mois de 2016 s'explique notamment par une modeste diminution du résultat net d'intérêts, de l'ordre de près de 100 millions d'euros, et ce en dépit de la croissance soutenue du crédit au secteur privé non bancaire belge. La marge d'intérêt a atteint en 2016 un niveau similaire à celui de l'année précédente, mettant

**GRAPHIQUE 53 PATRIMOINE FINANCIER NET<sup>(1)</sup>**  
(pourcentages du PIB, fin de juin 2016)



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.



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

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

	2012	2013	2014	2015	Neuf premiers mois		Pourcentages du produit bancaire
					2015	2016	
Résultat net d'intérêts	13,6	13,3	14,5	14,9	11,2	11,2	67,2
Résultat hors intérêts	4,5	7,0	6,2	7,1	5,6	5,5	32,8
Résultat net des commissions (y compris les commissions versées aux agents)	4,5	5,0	5,3	5,9	4,5	4,2	25,3
Profits et pertes (non) réalisés sur instruments financiers <sup>(1)</sup>	0,0	0,8	-0,1	1,2	1,2	0,8	
Autres revenus hors intérêts	0,0	1,3	0,9	0,1	-0,1	0,5	
Produit bancaire	18,1	20,3	20,7	22,0	16,8	16,6	100,0
Dépenses opérationnelles	-13,0	-12,4	-12,7	-12,9	-9,9	-9,9	59,5 <sup>(2)</sup>
Résultat brut d'exploitation	5,0	8,0	8,0	9,1	6,9	6,7	
Réductions de valeur et provisions	-2,6	-3,0	-1,3	-1,3	-0,6	-0,7	
Provisions pour pertes sur créances	-2,0	-2,3	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	
Réductions de valeur sur autres actifs financiers	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Autres réductions de valeur et provisions	-1,5	-0,6	0,1	-0,1	0,3	0,0	
Autres composantes du compte de résultats	-0,8	-1,8	-2,2	-1,7	-1,9	-1,3	
Profit ou perte net(te)	1,6	3,3	4,5	6,1	4,4	4,8	

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.

fin à la tendance haussière observée de manière quasi ininterrompue depuis 2008. Elle s'est chiffrée à, en moyenne, 168 points de base, contre 169 sur les neuf premiers mois de 2015.

Les diverses composantes de cette marge ont toutefois été mises sous pression en 2016. En raison de l'accroissement de la concurrence sur le marché belge, les marges commerciales des banques se sont rétrécies sur certains produits. Ces dernières marges correspondent à la différence entre les taux appliqués aux crédits octroyés ou aux dépôts collectés par la banque, d'une part, et le taux de marché correspondant, d'autre part. Autre composante de la marge d'intérêt totale, la marge d'intermédiation, déterminée par l'évolution de la courbe des taux, a également été mise sous pression pour les nouvelles transactions, comme le montre le nouveau resserrement de l'écart entre les taux à dix ans et à un mois. La structure du bilan des banques belges, caractérisée par des passifs à plus court terme que les actifs, a toutefois permis, jusqu'ici, d'atténuer cet effet.

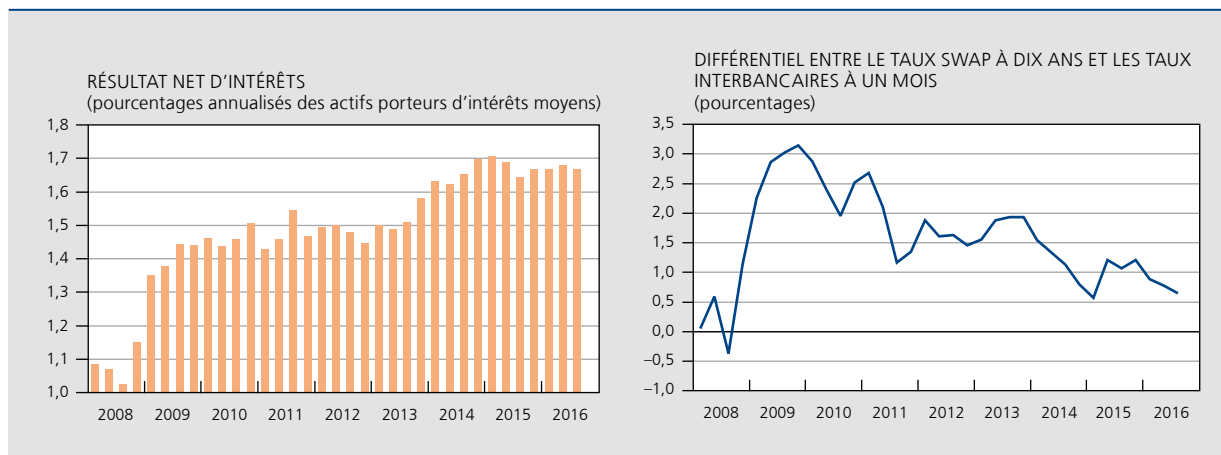
En 2016, le moindre rendement des actifs des banques a encore pu être globalement compensé par la réduction

de leur coût de financement. S'agissant plus particulièrement des dépôts des ménages belges, la plupart d'entre elles ont rabaissé les rendements offerts sur les carnets de dépôts et sur les comptes à vue, lesquels sont revenus à, respectivement, 0,11 % (y compris la prime de fidélité) et 0,00 %. Ces mesures, prises principalement au cours du deuxième trimestre, ont donné lieu à un élargissement temporaire de la marge d'intérêt. Celle-ci est repartie à la baisse dès le troisième trimestre.

Le niveau plancher auquel a été ramené le taux de rendement des dépôts laisse toutefois très peu de place pour une nouvelle diminution, ce qui devrait peser sur la marge d'intérêt à l'avenir. Ce phénomène est renforcé par la vente de titres de dette à haut rendement, potentiellement facilitée par l'APP de la BCE. Les nombreux refinancements de crédits hypothécaires observés depuis 2014, qui entraînent une accélération de l'essoufflement du rendement de ce portefeuille, exercent le même effet, même si les nouveaux crédits octroyés le sont avec une marge commerciale plus élevée que les prêts initiaux. À cet égard, les pénalités de remboursement perçues par les banques pour les opérations de refinancement ont été

#### GRAPHIQUE 54 LA MARGE D'INTÉRÊT DES BANQUES BELGES EST RESTÉE ÉLEVÉE EN 2016

(données trimestrielles, sur une base consolidée)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNB.

moins lourdes au cours des neuf premiers mois de 2016, et elles ont donc moins fortement soutenu la marge et les revenus d'intérêts. En effet, les refinancements, tant internes qu'externes, sont retombés à 18 milliards d'euros, soit un niveau toujours considérable, mais néanmoins inférieur à celui de la période correspondante de 2015 (31 milliards). Ils ont également probablement

porté sur des prêts assortis de taux d'intérêt plus bas, car ils avaient déjà souvent été refinancés dans le passé, ce qui a aussi limité le montant des indemnités de emploi perçues en 2016.

#### *Différentes sources du résultat hors intérêts ont fortement reculé*

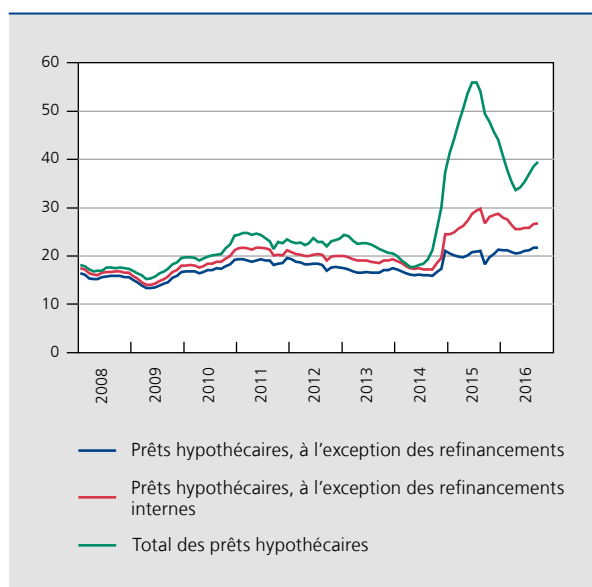
Le résultat hors intérêts s'est également replié, revenant de 5,6 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2015 à 5,5 milliards en 2016. Cette évolution résulte principalement de la contraction, de l'ordre de 0,3 milliard, du résultat net des commissions, en raison des moindres revenus de commissions générés par la vente de fonds d'investissement, et, dans une plus large mesure, lors de l'émission et du transfert de titres. La volatilité observée sur les marchés financiers et plusieurs facteurs fiscaux ont en effet ralenti ce type d'opérations. Les profits sur instruments financiers se sont eux aussi inscrits en baisse, les gains non réalisés, actés lorsque la valeur de marché des titres détenus augmente, ayant été moins importants. À l'inverse, mais dans une moindre mesure, les gains relatifs à la vente de titres ont progressé, reflétant la vente d'actions et de titres de dette à haut rendement. Le résultat hors intérêts a aussi été soutenu par d'autres sources de revenus, tels les dividendes perçus.

#### *Les dépenses opérationnelles sont restées relativement stables, tandis que les provisions pour pertes sur créances ont à nouveau diminué*

Se chiffrant à 9,9 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2016, les dépenses opérationnelles des banques

#### GRAPHIQUE 55 LES REFINANCEMENTS DE CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES SONT RESTÉS ÉLEVÉS EN 2016, FÛT-CE À UN NIVEAU MOINDRE QU'EN 2015

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



Source : BNB.

belges sont restées à un niveau proche de celui de 2015. Contrairement aux années précédentes, les dépenses relatives aux rémunérations du personnel se sont très légèrement tassées pour l'ensemble du secteur, les programmes de rationalisation mis en œuvre par certaines institutions commençant à porter leurs fruits. Les autres dépenses opérationnelles sont demeurées stables, en dépit d'une hausse des taxes et contributions bancaires. Cette dernière résulte notamment de l'alourdissement de la contribution versée au fonds de résolution bancaire unique européen.

La conjonction de la régression du revenu bancaire et de la stabilisation des dépenses opérationnelles a donné lieu à une modeste détérioration du rapport coûts/revenus du secteur bancaire belge, qui est passé de 58,9 % au cours des neuf premiers mois de 2015 à 59,5 % en 2016.

Les réductions de valeur et les provisions, qui avaient déjà renoué avec un niveau favorable à la suite du resserrement à l'œuvre depuis 2011, se sont encore infléchies en 2016. Le montant de 0,7 milliard d'euros comptabilisé pour les trois premiers trimestres est lié pour moitié environ à des portefeuilles étrangers. Le faible montant des provisions nettes reflète tant l'amélioration de la qualité des actifs des banques que la reprise de provisions excédentaires enregistrées dans le passé.

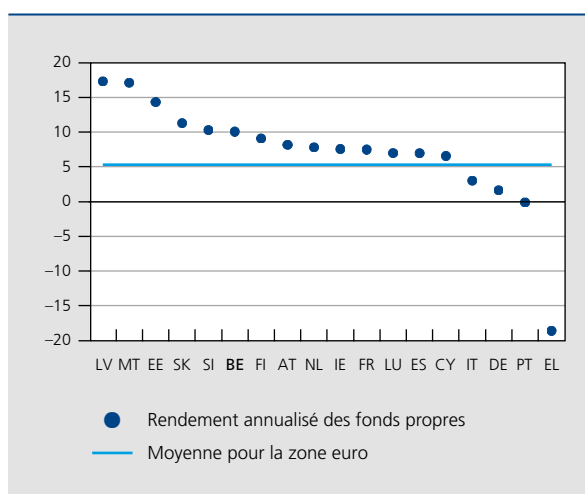
### **Face aux défis à venir, les banques prennent différentes mesures pour maintenir un niveau de profit suffisant**

Qu'il soit calculé proportionnellement aux fonds propres ou au total des actifs, le taux de rendement du secteur bancaire belge a atteint le double de la moyenne de la zone euro en 2016. Cette rentabilité relativement élevée est cependant en partie imputable à des développements exceptionnels, tels que la déduction fiscale de pertes passées par une des principales banques. Le rendement sur fonds propres de 10 % flatte dès lors quelque peu la position de rentabilité réelle du secteur. En tout état de cause, on ne peut pas s'attendre à ce qu'il retrouve un niveau similaire à celui observé avant le déclenchement de la crise. Néanmoins, les banques belges disposent d'une profitabilité récurrente saine. En dépit d'un léger recul au cours de l'année sous revue, elle leur assure un point de départ favorable à l'aube d'une période durant laquelle leur capacité de générer des profits sera mise à l'épreuve.

En effet, les revenus tirés de plus-values sur le portefeuille d'instruments financiers ou de la vente de titres ne devraient plus être aussi significatifs qu'ils ne l'avaient été ces dernières années. En outre, les revenus issus des pénalités de remboursement des crédits hypothécaires sont eux aussi de nature temporaire. Par ailleurs, si

**GRAPHIQUE 56** LE RENDEMENT DES FONDS PROPRES DU SECTEUR BANCAIRE BELGE EST PLUS ÉLEVÉ QUE DANS LA PLUPART DES PAYS DE LA ZONE EURO

(données pour les six premiers mois de 2016, pourcentages)



Source : BCE.

l'environnement de taux d'intérêt faibles persiste dans la zone euro, la marge d'intérêt sera comprimée. Un relèvement vif et soudain des taux d'intérêt pourrait toutefois également être négatif pour les institutions qui ne se seraient pas suffisamment couvertes contre une remontée des taux à court terme, faisant grimper leur coût de financement alors que le rendement de nombreux actifs est fixé à moyen ou à long terme. Enfin, le très bas niveau des provisions pour pertes sur créances ne semble pas soutenable, ne serait-ce que parce qu'il résulte en partie de la reprise de provisions. La digitalisation des services bancaires entraînera aussi, à terme, un accroissement de la concurrence sur certains segments-clés, telle la gestion d'actifs, ce qui pourrait peser sur la capacité des banques belges de générer des profits sur ces activités.

Même si elle pose de nombreux défis aux acteurs existants, la digitalisation de l'offre bancaire ouvre aussi de multiples opportunités d'améliorer l'efficacité de leurs activités. C'est dans ce but que beaucoup de banques ont annoncé, dans le passé et à nouveau en 2016, de vastes mesures de rationalisation de leurs dépenses, portant notamment sur le réseau d'agences et sur les effectifs. Encore limitée en 2016, la réduction des dépenses devrait se concrétiser davantage à l'avenir. Si ces mesures s'accompagnent de risques potentiels tant au niveau opérationnel qu'en termes de gouvernance ou de perte potentielle de compétences, elles s'inscrivent dans le cadre du processus inéluctable d'adaptation de la structure des coûts des banques à leurs nouveaux modèles d'entreprise. Ainsi, même si le rapport coûts/revenus des banques belges a récemment retrouvé

son niveau d'avant la crise, ce redressement a en partie été soutenu par des phénomènes temporaires, soulignant la nécessité de réformer plus en profondeur la structure des coûts du secteur. La transition vers ces nouveaux modèles d'entreprise se caractérise par ailleurs par la recherche d'une plus grande diversification des sources de revenus, privilégiant entre autres les activités génératrices de commissions, moins dépendantes des taux. À cet égard, le tassement de ces autres revenus observé en 2016 suggère que leur capacité de compenser de manière structurelle la réduction attendue des revenus d'intérêts doit être envisagée avec prudence.

Si, malgré ces différentes mesures, les banques estimaient ne pas pouvoir atteindre un niveau suffisant de rentabilité, elles pourraient être tentées d'adopter un comportement de quête de rendement, par exemple en gonflant, dans certains portefeuilles, la part de sous-segments plus risqués mais offrant en contrepartie des rendements supérieurs. De tels comportements n'ont pas été relevés de manière généralisée au sein du secteur bancaire belge, comme l'a également montré l'augmentation significative, au cours de l'année sous revue, des montants placés par les banques belges auprès des banques centrales.

#### ***L'octroi de crédits hypothécaires par les banques belges reste soutenu***

Les banques belges semblent toutefois se concentrer plus fortement qu'auparavant sur le marché hypothécaire domestique. Le bas niveau des taux d'intérêt a contribué à un nouvel élargissement du portefeuille de crédits hypothécaires en 2016. L'encours total des prêts hypothécaires aux ménages belges est passé de 174,9 milliards d'euros à la fin de septembre 2015 à 184,2 milliards à la fin de septembre 2016, ce qui représente une croissance annuelle supérieure à 5 %. Au cours de cette période, la production brute de prêts hypothécaires s'est montée à 50,6 milliards d'euros. À hauteur de 14,7 milliards, il s'agissait de refinancements internes, les refinancements externes, c'est-à-dire ceux entraînant un changement de banque pour l'octroi du crédit, se chiffrant quant à eux à 6,9 milliards d'euros.

En 2015 et en 2016, le rebond des crédits hypothécaires ne s'est plus accompagné d'un durcissement marqué des conditions d'octroi de crédits, comme cela avait été le cas entre 2012 et 2014. Certes, la part, dans la nouvelle production, des prêts hypothécaires dont la maturité contractuelle est supérieure à 25 ans a, une fois encore, été proche de 2 % en 2016. Toutefois, en dépit de la faiblesse des taux d'intérêt, le pourcentage de nouveaux prêts pour lesquels le rapport entre la charge de crédit mensuelle et le revenu de l'emprunteur (ratio *debt-service-to-income* – DSTI) est supérieur à 50 % ne s'est plus replié. De manière

plus marquée, 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. Cela a entraîné un nouveau 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. Même si ces développements sont restés contenus dans les limites prescrites par la politique d'octroi de crédits des banques, ils ont eu pour effet qu'une part non négligeable de la nouvelle production est restée caractérisée par des ratios LTV et DSTI considérables.

Les évolutions observées en termes de critères d'octroi de crédits font partie des différentes vulnérabilités récemment identifiées sur le marché hypothécaire belge. La croissance soutenue des crédits hypothécaires a entraîné un nouvel alourdissement de l'endettement des ménages, tandis que les prix et la surévaluation du marché immobilier résidentiel ont une fois encore augmenté en 2015, avant de diminuer quelque peu. Ces constatations ont amené la Banque, dans le cadre de sa mission d'autorité de surveillance macroprudentielle en Belgique, à prolonger une mesure macroprudentielle appliquée depuis 2013 et à annoncer son intention d'introduire, dès 2017, une nouvelle mesure ciblant plus spécifiquement les prêts dont le ratio LTV est élevé. La section A de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent Rapport expose ces différentes actions en détail.

#### ***Les expositions envers les secteurs non financier et financier ont augmenté en 2016***

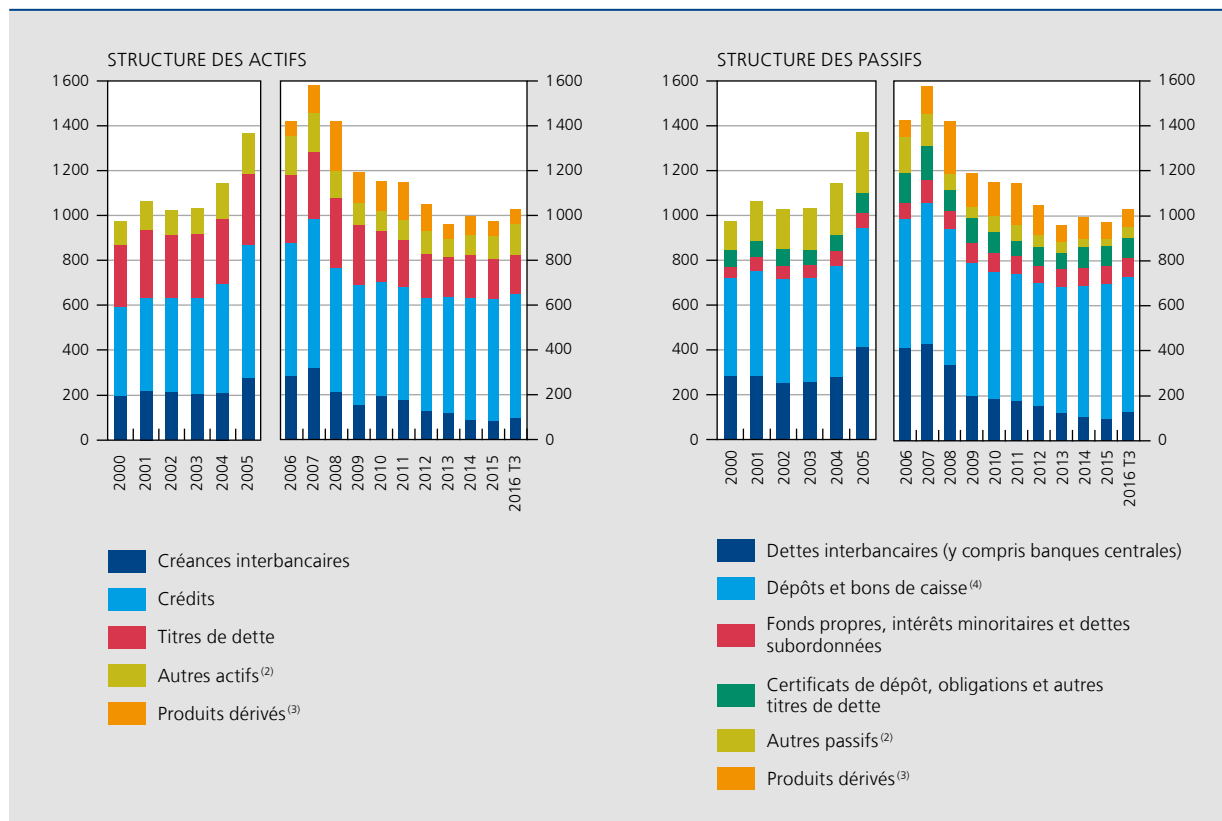
L'extension du portefeuille domestique de crédits hypothécaires s'inscrit dans le processus plus large de recentrage des banques belges tant sur leur fonction traditionnelle d'intermédiation que sur leurs marchés stratégiques, le marché belge en tête. De 2008 à 2013, les banques belges ont procédé à une réduction de leurs activités, qui s'est principalement concentrée sur les opérations transfrontalières, fortement développées avant la crise financière. Le total du bilan des banques belges est retombé de 1 578 milliards d'euros à la fin de 2007, soit 458 % du PIB, à 961 milliards à la fin de 2013. Depuis lors, le bilan agrégé du secteur bancaire a oscillé aux alentours de 1 000 milliards d'euros ; il s'établissait à 1 030 milliards à la fin de septembre 2016, soit 246 % du PIB.

Par rapport à la fin de 2015, les principaux postes figurant à l'actif des banques se sont accrus durant les neuf premiers mois de 2016.

Les prêts aux particuliers, principalement octroyés sous la forme de crédits hypothécaires, sur le marché belge et sur

## GRAPHIQUE 57 LE PROCESSUS DE DELEVERAGING DES BANQUES BELGES A PRIS FIN

(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.

certaines marchés stratégiques étrangers, ont grimpé de 9 milliards d'euros, pour atteindre un total de 230 milliards, soit 22 % de l'actif total du secteur bancaire belge. Le portefeuille des crédits aux sociétés non financières belges est passé de 115 milliards d'euros à la fin de 2015 à 120 milliards à la fin de septembre 2016, soit 12 % du total de l'actif.

Les expositions envers le secteur public sous la forme de prêts et de titres de dette, qui s'étaient fortement concentrées sur les autorités publiques belges à la suite des turbulences sur les marchés d'emprunts d'État en 2011 et en 2012, ont reculé de 2 milliards d'euros. Cette baisse reflète surtout une diminution des expositions envers le secteur public belge, à la suite notamment de ventes dans le cadre du PSPP de la BCE, même si la part de la Belgique dans l'encours des expositions envers le secteur public restait proche de 50 % à la fin de septembre 2016.

L'encours des crédits aux établissements financiers bancaires (94,5 milliards d'euros à la fin de septembre 2016) et non bancaires (27,1 milliards), qui s'était lourdement contracté à partir de 2007, est reparti à la hausse, bondissant de 12,7 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2016. Les banques ont notamment placé sur le marché de gros l'excédent des dépôts collectés auprès du secteur privé non financier, et ce principalement dans le cadre d'opérations *reverse repo* (financement octroyé en échange de garanties). Elles ont toutefois aussi obtenu une partie du financement nécessaire à ces activités à l'occasion d'opérations *repo* (financement reçu en échange de garanties), ce qui pourrait indiquer une potentielle quête de rendement, possible si les contreparties ou les garanties mobilisées diffèrent par leur qualité. Ainsi, les transactions de gros se sont également intensifiées au passif des banques, fût-ce dans une moindre mesure qu'à l'actif. Les banques belges ont aussi plus amplement recouru au financement des banques

centrales, profitant notamment du programme TLTRO II pour obtenir un financement bon marché.

En 2016, le financement des banques belges s'est toutefois essentiellement caractérisé par un net accroissement des 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 financement dans le total bilanciel du secteur s'est globalement inscrite en hausse, atteignant 48 % à la fin de septembre 2016. L'encours des dépôts des ménages a gonflé de 19 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année, pour s'établir à 359 milliards d'euros. Cette augmentation a surtout été le fait des comptes à vue, tandis que le montant des dépôts d'épargne n'a quasiment plus varié.

### *Les évolutions constatées dans le bilan n'ont pas détérioré la qualité des actifs*

Les différents développements observés dans le bilan des banques belges au cours de l'année 2016, tel le déplacement de la production de crédits hypothécaires vers des ratios LTV plus élevés, n'ont pas entraîné de dégradation de la qualité des débiteurs. Le pourcentage de prêts ayant fait l'objet de réductions de valeur a une nouvelle fois diminué, revenant de 3,6 % à la fin de 2015 à 3,4 % à la fin de septembre 2016, sous l'effet combiné d'un recul du montant total des prêts non performants et d'un accroissement du portefeuille total. Ces statistiques

consolidées englobent tant les portefeuilles belges que les portefeuilles étrangers des banques belges. De manière générale, ces derniers comportent, en moyenne, toujours une plus grande part de prêts non performants. Le ratio a notamment baissé de manière significative pour les prêts aux sociétés non financières. En ce qui concerne plus spécifiquement les crédits hypothécaires belges, même si certaines poches de risque subsistent, la qualité des portefeuilles des banques belges s'est légèrement améliorée en 2016, le pourcentage de prêts hypothécaires en défaut revenant de 1,2 % à la fin de 2015 à 1,1 % à la fin d'octobre 2016.

### *La position de solvabilité et de liquidité des banques belges reste confortable*

Toutes autres choses restant égales par ailleurs, la meilleure qualité des débiteurs entraîne un amoindrissement de la probabilité de défaut moyenne des actifs bancaires, telle qu'établie selon les modèles internes des banques. Dans le calcul du montant des actifs pondérés par les risques, cet impact positif a toutefois été plus que compensé par une augmentation des expositions faisant l'objet de risques de crédit. Les actifs pondérés par les risques sont ainsi passés de 345 milliards d'euros à la fin de 2015 à 358 milliards à la fin de septembre 2016. Le capital Tier 1 de base (Common Equity Tier 1 capital – CET1) s'étant dans le même temps élargi de 53 à 55 milliards, le ratio CET1 des banques belges est resté stable, à un niveau moyen de 15,4 %. Les banques belges occupent ainsi, en moyenne, une position de solvabilité confortable, bien au-delà des exigences réglementaires, comme l'ont également montré les tests de résistance menés par l'ABE<sup>(1)</sup>.

(1) Pour plus de détails concernant ces tests, cf. la section C.2 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels ».

**TABLEAU 13** VENTILATION DU CAPITAL TIER 1 ET DES ACTIFS PONDÉRÉS PAR LES RISQUES, RATIOS DE SOLVABILITÉ ET DE LIQUIDITÉ  
(données en fin de période, sur une base consolidée; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2012	2013	2014	2015	Septembre 2016
Capital Tier 1 .....	55,9	55,6	53,4	55,1	57,0
dont:					
Common Equity Tier 1 .....	–	–	51,5	53,3	55,2
Actifs pondérés par les risques .....	352,7	339,4	349,8	345,4	357,7
dont:					
Risque de crédit .....	301,0	287,7	290,1	282,8	298,3
Ratio Tier 1 (pourcentages) .....	15,9	16,4	15,3	16,0	15,9
Ratio Common Equity Tier 1 (pourcentages) .....	–	–	14,7	15,4	15,4
Ratio de couverture de liquidité (pourcentages) .....				137,0	135,0

Source: BNB.

Depuis 2016, ces exigences prennent graduellement en compte différents coussins prévus dans la directive sur les exigences de fonds propres (CRD IV). Le coussin de conservation, qui consiste en une marge fixe au-delà du minimum requis, s'élevait à 0,625 % en 2016, et il passera à 2,5 % en 2019. Un coussin contracyclique, fixé à 0 % en Belgique en 2016, devra être activé en cas de croissance excessive des crédits dans l'économie. Enfin, comme le permet la directive CRD IV, des surcharges de fonds propres sont requises de la part de huit banques en raison de leur importance systémique au niveau national. La directive prévoit également la disparition graduelle de mesures transitoires d'ici à 2018. En considérant que le régime final de la directive CRD IV soit d'application, le ratio CET1 reviendrait à 15,2 %, soit un niveau qui reste toutefois toujours appréciable.

Même si la part des actifs grevés des banques belges a augmenté en 2016, à la suite notamment de l'accroissement des transactions *repo*, la position de liquidité du secteur est restée confortable. Le ratio de couverture de liquidité à court terme (liquidity coverage ratio – LCR) s'est en moyenne affiché en modeste repli, revenant de 137 % la fin de 2015 à 135 % à la fin de

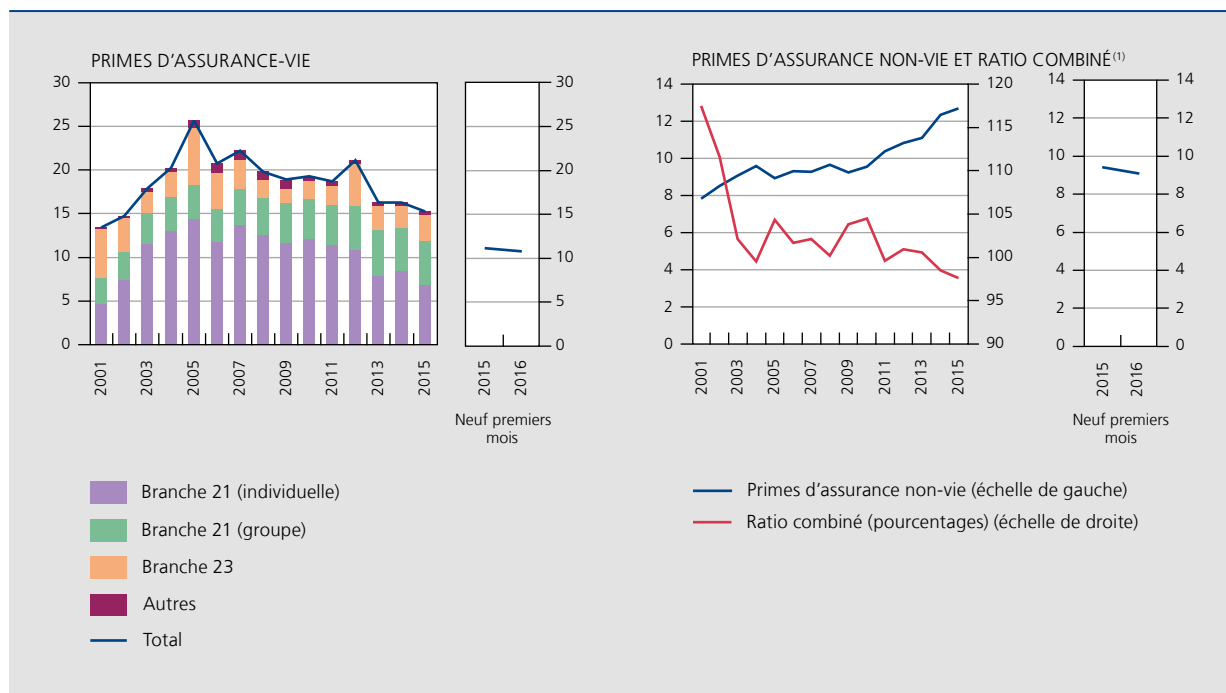
septembre 2016. Il demeure toujours nettement supérieur aux exigences réglementaires.

#### 4.4 La profitabilité du secteur des assurances s'est affaiblie en 2015 et en 2016

Considéré globalement, le résultat net des entreprises d'assurance s'est inscrit en recul à partir de 2012. Il est retombé à 1,2 milliard d'euros en 2015, tandis que le rendement des fonds propres est revenu à 8,2 %, contre 20 % en moyenne avant la crise. Selon les indications partielles disponibles pour les neuf premiers mois de l'année, cette tendance négative se serait poursuivie en 2016. Les données collectées sur une base consolidée pour un échantillon de cinq groupes d'assurance belges montrent en effet que le rendement annualisé des fonds propres se serait de nouveau légèrement réduit, à 7,4 %. Une certaine prudence s'impose néanmoins dans l'interprétation de ces chiffres, dans la mesure où ils ne couvrent pas la totalité du secteur. Ce sont toutefois les seules informations exploitables, les données détaillées trimestrielles établies sur la base des comptes statutaires individuels des sociétés d'assurance n'étant plus disponibles à la suite de

**GRAPHIQUE 58 L'ENCAISSEMENT EST EN BAISSÉ POUR L'ASSURANCE-VIE ET 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.

l'entrée en vigueur en 2016 du nouveau cadre réglementaire Solvabilité II.

Alors que le résultat non technique du secteur – à savoir principalement les revenus de placements non imputés aux activités d'assurance-vie et non-vie, ainsi que les résultats exceptionnels et les impôts – restait négatif (-0,6 milliard d'euros en 2015), la diminution de la profitabilité a principalement été imputable à la détérioration du résultat de l'assurance-vie. Sa contraction, jusqu'à 0,2 milliard en 2015, en dépit d'importantes plus-values de réalisations, s'expliquait tant par la baisse des revenus d'investissements, en raison de la faiblesse continue des taux d'intérêt et de la matérialisation progressive du risque de réinvestissement, que par celle des primes collectées. L'encaissement des primes brutes d'assurance-vie a continué de ralentir durant les neuf premiers mois de 2016, l'environnement de taux bas rendant ces produits peu attractifs aux yeux des épargnants. Avec un encaissement de 10,7 milliards d'euros, elles se sont repliées de 3,2 % par rapport à la même période de 2015.

Pour sa part, la rentabilité du secteur non-vie s'est nettement améliorée jusqu'en 2015, sous l'effet d'une hausse des primes encaissées. En 2015, les activités non-vie avaient dégagé un bénéfice de 1,6 milliard d'euros. Un retournement s'est toutefois produit en 2016: sur les neuf premiers mois, les primes nettes collectées se sont tassées de 3,6 % par rapport à l'année précédente. Le ratio net combiné, qui rapporte la somme des coûts de sinistres et des frais opérationnels aux primes nettes perçues, est cependant resté proche de 100 %, ce qui montre que les entreprises d'assurance maintiennent un sain équilibre entre les coûts d'assurance et les primes perçues. 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.

***Outre par le robutage des primes, la profitabilité des compagnies d'assurances est toujours mise sous pression par des taux garantis élevés***

Parallèlement à la baisse des primes, l'environnement de taux d'intérêt bas pèse lui aussi sur les revenus d'investissements. C'est particulièrement vrai dans le cas de l'assurance-vie, qui se caractérise par une durée moyenne des passifs plus longue que celle des actifs et par des taux garantis à honorer toujours élevés.

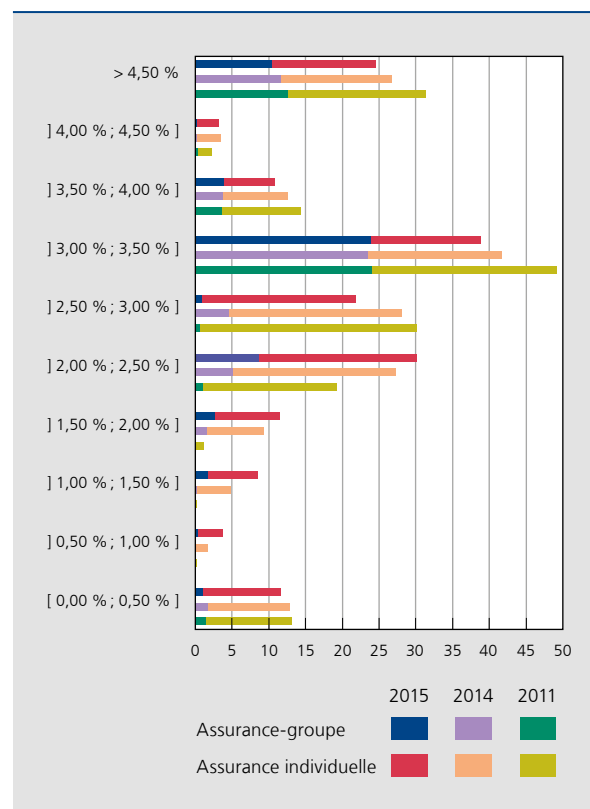
Le total des réserves d'inventaire relatives aux contrats à taux garanti est revenu de 168,2 à 164,3 milliards d'euros entre la fin de 2014 et la fin de 2015, dernière période pour laquelle les données du reporting annuel détaillé

sont disponibles. Ce fléchissement de l'encours des réserves est imputable à l'assurance individuelle, dans le cadre de laquelle il s'est réduit de près de 5 %. S'agissant de l'assurance-groupe, le montant des réserves affiche une progression de 3 %. Bien qu'on observe une lente diminution de l'importance des contrats assortis d'un taux garanti supérieur à 2 % au profit de contrats offrant des taux inférieurs, les contrats en cours, hérités du passé et dont le rendement garanti sur les réserves constituées et/ou encore à constituer par les primes futures était supérieur à 4,5 %, représentaient 24,5 milliards d'euros en 2015, soit encore 15 % des réserves d'inventaire, contre 26,7 milliards en 2014 et 31,3 milliards en 2011.

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 en théorie ne plus suffire pour couvrir les taux garantis par les contrats conclus auparavant. L'encours des contrats d'assurance-vie offrant des taux de

**GRAPHIQUE 59 LES CONTRATS À TAUX GARANTI ÉLEVÉ RESTENT IMPORTANTS**

(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.



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.

### **Les assureurs réagissent en adaptant leurs produits et en réduisant leurs coûts**

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 2,91 % en 2014 à 2,82 % en 2015, à savoir, plus spécifiquement, de 2,72 à 2,64 % pour l'assurance individuelle et de 3,25 à 3,19 % pour l'assurance-groupe. Elles ont également limité dans le temps la garantie de taux et ont promu les contrats de la branche 23, qui sont adossés à des fonds de placement et ne proposent pas de rendement garanti. Des produits hybrides, associant les caractéristiques des branches 21 et 23, ont également été développés.

Afin de préserver leur potentiel de rentabilité, les entreprises d'assurance poursuivent l'adaptation de leurs activités et de la structure de leurs coûts. Des modèles d'entreprise garantissant une rentabilité durable, y compris lorsque les conditions économiques sont défavorables, constituent en effet une condition nécessaire à la préservation de la stabilité de l'ensemble du secteur. À cet égard, s'appuyant sur des analyses transversales établies pour l'ensemble du secteur, la Banque a décidé de mener quelques actions ciblant certaines compagnies en vue de les amener à renforcer durablement leur solvabilité.

En outre, il n'est pas exclu qu'il faille procéder à de nouvelles réductions des charges d'exploitation, le cas échéant par des consolidations, pour aligner la structure des coûts sur la compression du volume des activités. Dans ce contexte, plusieurs assureurs ont annoncé

des restructurations, ce qui s'inscrit dans le cadre de la tendance baissière de l'emploi dans le secteur des assurances. Selon Assuralia, le nombre moyen de travailleurs dans les entreprises d'assurance est revenu de 23 300 en 2008 à 22 800 en 2015. De leur côté, les intermédiaires d'assurance (agents et courtiers) ont vu leur nombre moyen revenir de 10 900 à 9 600.

### **Plusieurs mesures réglementaires ont été mises en place**

La réglementation prudentielle précédemment en vigueur imposait à tous les assureurs de comptabiliser une provision complémentaire annuelle, communément appelée « provision clignotant », en vue de faire face à leurs engagements nonobstant l'environnement de taux bas. Depuis 2013, plus aucune dispense n'avait été accordée à cet égard. Dans un souci de prudence et de continuité, les provisions complémentaires ainsi constituées, qui représentaient 6,6 milliards d'euros à la fin de 2015, ont été maintenues lors du passage à Solvabilité II. Elles devront également encore être alimentées, sauf en cas de dispense conditionnelle renouvelable annuellement.

Pour sa part, le taux d'intérêt maximum pour les assurances-vie de longue durée a été ramené de 3,75 à 2 % au début de février 2016, niveau auquel il sera maintenu en 2017. Parallèlement, s'agissant des pensions complémentaires, le taux de rendement garanti par les employeurs a été fixé, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2016, à 1,75 % pour les cotisations patronales et personnelles. Sans cette révision à la baisse, le système des pensions complémentaires aurait pu être délaissé par les employeurs, qui, pas plus que les compagnies d'assurances, n'auraient été en mesure de servir les taux garantis.

La Banque a également recommandé aux entreprises d'assurance de limiter la distribution des bénéfices aux

**TABLEAU 14** ÉVOLUTION DES TAUX GARANTIS ET PROVISIONS COMPLÉMENTAIRES

(données sur une base sociale; pourcentages, sauf mention contraire)

	2011	2012	2013	2014	2015
Taux d'intérêt à long terme (OLO à dix ans) . . . . .	4,01	2,06	2,56	0,83	0,98
Rendement garanti moyen sur les contrats existants . . . . .	3,17	3,12	3,04	2,91	2,82
Assurance-groupe . . . . .	3,59	3,54	3,41	3,25	3,19
Assurance individuelle . . . . .	3,01	2,95	2,88	2,72	2,64
Provision complémentaire (milliards d'euros) . . . . .	2,5	3,0	4,1	5,5	6,6

Source : BNB.

actionnaires et aux assurés afin de préserver leur résilience structurelle à long terme, de même qu'elle leur a conseillé d'évaluer le niveau de leurs marges d'intérêt. À cet égard, de nouvelles dispositions réglementaires en matière de participation aux bénéficiaires ont été introduites; celles-ci autorisent la Banque à imposer dans certains cas des limites à la distribution des bénéficiaires, en prenant en considération la situation de rentabilité et de solvabilité des compagnies d'assurances. L'amélioration de la solvabilité des établissements financiers grâce à la mise en réserve des bénéficiaires et/ou à l'émission de capital constituera un facteur-clé pour relever les 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, cette dernière devant s'inscrire dans le cadre d'une stratégie préventive, destinée essentiellement à couvrir des obligations contractuelles.

Par ailleurs, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016, les assureurs appliquent le régime de contrôle prudentiel Solvabilité II. Ce nouveau cadre, qui constitue un changement radical pour le secteur, impose aux assureurs de détenir suffisamment de fonds propres éligibles pour couvrir les exigences en capital, appelées « Capital de solvabilité requis » (Solvency Capital Requirement – SCR). L'évaluation du portefeuille à la valeur de marché, même si elle entraîne une plus grande volatilité du montant des fonds propres, permet de mieux jauger les risques financiers encourus par les assureurs, ce qui permet à son tour une meilleure prise en compte de l'effet du niveau des taux d'intérêt sur leur solvabilité future.

***La position de solvabilité des entreprises d'assurance belges est globalement solide mais reste hétérogène***

À la fin de septembre 2016, le ratio de solvabilité du secteur, calculé en rapportant les fonds propres éligibles

au SCR, s'établissait à 165,4%. Les fluctuations du ratio dans le courant de l'année s'expliquent tant par les variations des fonds propres, affectés par la volatilité des marchés financiers, que par l'évolution du montant du SCR de chaque entreprise. Malgré la diminution observée au troisième trimestre, le niveau de solvabilité moyen du secteur reste confortable. Il apparaît, en moyenne, suffisamment solide pour faire face à une période prolongée de taux d'intérêt bas, comme l'ont également montré les tests de résistance menés par l'AEAPP<sup>(1)</sup>. Cette situation agrégée masque toutefois une certaine hétérogénéité: si beaucoup d'assureurs sont bien capitalisés, l'analyse de la marge de solvabilité sous Solvabilité II révèle que la position de certains d'entre eux est nettement plus fragile. La Banque a demandé aux institutions concernées de mettre en place des mesures spécifiques pour satisfaire aux exigences. L'environnement de taux d'intérêt bas, associé à la mise en œuvre du nouveau 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. La Banque suit ces développements avec attention.

***La composition du bilan des compagnies d'assurances ne pointe pas de quête de rendement généralisée***

Confrontées au bas niveau des taux de rendement de leurs portefeuilles traditionnels, certaines 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 contrats d'assurance-vie. Même si l'évolution du portefeuille est lente et proportionnelle à la longue maturité des actifs, on observe toutefois depuis plusieurs années une diminution de la part des obligations d'État. À la fin de septembre 2016, les obligations, dont le montant

(1) À ce propos, cf. la section D de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels ».

**TABLEAU 15** ÉVOLUTION DES FONDS PROPRES, DES EXIGENCES EN CAPITAL ET DU RATIO SCR  
(milliards d'euros, sauf mention contraire)

	01-01-2016	31-03-2016	30-06-2016	30-09-2016
Capital de solvabilité requis	17,9	18,3	18,0	19,2
Total des fonds propres éligibles	32,9	31,5	32,8	31,8
Ratio SCR (pourcentages)	183,7	171,8	182,0	165,4

Source: BNB.

**TABLEAU 16** COMPOSITION DU BILAN DES COMPAGNIES D'ASSURANCES

(2016T3, valeur de marché, milliards d'euros)

Actif		Passif	
Investissements .....	279,4	Provisions techniques, hors branche 23 .....	245,5
Obligations souveraines .....	147,5	Provisions vie, hors santé .....	211,7
Obligations d'entreprise .....	62,4	Provisions non-vie, hors santé .....	17,6
Prêts et prêts hypothécaires .....	27,0	Provisions santé .....	16,2
Actions et participations .....	16,1		
Fonds d'investissement .....	13,4		
Actifs immobiliers .....	7,8		
Autres investissements .....	5,3		
Autres actifs .....	28,5	Autres passifs .....	33,7
Actifs liés aux activités de la branche 23 .....	31,0	Provisions techniques de la branche 23 .....	30,5
<b>Total actif</b> .....	<b>338,9</b>	<b>Total passif</b> .....	<b>309,7</b>
		<b>Excédent de l'actif sur le passif</b> .....	<b>29,1</b>

Source: BNB.

atteignait 209,8 milliards d'euros, représentaient toujours la plus grande part des investissements, répartis entre obligations gouvernementales (147,5 milliards) et obligations d'entreprise (62,4 milliards). Plus de 60 % des obligations étaient des titres à notation élevée (AAA ou AA). Le portefeuille de prêts, qui est en progression depuis plusieurs années, se chiffrait à 27 milliards à la fin du troisième trimestre de 2016, ce qui correspond

à 10 % des investissements. L'expansion de ce type de portefeuilles traduit la diversification des investissements des assureurs et signale une possible quête de rendement par certaines compagnies. La valeur des actifs détenus pour couvrir les provisions techniques des contrats de la branche 23 s'établissait à 31 milliards d'euros. Ces actifs ont essentiellement pris la forme de parts d'organismes de placement collectif.