



UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN

LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

**IMPACTS DES TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE SUR LE
SECTEUR BANCAIRE EN BELGIQUE**

Promoteur : Henrard Luc

Mémoire recherche présenté par Hadrien Lavis

en vue de l'obtention du titre de

Master 120 crédits en ingénieur de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2015-2016

ABSTRACT

Mots-clés : taux négatifs, Banque Centrale Européenne, politique monétaire, banques.

Résumé : L'objet de ce mémoire consiste à analyser l'impact des taux d'intérêt négatifs instaurés par la Banque Centrale Européenne sur le secteur bancaire en Belgique. Dans un premier temps, ce travail se penche sur la Banque Centrale Européenne, ses missions, ses organes de décisions et son histoire. La nouvelle politique des taux d'intérêt négatifs de la Banque Centrale Européenne est ensuite étudiée, avec ses motifs et sa mise en place. La seconde partie de cette étude s'attèle à analyser l'impact de cette politique. En premier lieu, la transmission de ces mesures non conventionnelles est vue au travers de différents indices clés des marchés. Dans un second temps, l'impact sur le secteur bancaire est analysé. En parallèle avec la restructuration des bilans entamée après la crise de 2008, le financement et les investissements des banques sont étudiés. La rentabilité et la solvabilité actuelle du secteur bancaire belge sont examinées pour ensuite aboutir aux principaux défis auxquels les banques sont soumises à cause de l'environnement des taux très bas découlant de la politique de la Banque Centrale Européenne. Enfin, quelques pistes sont émises afin d'améliorer la rentabilité du secteur dans les prochaines années qui pourrait être mise à mal si la politique de la Banque Centrale devait continuer sur le long terme.

AVANT-PROPOS

Je tiens en premier lieu à remercier Monsieur Luc Henrard pour sa confiance, les conseils et retours qu'il m'a accordés tout au long de la rédaction de ce mémoire. Également, je voudrais souligner les rencontres et échanges avec Messieurs Rodolphe De Pierpont et Mikael Petitjean que je remercie ainsi que toutes les personnes qui ont contribué de près ou de loin à ce travail.

Ensuite, je tiens à saluer tous les amis rencontrés au cours de ces études, en particulier, l'AQF, les amis du cercle, du Folkot, de la Casa Feliz, au Chili et à Namur, Louvain et Charleroi.

Enfin, je veux remercier les membres de ma famille pour l'aide et le soutien inestimables qu'ils m'ont apportés. Merci à mes parents de m'avoir permis de faire des études et de parfois échouer pour mieux réussir. Merci à ce professeur particulier de physique et mathématiques qui a toujours été prêt à m'aider tant moralement que studieusement. Pour finir, je remercie Catherine, qui m'a accompagné durant toutes ces années, qui a su me remonter le moral pendant les nuits les plus difficiles, me redonner confiance en moi et m'aider à reprendre la route.

Merci à tous.

TABLE DES MATIERES

Introduction	1
1. Fonctionnement et politique monétaire de la BCE	2
1.1. Définition, objectif et missions.....	2
1.2. Indépendance de la BCE.....	2
1.3. La prise de décisions à la BCE	4
1.4. La politique monétaire et ses instruments conventionnels	7
1.4.1. Les opérations d'Open Market.....	7
1.4.2. Les facilités permanentes	8
1.4.3. Les réserves obligatoires.....	9
2. Transmission de la politique monétaire	10
2.1. Le canal des taux d'intérêt (Mishkin, 2013) (Drumatz & Pfister, 2010).....	11
2.2. Canaux des prix d'autres actifs (Mishkin, 2013) (Drumatz & Pfister, 2010)	11
2.2.1. Canal du taux de change	12
2.2.2. Canal du prix des actions	12
2.2.3. L'effet richesse.....	13
2.2.4. Le canal du crédit (Mishkin, 2013) (Drumatz & Pfister, 2010).....	13
2.3. Le canal du crédit bancaire	13
2.4. Le canal du bilan.....	14
3. Courte histoire de la politique monétaire avant la crise	15
3.1. Décembre 1998 – Novembre 1999	15
3.2. Novembre 1999 – mai 2001	15
3.3. Mai 2001 – décembre 2005	17
3.4. Décembre 2005 – juillet 2007	19
4. L'action de la BCE en temps de crise	20
4.1. 1 ^{ère} phase : août 2007 – septembre 2008	20

4.2. 2 ^{ème} phase : la crise financière de octobre 2008 à septembre 2009	21
4.3. 3 ^{ème} phase : phasing out et crise des dettes souveraines	23
4.4. « Whatever it takes »	25
4.5. Objectifs de la nouvelle politique de la BCE	27
5. Impacts de la politique des taux d'intérêt négatifs	28
5.1. Transmission.....	29
5.1.1. Taux interbancaires	29
5.1.2. Cours des actions	30
5.1.3. Taux de change	30
5.1.4. Inflation.....	31
5.1.5. Evolution des taux des obligations	33
5.2. Impacts pour le secteur bancaire en Belgique	35
5.2.1. Le bilan bancaire.....	35
5.2.2. Réduction de la taille des bilans.....	37
5.2.3. Impact des taux négatifs sur le bilan bancaire	38
5.2.4. Impact sur la rentabilité des banques	58
5.2.5. Solvabilité	61
5.2.5. Défis.....	63
5.2.6. Solutions envisagées	65
5.3. Impact sur les clients des banques	67
Conclusion.....	69
Annexe	71
Retranscription : porte parole de FEBELFIN.....	71
Bibliographie.....	79

INTRODUCTION

Mario Draghi, Président de la Banque Centrale Européenne, a déclaré en substance: « Il fut un temps, pas si lointain, où les activités des banques centrales étaient considérées comme un travail plutôt ennuyeux et peu stimulant. Pendant l'ère de la « Grande modération », généralement définie comme la période entre le milieu des années 1980 et le début de la crise financière mondiale, l'inflation était modérée et l'instabilité macroéconomique contenue. Certains pensaient que la politique monétaire pouvait effectivement être mise en pilotage automatique. Je peux vous assurer que cette époque est révolue. » (Parlement Européen, 2015). En effet, la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne est devenue un objet central des débats économiques. Mettre en place une politique de taux d'intérêt négatifs relève de l'inédit dans la zone euro et les conséquences de cette politique sont encore méconnues.

En premier lieu, ce travail tentera de définir ce qu'est cette politique des taux d'intérêt négatifs. Elle présentera la Banque Centrale Européenne, ses missions, ses compétences et son histoire. Cette histoire dévoilera petit à petit les racines de la situation actuelle. Cette première partie se terminera par les dernières décisions du Conseil des Gouverneurs de la Banque Centrale Européenne et les raisons de son action.

La deuxième partie s'évertuera à analyser les impacts de la politique des taux d'intérêt négatifs. Elle verra tout d'abord la transmission de cette politique à travers les différents marchés. Ensuite, elle se penchera sur les impacts spécifiques de cette situation sur le secteur bancaire en Belgique et pour ses clients. Elle l'analysera au travers des changements dans le bilan de l'ensemble des banques présentes sur le territoire belge, des conséquences sur la rentabilité de celles-ci et des défis auxquels elles font face. Cette deuxième partie se terminera par quelques pistes pour affronter les menaces qui pourraient émaner dans les prochaines années.

Pour la réalisation de ce travail, des documents de la littérature scientifique en économie, des rapports de structures officielles et des échanges auprès de professionnels du secteur ont été analysés. Au vu de la sensibilité du sujet et du caractère de certaines informations, des sources rencontrées parmi les quatre plus grandes banques belges ont préféré rester dans l'anonymat. Ces échanges ont alors plutôt permis de structurer la pensée de ce travail.

1. FONCTIONNEMENT ET POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

1.1. DÉFINITION, OBJECTIF ET MISSIONS

Les bases de la Banque Centrale Européenne (BCE) ont été jetées en 1992 par le Traité de Maastricht (Traité de Maastricht, 1992). Selon l'article 106 de ce traité, le Système Européen des Banques Centrales (SEBC) est constitué de la Banque Centrale Européenne (BCE) et des Banques Centrales Nationales (BCN) des pays membres de l'Union Européenne. L'Eurosystème est lui composé de la BCE et des banques centrales nationales des Etats membres dont la monnaie est l'euro (Banque Centrale Européenne, 2016). En 2015, la Zone Euro comprenait 19 pays (Commission Européenne, 2015)¹.

Suivant l'article 105 de ce traité, l'objectif principal du SEBC est de « maintenir la stabilité des prix ». En parallèle avec cet objectif, le SEBC doit également apporter son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union (Article 105.1). Il doit également jouer son rôle en respectant les principes d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre.

Le traité définit également les missions fondamentales du SEBC (article 105.2) :

- « Définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la Communauté ;
- Conduire les opérations de change conformément à l'article 109 du Traité
- Détenir et gérer les réserves officielles de changes des Etats membres
- Promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement. »

1.2. INDÉPENDANCE DE LA BCE

Deux modèles de banque centrale existent (De Grauwe, 2009) : un modèle dit franco-anglais et un autre allemand. Ils se distinguent par les objectifs et le *design* de la banque centrale. Le premier modèle doit poursuivre des objectifs d'inflation, de croissance, de chômage, etc. mais

¹ En juin 2015, faisaient partie de la Zone Euro : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, Chypre, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie et la Slovénie. Notons que quatre Etats ont adopté officiellement l'Euro avec l'accord de l'Union Européenne : Andorre, Monaco, Saint-Marin et l'Etat du Vatican. Quant au Monténégro et au Kosovo, ces pays utilisent de facto l'Euro mais sans accord avec l'Union Européenne.

est aussi politiquement dépendant du gouvernement. Dans ce cas, c'est le ministre des finances qui influence la politique monétaire et décide d'augmenter ou baisser les taux d'intérêt. Le second modèle n'a que la stabilité comme objectif principal et est indépendant du pouvoir exécutif (De Grauwe, 2009).

Dans le cas de la BCE, le modèle allemand a clairement été choisi, les gouvernements ne pouvant influencer la politique monétaire de la banque centrale. L'article 105 du Traité de Maastricht définit les objectifs de la BCE par ces termes :

« L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2.»

La stabilité des prix est donc l'objectif principal de la BCE et le soutien aux politiques économiques des états est secondaire.

Quant à l'indépendance de la BCE, elle est aussi définie dans le Traité de Maastricht à l'article 107 :

« Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par le présent traité et les statuts du SEBC, ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions. »

La victoire du modèle se doit à deux facteurs : au développement des idées monétaristes et à la position de force de l'Allemagne dans l'Union Economique et Monétaire (UEM)². Le courant monétariste pense que la banque centrale ne peut pas faire baisser à long terme le taux de chômage en dessous de son niveau naturel via les politiques monétaires. Seules des «politiques structurelles» de flexibilisation du marché du travail et d'abaissement des charges pesant sur le travail peuvent amener à une diminution du chômage sur le long terme. Cette vision en totale opposition avec Keynes a été énoncée pour la première fois dans *The Role of Monetary Policy* par Milton Friedman (1968, cité par De Grauwe, 2009). Ces théories monétaristes avaient été prouvées empiriquement dans les années 80 et 90 par différentes études. Les études de Bade et Parkin (1978), Demopoulos et al, (1987), Grilli et al. (1991), Cukierman (1992), Alesina and Summers (1993) et Eijffinger and Schaling (1995) (citées par De Grauwe, 2009) montrent un lien entre l'inflation et l'indépendance de la banque centrale. Dès lors, il est compréhensible que ce modèle ait été choisi lors de la rédaction des traités fin des années 1980 et début 1990. La position de l'Allemagne lors de la création de l'UEM a aussi joué un rôle car le pays risquait d'avoir une plus grande inflation lors du passage à l'Euro. Lors des réunions pour l'UEM, les autorités allemandes ont insisté sur le combat pour la stabilité des prix (De Grauwe, 2009).

1.3. LA PRISE DE DÉCISIONS À LA BCE

Selon l'article 109 A du Traité de Maastricht, le **Conseil des Gouverneurs** est constitué des six membres du Directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales des 19 pays membres de la zone euro. Le directoire rassemble le président, le vice-président et quatre autres membres, tous nommés par les chefs de gouvernement des pays de la zone euro. Leur mandat a une durée maximale de huit ans sans



Figure 1 : Conseil des gouverneurs de la BCE (janvier 2016)Source : BCE, 2016

² A la fin des années 80 et au début des années 90, les gouvernements européens ont voulu faire converger leurs économies en coordonnant leurs politiques économiques, fiscales et en créant la monnaie unique. Cette union a officiellement été fondée lors du Traité de Maastricht en 1992 (Commission Européenne, 2014).

réélection possible (Banque Centrale Européenne, 2016). Se réunissant habituellement deux fois par mois à Francfort-sur-le-Main en Allemagne, le Conseil des Gouverneurs est l'organe chargé de l'étude économique et monétaire. Il prend des décisions monétaires toutes les six semaines. Celles-ci sont rendues publiques lors d'une conférence donnée par le président et le vice-président du Conseil des Gouverneurs (Banque Centrale Européenne, 2016). En ce qui concerne la prise de décision en tant que telle, l'entrée de la Lituanie dans la zone euro a modifié les règles car les traités de l'Union Européenne stipulaient qu'un système de rotation des droits de vote devrait être mis en place lorsque le nombre de pays membres dépassait 18³. Désormais, les pays membres sont divisés en deux groupes, le premier est composé des cinq pays ayant les plus grands PIB et secteurs financiers et le second reprend les quatorze derniers pays. Le premier dispose de quatre votes et le second de onze. Les réunions étant mensuelles, les gouverneurs du premier groupe perdent leur droit de vote une fois tous les cinq mois et trois fois sur quatorze pour le deuxième groupe. Le directoire conserve ses six droits de vote pour chaque réunion (Banque Centrale Européenne, 2016).

Le tâches principales de ce Conseil des Gouverneurs est de:

- *« Adopter les orientations et prendre les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à la BCE et à l'Eurosystème ;*
- *Définir la politique monétaire de la zone euro. Il prend notamment les décisions relatives aux objectifs monétaires, aux taux d'intérêt directeurs et à l'approvisionnement en réserves dans l'Eurosystème, et élabore les orientations nécessaires à la mise en œuvre de ces décisions ;*
- *Dans le cadre des nouvelles missions de la BCE au titre du contrôle bancaire, adopter les décisions relatives au cadre général dans lequel sont prises les décisions concernant la surveillance prudentielle, et adopter les projets de décision complets soumis par le conseil de surveillance prudentielle en vertu de la procédure de non-objection. »* (Banque Centrale Européenne, 2016)

³ Décision du 19 mars 2009 modifiant la décision BCE/2004/2 du 19 février 2004 portant adoption du règlement intérieur de la Banque Centrale Européenne

Le **Directoire** se charge lui de la préparation des réunions avec le Conseil des Gouverneurs, de l'implémentation de la politique monétaire décidée avec celui-ci, de la gestion courante de la BCE ainsi que de quelques fonctions consultatives⁴.

Le troisième organe de décision est le **Conseil Général** composé du président de la BCE, de son vice-président et des 28 gouverneurs centraux de l'Union Européenne (article 45 du protocole). Les membres du Conseil Général se donnent rendez-vous tous les trimestres pour discuter de politique monétaire et du change entre les monnaies de l'Union Européenne puisque seuls 19 pays sur 29 font partie de l'eurozone (Banque Centrale Européenne, 2016).

Enfin, un **Conseil de Surveillance Prudentielle** se réunit plusieurs fois par mois pour donner des avis d'ordre prudentiel au Conseil des Gouverneurs. Il est composé d'un président, d'un vice-président, de quatre représentants de la BCE et des représentants des autorités nationales de surveillance prudentielle (Banque Centrale Européenne, 2016).

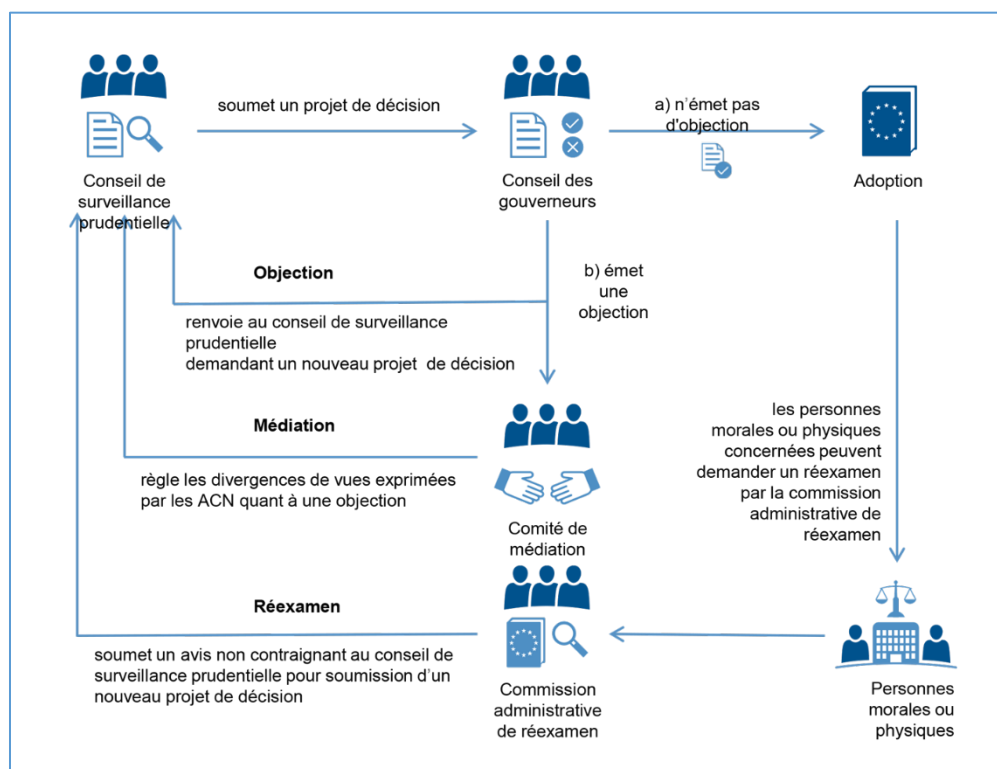


Figure 2 : Processus de décision à la BCE. Source : BCE, 2016

⁴ Protocole sur les statuts du Système Européen des Banques Centrales et de la Banque Centrale Européenne

1.4. LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET SES INSTRUMENTS CONVENTIONNELS

Comme dit précédemment, l'objectif principal de la BCE est d'assurer la stabilité des prix (Traité de Maastricht, 1992). Par ces termes, le Conseil des Gouverneurs de la BCE entend une progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)⁵ inférieure mais proche de 2% par an dans l'eurozone et ce à moyen terme. Afin de remplir cet objectif, la BCE applique une politique monétaire particulière. La politique monétaire de la BCE est appliquée presque exclusivement à travers ses interventions sur le marché monétaire. Trois instruments sont principalement utilisés : les opérations d'*Open Market*, les facilités permanentes et les réserves obligatoires (BCE, 2011).

1.4.1. LES OPÉRATIONS D'OPEN MARKET

Ces opérations visent à établir le taux d'intérêt à court terme. Diverses opérations sont reprises sous ce nom et toutes ne sont pas appliquées par toutes les banques centrales. Cinq types d'instruments sont utilisés par la BCE : les *opérations de cession temporaire*, les *opérations fermes*, les *émissions de certificats de dette de la BCE*, les *opérations d'échange de devises* et les *reprises de liquidités en blanc*. Le premier instrument cité est le principal outil de la BCE. Il revêt la forme d'une prise en pension c'est-à-dire l'achat ou vente de titres à un intermédiaire financier pour un laps de temps déterminé à l'avance, inférieur à la maturité du titre en question. L'opération inverse se produit donc en fin d'opération. Des liquidités ultimes sont donc injectées ou retirées du marché pour une période bien déterminée. Les opérations fermes injectent ou retirent sans promesse de revente ou de rachat.

Ces instruments peuvent être classés en quatre catégories :

- Les *opérations principales de refinancement* (OPREFI) ont une fréquence hebdomadaire et une échéance de 7 jours. Ce sont des opérations de cession temporaire avec une

⁵ « Mesure du niveau général des prix à la consommation traduisant le rapport entre le prix moyen d'un ensemble de biens et de services observés au cours d'une période donnée et celui observé pendant la période de référence » (Banque Nationale de Belgique, 2016)

procédure d'octroi à taux multiples ou fixes⁶. Ce taux est important pour la BCE afin de montrer la politique qu'elle entend mener.

- Les *opérations de refinancement à plus long terme* (OPREFIPLT) ont une fréquence mensuelle et une échéance de trois mois
- Les *opérations de réglage fin* sont ponctuelles et visent à résoudre les problèmes de liquidités sur le marché bancaire. En pratique, l'Eurosystème se sert de cet outil en fin de période de constitution des réserves pour combler les surplus et les défauts de liquidités (Mishkin, 2013).
- Les *opérations structurelles* consistent en l'émission de certificats de dette de la BCE et en des opérations de cession temporaire ou ferme. Le but pour la BCE est d'«ajuster la position structurelle de l'Eurosystème vis-à-vis du secteur financier» (BCE, 2011, p. 331/10)

1.4.2. LES FACILITÉS PERMANENTES

Les facilités permanentes permettent aux intermédiaires financiers d'emprunter ou déposer des liquidités auprès de la banque centrale pour 24h. Elles indiquent la politique monétaire générale menée par la BCE. Il existe les facilités de prêt et les facilités de dépôt. Le taux d'intérêt appelé *taux d'intervention* est fixé à l'avance par la banque centrale. Il n'y a pas de limite pour les quantités d'argent en question, il faut seulement mettre assez d'actifs en garantie.

Ces facilités sont organisées afin d'absorber les déficits ou les surplus de liquidités de fin de journée sur le marché monétaire. Elles sont appliquées de manière décentralisée par les différentes BCN.

Le taux de prêt constitue donc la borne supérieure pour le taux de l'argent au jour le jour et le taux de dépôt la borne inférieure. Entre les deux, le taux de l'argent oscille dans un couloir délimité par la banque centrale.

⁶ Après 2000, la procédure était à taux multiples. Lorsque la crise a commencé, la BCE a dû faire des appels d'offre à taux fixe à partir de novembre 2008 (Reding, 2016).

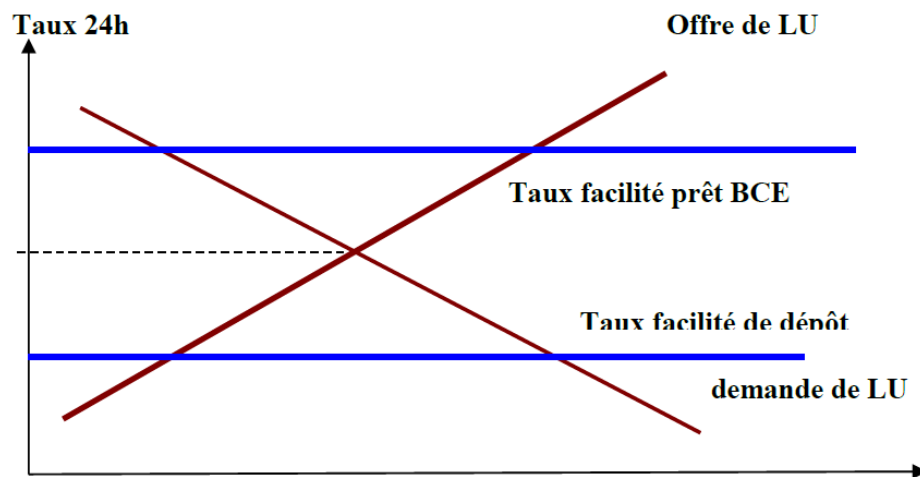


Figure 3 : Equilibre sur le marché interbancaire overnight. Source : Reding, 2016

1.4.3. LES RÉSERVES OBLIGATOIRES

La BCE oblige les intermédiaires financiers à déposer auprès d'elle des réserves obligatoires rémunérées au taux de facilité de dépôt de la BCE. La somme à déposer est calculée en multipliant une assiette définie préalablement par ce taux. En moyenne, cette exigence doit être satisfaite sur une période d'un mois, ce qui permet aux institutions financières de pouvoir gérer leurs obligations de manière assez flexible. Par cet instrument, la BCE crée un besoin en liquidités ultimes et agit donc sur la demande de liquidités ultimes.

Tableau I Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème					
Opérations de politique monétaire	Types d'opérations		Échéance	Fréquence	Procédure
	Apport de liquidité	Retrait de liquidité			
Opérations d'open market					
Opérations principales de refinancement	Opérations de cession temporaire	-	1 semaine	Hebdomadaire	Appels d'offres normaux
Opérations de refinancement à plus long terme	Opérations de cession temporaire	-	3 mois	Mensuelle	Appels d'offres normaux
Opérations de réglage fin	Opérations de cession temporaire Swaps de change	Opérations de cession temporaire Reprises de liquidité en blanc Swaps de change	Non standardisée	Non régulière	Appels d'offres rapides Procédures bilatérales
Opérations structurelles	Opérations de cession temporaire	Émission de certificats de dette	Standardisée/ non standardisée	Régulière et non régulière	Appels d'offres normaux
	Achats fermes	Ventes fermes	-	Non régulière	Procédures bilatérales
Facilités permanentes					
Facilité de prêt marginal	Opérations de cession temporaire	-	24 heures	Accès à la discrétion des contreparties	
Facilité de dépôt	-	Dépôts	24 heures	Accès à la discrétion des contreparties	

Figure 4 : Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème. Source : BCE.

2. TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Cette section s'intéressera aux mécanismes de transmission de la politique monétaire (MTM). Par là, nous entendons l'impact théorique de la politique monétaire menée par une banque centrale sur la demande agrégée et l'économie. Le MTM s'analyse au travers de trois canaux :

- le canal des taux d'intérêt
- le canal du prix des actifs réels et financiers
- le canal du crédit (Mishkin, 2013).

2.1. LE CANAL DES TAUX D'INTÉRÊT (MISHKIN, 2013) (DRUMATZ & PFISTER, 2010)

Ce mécanisme est l'essentiel canal de transmission de la politique monétaire. Il peut se schématiser par l'expression suivante pour une politique monétaire expansionniste (Mishkin, 2013):

$$\Delta^+ M \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y^{ad} \uparrow$$

En effet, une politique monétaire expansionniste baisse les taux d'intérêt réels qui augmentent le coût du capital. Par conséquent, l'investissement augmente et donc la demande globale et la production suit la tendance de l'investissement.

De plus, c'est le taux d'intérêt réel à long terme qui est ici utilisé car c'est lui qui impacte majoritairement les dépenses. L'hypothèse des anticipations de la structure par terme des taux⁷ explique que c'est bien le taux d'intérêt réel à long terme et non à court terme qui est considéré.

En outre, il est important de remarquer que c'est le taux réel et non le nominal qui influence les dépenses. En effet, même dans des périodes avec des taux d'intérêt très bas, la politique monétaire expansionniste reste efficace. Si la masse monétaire augmente, l'inflation augmentera et les taux d'intérêt baisseront⁸. Ceci se résume par cette équation (Mishkin, 2013):

$$\Delta^+ M \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

2.2. CANAUX DES PRIX D'AUTRES ACTIFS (MISHKIN, 2013) (DRUMATZ & PFISTER, 2010)

Nombreux sont ceux qui se sont élevés contre la focalisation de l'étude de la politique monétaire sur le prix d'un seul actif, le taux d'intérêt. Deux autres prix d'actifs doivent être considérés : le taux de change nominal et le prix des actions.

⁷ Cette hypothèse indique que le taux d'intérêt à long terme est égal à une moyenne des taux d'intérêt futurs à court terme (Reding, 2016).

⁸ $r = i - \pi^e$ avec r étant les taux d'intérêt réels, i les taux d'intérêt nominaux et π^e l'inflation anticipée.

2.2.1. CANAL DU TAUX DE CHANGE

Avec la mondialisation, les échanges entre les pays se sont accrus et le taux de change de leur monnaie a donc eu un impact considérable sur les exportations nettes. Une baisse des taux d'intérêt réel (r) n'incite pas au placement dans la monnaie locale, ce qui entraîne une fuite des capitaux et donc une dépréciation de la monnaie nationale ($E \downarrow$). Les produits nationaux deviennent donc plus attrayants vu leur prix relatif. L'exportation (NX) ainsi que les productions globales (Y) augmentent de pair. Ce mécanisme peut être résumé par l'expression suivante (Mishkin, 2013) :

$$r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow.$$

2.2.2. CANAL DU PRIX DES ACTIONS

Tobin (1969) introduit un coefficient q et le définit comme le rapport entre la valeur boursière des entreprises et le coût de remplacement du capital. Plus q est haut, plus la valeur boursière des entreprises est élevée comparée au coût de remplacement du capital. L'investissement est dans ce cas-ci bon marché car ces entreprises peuvent émettre moins d'actions vu que leur prix est plus haut. Lorsque ce coefficient est faible, elles ont plutôt intérêt à acheter une autre société à un bon prix afin d'obtenir le capital de celle-ci. Dans cette situation, les dépenses d'investissement sont donc plus faibles.

L'intérêt de ce coefficient est de voir l'impact de la politique monétaire sur les dépenses d'investissement. Selon Tobin (1969), le lien entre les deux serait donc le prix des actions. Par conséquent, lorsque de la monnaie est injectée dans l'économie, les agents investissent leur surplus dans des actions, ce qui augmente le cours des actions P_S . De par sa définition, le coefficient q suit la même tendance que le cours des actions et le niveau des dépenses d'investissement s'élève également. Ce mécanisme peut se schématiser par l'expression suivante (Mishkin, 2013):

$$r \downarrow \Rightarrow P_S \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y^{ad} \uparrow.$$

2.2.3. L'EFFET RICHESSE

Modigliani (cité par Mishkin, 2013) a étudié le phénomène de l'effet de richesse via sa théorie du cycle de vie. Celle-ci énonçait que la consommation⁹ était liée à la richesse disponible des ménages. Les ménages étalent leur consommation au cours de leur vie et donc la consommation est définie par les revenus perçus tout au long de leur existence et non pas seulement par les rémunérations actuelles.

Le patrimoine financier des ménages peut être dans certains cas composé d'un grand nombre d'actions. Il constitue dès lors des revenus importants. Lorsque le prix de ces actions augmente, la richesse des ménages augmente également. Les ressources dont ces ménages disposeront tout au long de leur vie augmentent aussi et accroissent la consommation. Vu qu'une politique monétaire expansionniste peut augmenter le prix des actions, nous pouvons établir la relation suivante (Mishkin, 2013):

$$r \downarrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow \text{Ressources} \uparrow \Rightarrow \text{Consommation} \uparrow \Rightarrow Y^{ad} \uparrow.$$

2.2.4. LE CANAL DU CRÉDIT (MISHKIN, 2013) (DRUMATZ & PFISTER, 2010)

Ce dernier canal se penche sur l'asymétrie d'information qui existe sur les marchés de capitaux et l'attitude des prêteurs. De ce défaut, découlent deux canaux de transmission de la politique monétaire : le canal du crédit bancaire ou canal large du crédit, et le canal du bilan ou le canal étroit du crédit.

2.3. LE CANAL DU CRÉDIT BANCAIRE

Etant donné la position centrale des banques au sein du marché financier, elles ont la capacité de résorber les problèmes d'information du système. Remarquons aussi que le système de réserves obligatoires a ici une importance primordiale : les banques commerciales doivent avoir suffisamment de réserves à la banque centrale pour accepter de nouveaux dépôts. Un lien existe donc entre les réserves obligatoires et les crédits octroyés.

⁹ Le terme consommation se réfère ici à l'achat de biens non durables et de services. Il faut donc le différencier de la consommation totale qui inclut la consommation de biens durables.

Par conséquent, lorsque la banque centrale applique une politique monétaire restrictive, les banques devront être également plus restrictives dans l'octroi de leurs crédits puisque ceux-ci seront plus coûteux. Il y aura donc moins d'accords de crédit et/ou la prime de financement externe augmenteront. Ceci est particulièrement important pour les agents qui n'ont pas d'autres moyens de se financer, notamment les petites entreprises et les ménages.

Ce mécanisme peut se schématiser pour une politique monétaire restrictive de la manière suivante (Mishkin, 2013) :

Liquidités bancaires suite à une politique monétaire restrictive ↑

⇒ crédits octroyés ↓

⇒ Y^{ad} ↓

Car rationnement du crédit et/ou PFE ↑

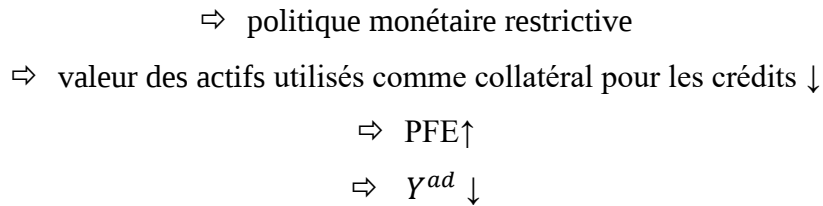
Lorsque la banque centrale applique une politique monétaire expansive, au contraire, le montant des crédits octroyés augmente ainsi que l'investissement et la consommation.

Les réglementations de Bâle II et III (cités par Mishkin, 2013) sont pour ce canal très importantes puisqu'elles imposent des fonds propres minimaux pour l'octroi de crédit.

2.4. LE CANAL DU BILAN

Une firme éprouve bien souvent des problèmes de sélection adverse et d'aléa moral lors d'une demande d'emprunt lorsqu'elle voit sa situation nette se détériorer. Cela s'explique par le fait que l'entreprise peut offrir moins de garanties pour le prêt. Par conséquent, lors d'une politique monétaire restrictive, les sociétés subissent ce problème puisque le cours des actions baisse. La prime de financement externe augmente et les prêts pour l'investissement diminuent et par conséquent la demande agrégée aussi. La situation est encore dégradée par les accélérateurs financiers. Etant donné les difficultés rencontrées pour emprunter, la société voit sa situation encore se détériorer. En effet, pour faire face à la baisse de la capacité d'emprunt, elle vend des actifs. Le prix des actifs réels et la valeur nette des actifs baissent, ce qui renforce la prime de financement externe.

Ce canal peut être résumé par ce schéma (Mishkin, 2013):



3. COURTE HISTOIRE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE AVANT LA CRISE

Suivant Mishkin (2013), l'évolution des taux d'intérêt directeurs de la BCE avant la crise a suivi différents cycles qui seront ci-dessous analysés en quatre phases.

3.1. DÉCEMBRE 1998 – NOVEMBRE 1999

Le système européen de banques centrales a pris la gestion monétaire le 3 décembre 1998. Les banques centrales baissent leur taux à la surprise des marchés pour faire face à de mauvaises perspectives économiques dues à des crises en Asie et en Russie. L'objectif est aussi d'aider le lancement de la BCE. Le vrai passage de témoin a lieu le 1^{er} janvier 1999 (Mishkin, 2013).

En avril 1999, la BCE décide de baisser ses taux directeurs alors que l'euro perd de l'aplomb face au dollar. Pour Willem Duisenberg, « cette situation a contribué à créer un environnement permettant d'exploiter le potentiel de croissance de la zone euro sans mettre en danger la stabilité des prix » (Duisenberg, 1999). Cette attitude de la BCE a été applaudie, certains parlant de « la naissance d'une politique pragmatique, intelligente, inspirée par le modèle américain de la Réserve fédérale » (Le Monde, 1999)¹⁰.

3.2. NOVEMBRE 1999 – MAI 2001

Le 4 novembre 1999, la BCE décide de relever ses taux directeurs de 50 points de base et continue en mars et avril en les augmentant à chaque fois de 25 points. Elle veut montrer « son caractère prospectif » en procédant de la sorte. Le but est d'éviter de devoir augmenter les taux brusquement et d'agir avant que les problèmes ne se manifestent (Banque Centrale Européenne,

¹⁰ Editorial du Monde, 10 avril 1999

2000). Lors de l'année 2000, la BCE relèvera sept fois son principal taux directeur pour atteindre 4,75% en octobre 2000 (Banque de France, 2016) pour maintenir la stabilité des prix. En effet, les hausses du prix du pétrole et la dépréciation de l'euro vis-à-vis de devises étrangères peuvent avoir un impact négatif sur la stabilité des prix dans la zone euro (Banque Centrale Européenne, 2001).

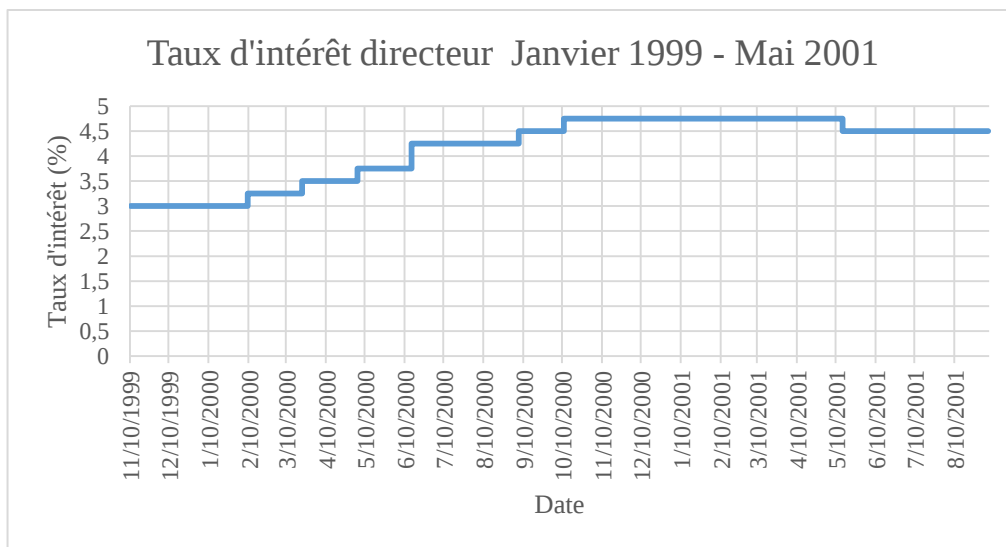


Figure 5: Taux d'intérêt directeur janvier 1999-mai 2001. Source : Banque de France



Figure 6 : Inflation dans la zone euro (janvier 1999 - mai 2001). Source : Eurostat.

3.3. MAI 2001 – DÉCEMBRE 2005

Vu la « baisse des risques inflationnistes », le Conseil des Gouverneurs décide de baisser à quatre reprises les taux directeurs (Banque Centrale Européenne, 2002). Lors des attentats du 11 septembre 2001 à New York, Wim Duisenberg, le président de la BCE à l'époque, se consulte avec la Federal Reserve et ils décident de baisser de concert leurs taux (Colombani, 2001). En novembre 2001, le taux principal s'établissait déjà à 3,25% (Banque de France, 2016). A la fin de cette année, l'indicateur de la masse monétaire au sens large (M3) était fort élevé ce qui a soulevé des critiques de la part des monétaristes (Mishkin, 2013).

L'année 2002 est marquée par l'introduction des billets et des pièces en euro dans la zone euro et par l'acceptation de l'élargissement de l'Union Européenne à dix pays de l'Europe de l'Est, ce qui ouvre de nouvelles perspectives pour l'adoption de la monnaie unique dans de nouveaux pays (Banque Centrale Européenne, 2003). Durant cette année, les taux sont restés relativement stables avec une seule baisse en décembre pour fixer le taux principal à 2,75%. Avec 2,27% en moyenne (Inflation, 2016), l'indice IPCH est en 2002 un peu au-dessus de l'objectif fixé mais est plus faible qu'en 2001 (Banque Centrale Européenne, 2003).

Le début de l'année 2003 est marqué par les tensions géopolitiques à propos de la Guerre d'Irak qui se profile et la BCE réduit son taux principal à 2,50% en mars. Le début de l'année a particulièrement été décevante pour la progression du PIB mais la croissance a repris au second semestre de l'année (Banque Centrale Européenne, 2004). Le Conseil des Gouverneurs décide de baisser le taux directeur à 2% en décembre 2003, le taux le plus bas depuis la Seconde Guerre Mondiale pour les douze pays de la zone (Mishkin, 2013).

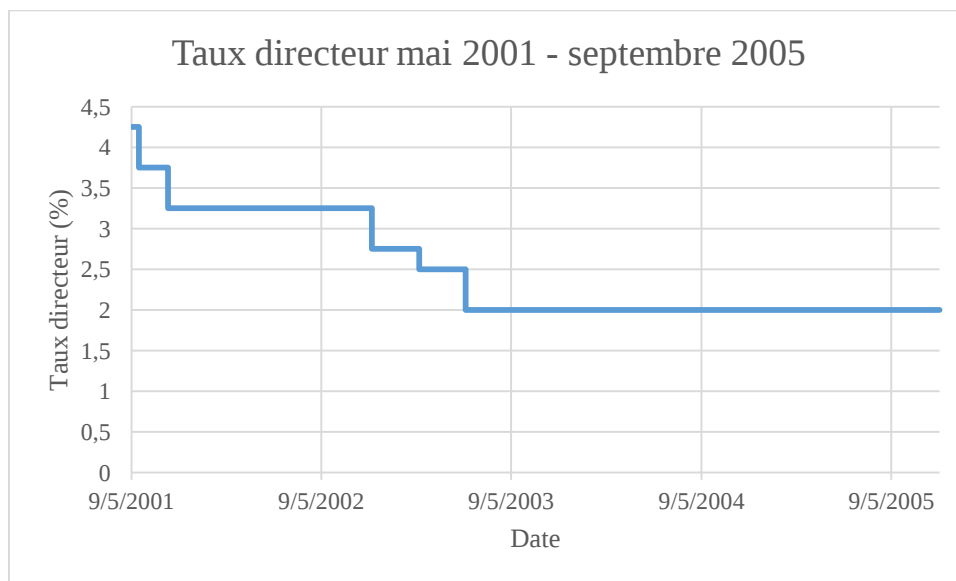


Figure 7: Taux directeur mai 2001-septembre 2005. Source : Banque de France.



Figure 8 : Inflation dans la zone euro mai 2001 - septembre 2005. Source : Eurostat



Figure 9 : Changements annuel de l'indicateur M3 en %. Source : ECB datawarehouse.

3.4. DÉCEMBRE 2005 – JUILLET 2007

La hausse du prix des matières premières fait grimper l'indice IPCH à 2,2% pour 2005, ce qui était un peu plus important que les années précédentes. Après deux ans de stabilité, la BCE rehausse son taux directeur de 25 points de base en décembre car les prévisions montrent une hausse de l'inflation à moyen terme (Banque Centrale Européenne, 2006). A partir de là, la BCE augmentera à plusieurs reprises ses taux pour fixer son principal taux à 4% en juin 2007 (Banque de France, 2016).

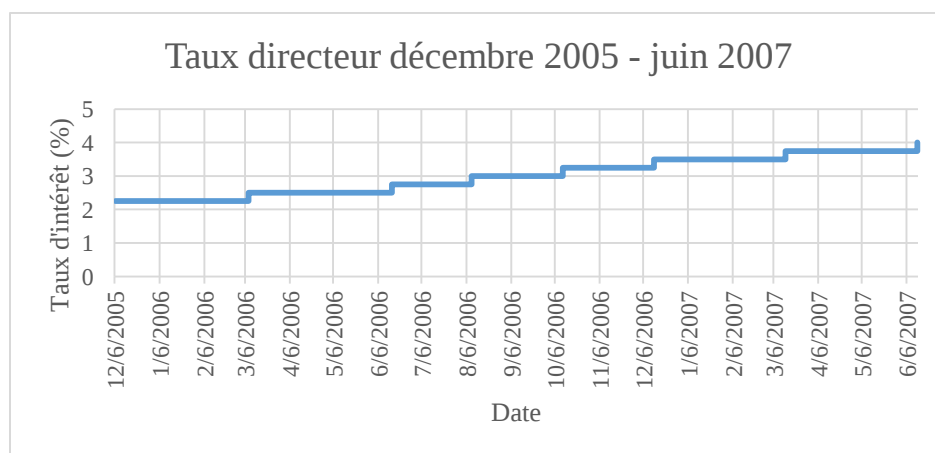


Figure 10: Taux directeur décembre 2005 - juin 2007. Source : Banque de France.

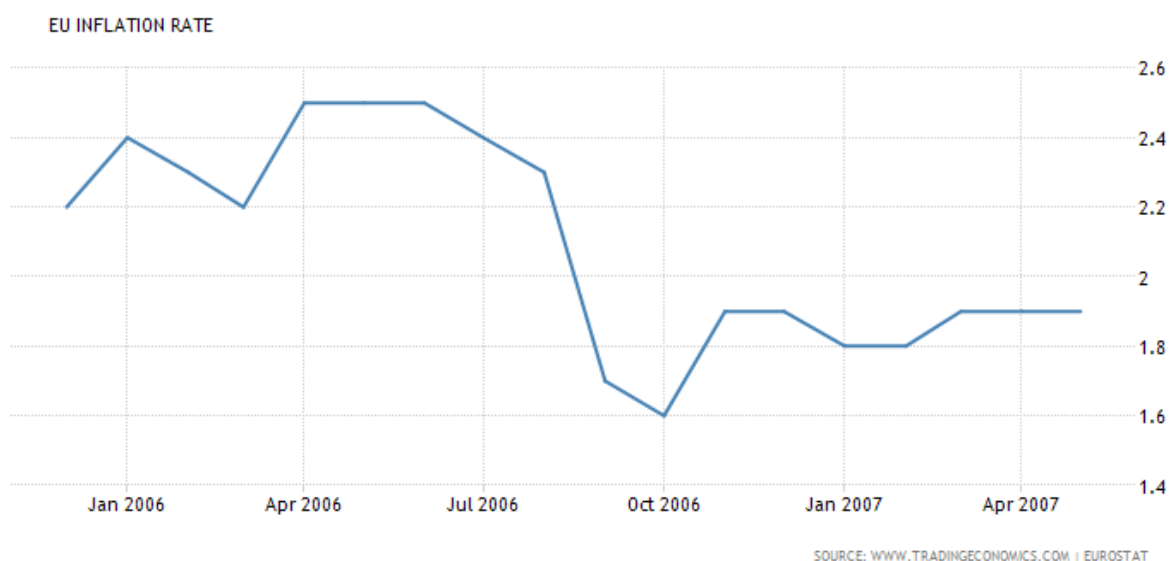


Figure 11 : Inflation dans la zone euro décembre 2005 - juin 2007. Source : Eurostat.

4. L'ACTION DE LA BCE EN TEMPS DE CRISE

En temps de crise, les rouages des mécanismes de la transmission de la politique monétaire peuvent être grippés. La banque centrale éprouve notamment des difficultés à accomplir sa tâche de stabilité des prix par les actions qu'elle entreprend habituellement via ses taux directeurs. Afin de huiler la machine de la politique monétaire, une banque centrale doit prendre des mesures non-conventionnelles (Bordes, 2012).

Dans cette partie nous analyserons le déroulement de la crise depuis 2007 et les réponses qu'a eu la BCE face à ces problèmes. Tout ceci nous amènera petit à petit à la situation actuelle et notamment la politique appliquée depuis l'arrivée de Mario Draghi à la tête de la Banque Centrale Européenne.

4.1. 1^{ERE} PHASE : AOÛT 2007 – SEPTEMBRE 2008

La crise financière commence le 9 août 2007 avec l'annonce de la BNP Paribas concernant le gel de la valorisation de trois fonds adossés à des créances. La banque explique que « la disparition de toute transaction sur certains segments du marché de la titrisation aux Etats-Unis conduit à une absence de prix de référence et à une illiquidité quasi-totale des actifs figurant dans les portefeuilles des fonds quelle que soit leur qualité ou leur rating. Cette situation ne

permet plus d'établir une juste valorisation des actifs sous-jacents et donc de calculer une valeur liquidative pour ces 3 fonds » (BNP Paribas, 2007). Suite au gel de ces fonds valant 1,6 milliards, la demande de liquidités s'est accrue et la BCE a organisé une opération de réglage de fin (Reding, 2016).

Vu les turbulences sur le marché immobilier aux Etats Unis, les banques n'ont plus étalé leur demande de liquidités ultimes sur la période de maintenance des réserves obligatoires. Elles ont donc thésaurisé énormément de liquidités ultimes en début de la période de réserve pour répondre le plus vite possible aux obligations réglementaires. La BCE a donc organisé des opérations de reprise de liquidités afin de résorber ces surplus. Cette situation a changé l'offre de liquidités ultimes de la BCE durant cette phase. Elle a dû injecter énormément de liquidités ultimes en début de période pour ensuite absorber les surplus au terme de la période par des opérations principales de refinancement ou des opérations de réglages fins (Reding, 2016).

Par ailleurs, la BCE a tenté de rassurer le monde bancaire en créant des opérations supplémentaires à maturité longue pour des sommes importantes et fournissant des dollars et des francs suisses au secteur de l'eurozone (Drudi, Durré, & Mongelli, 2012). Dans cette première phase, la BCE a donc réagi en intensifiant son offre de liquidités ultimes pour répondre à la nouvelle structure de la demande.

4.2. 2^{EME} PHASE : LA CRISE FINANCIÈRE DE OCTOBRE 2008 À SEPTEMBRE 2009

La crise s'est élargie et intensifiée suite à la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008. Suite à cet évènement, l'activité européenne s'est fortement repliée. Le marché interbancaire a également ralenti vu l'incertitude régnant sur le marché financier. Les banques en surplus n'ont plus osé prêter aux institutions financières en déficit car le manque de confiance était telle qu'elles ne pouvaient plus prévoir leurs propres besoins en liquidités futures. En peu de temps, le marché monétaire s'est presque arrêté et beaucoup d'agents ont vu leur situation se détériorer (Reding, 2016).

Afin de soutenir le secteur bancaire, le BCE a mis en place des opérations de fournitures de liquidité à taux fixes pour des quantités illimitées afin de faire baisser les craintes de prêter. En

parallèle, la BCE a élargi le panel de collatéraux pour les opérations prises en pension de titres en abaissant le critère d'éligibilité de A- à BBB- (Drudi, Durré, & Mongelli, 2012).

Après être passé à 4,25% pour son principal taux directeur en juillet 2008, la BCE a baissé très rapidement son taux de refinancement à 1% en mai 2009. Entre octobre 2008 et janvier 2009, le Conseil des Gouverneurs a également décidé de réduire le corridor entre le taux de facilité de prêt et de dépôt à 1%. La BCE a également continué de fournir des liquidités en monnaie étrangères notamment en dollar et a renforcé la coordination avec des banques centrales étrangères (Drudi, Durré, & Mongelli, 2012).

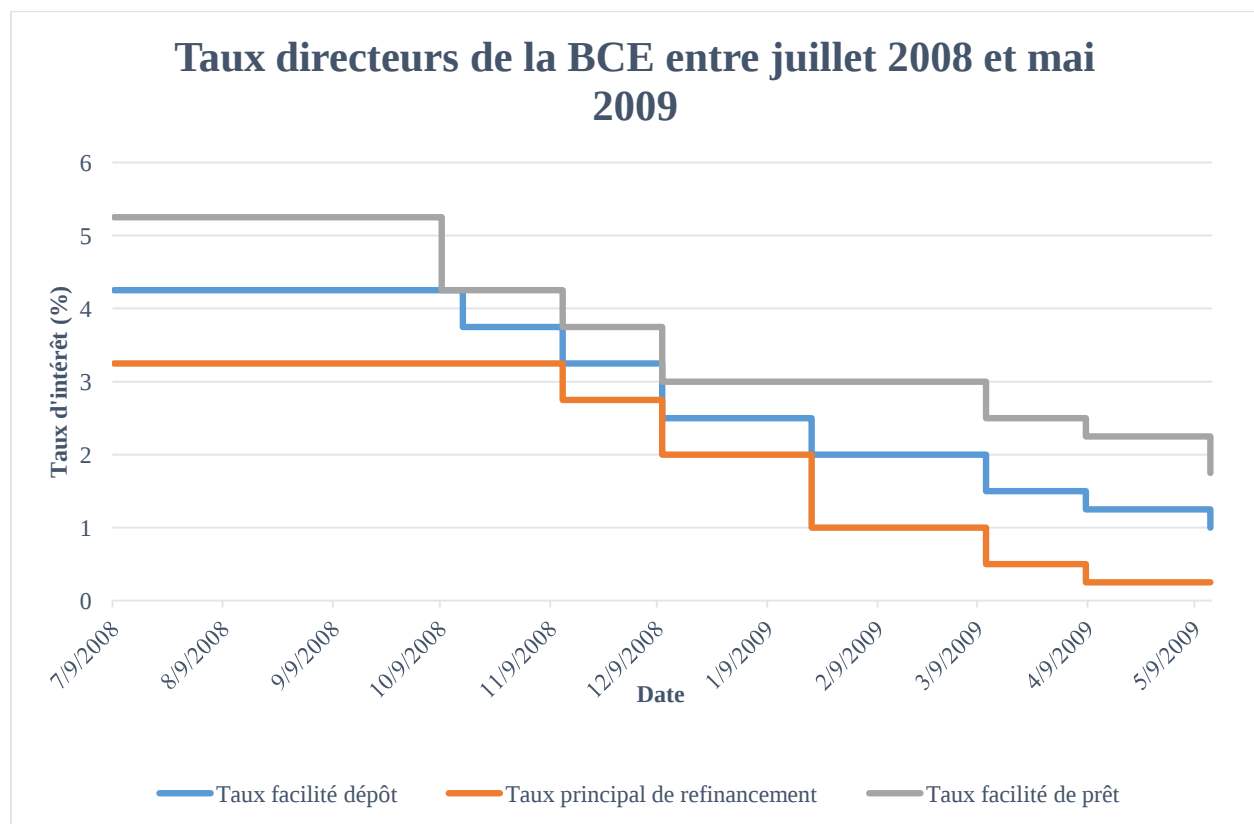


Figure 12: Taux directeurs de la BCE juillet 2008 – mai 2009. Source : Banque de France.

Malgré quelques signes positifs de reprise dans le domaine financier, des problèmes persistent dans la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. La BCE a annoncé en juin la création du *Covered Bond Purchase Programme* qui entendait l'achat massif d'obligations sécurisées libellées en euro pour un montant de 60 milliards d'euros. Ce

programme d'achat s'est étendu de 2 juillet 2009 au 30 juin 2010 (Banque Centrale Européenne, 2009) .

Le bilan de la BCE a donc fortement augmenté suite à ces mesures assurant l'offre de liquidités ultimes même au-delà du déficit moyen du secteur bancaire. Grâce à ces mesures, les taux du marché interbancaire ont fortement diminué et la situation est revenue à la « normale ». Cependant, conformément au principe de séparation, la BCE a annoncé fin juin 2009 le retrait progressif des mesures non-conventionnelles puisque celles-ci n'ont été créées que pour rétablir la transmission de la politique monétaire (Mishkin, 2013).

4.3. 3^{EME} PHASE : PHASING OUT ET CRISE DES DETTES SOUVERAINES

Fin 2009, la reprise pointe le bout de son nez et le conseil des gouverneurs commencent à mettre fin aux mesures non-conventionnelles. Les opérations de refinancement à long terme de 6 mois et 12 mois ne sont pas prolongées, les collatéraux acceptés sont également réduits pour les prises de pensions en titre et le bilan de la BCE commence à se réduire (Reding, 2016).

Suite à la faillite de crise du secteur financier, les états européens ont lancé divers programmes de soutien aux banques et des réformes pour stimuler la croissance. Les gouvernements ont notamment recapitalisé certaines banques et garanti les dépôts des épargnants. Les états ont donc pris sur eux le risque bancaire (Bordes, 2012).

A partir du mois d'avril 2010, des tensions sont réapparues sur les marchés et les pays de la zone euro ont vu l'écart entre les taux pour leurs obligations s'écarter par rapport au taux allemand. En effet, la crainte revient sur le marché monétaire. Par effet domino, la baisse de la note de la dette souveraine de certains pays se répercute sur le rating des institutions financières de ces pays et les collatéraux détenus par les banques perdent en valeur (Bordes, 2012).

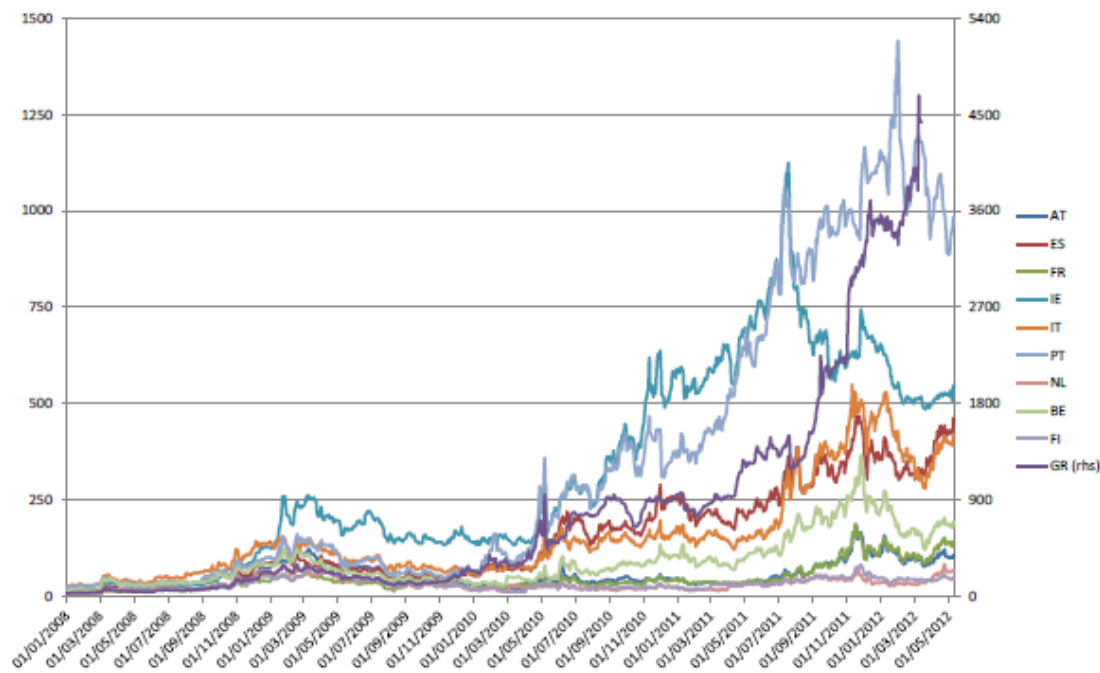


Figure 13: Spreads des obligations à 10 ans envers les obligations allemandes. Source : Drudi, Durré & Mongelini (2012)

Afin de rétablir la confiance sur le marché et les mécanismes de transmission, la BCE lance le 10 mai 2010 un programme appelé le *Securities Markets Programme* dans lequel les banques centrales nationales achèteront des obligations d'état. La portée de ces interventions seront « déterminées par le BCE et à terme stérilisées par celui-ci à travers des opérations spécifiques pour reprendre les liquidités injectées ». D'autres mesures non-conventionnelles sont réintroduites telles que des opérations de refinancement à plus long terme pour une durée de trois mois ou encore des échanges temporaires de devises avec la FED appelés *Swap Lines* (Banque Centrale Européenne, 2010).

Avec l'intensification de la crise pendant l'été 2011, le Conseil des Gouverneurs a dû prendre de nouvelles mesures non-conventionnelles et a annoncé en octobre 2011 le lancement d'un deuxième programme d'achats d'obligations sécurisées, le CBPP2 (Banque Centrale Européenne, 2011).

La BCE continue en décembre 2011 en prenant plusieurs mesures. Elle décide:

- Deux opérations de refinancement à long terme avec une maturité de 36 mois et l'option de remboursement après 1 an

- La cessation temporaire des opérations de réglage fin le dernier jour des périodes de constitution de réserve
- La baisse de 2 à 1% des exigences pour le *reserve ratio* à partir du 18 janvier 2012
- L'élargissement du panel des collatéraux acceptés (Banque Centrale Européenne, 2011).

4.4. « WHATEVER IT TAKES »

Les troubles qui ont marqué la fin de l'année 2011 et le début 2012 ont nécessité de nouvelles réponses de la part de la BCE. En effet, la baisse de la note de plusieurs états européens et de leurs banques ainsi que les tensions en Grèce et en Italie ont créé un environnement incertain au sein des marchés financiers.

« Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough » (Banque Centrale Européenne, 2012). Par ces termes, Mario Draghi montrait déjà en juillet 2012 sa volonté de faire tout ce qu'il fallait pour sauver l'euro. En septembre de cette même année, la BCE démontre encore cette volonté en créant le programme *Opérations monétaires sur titres* (OMT- *Outright Monetary Transactions*). Par ce nouvel instrument, la BCE entend jouer sur le marché secondaire de la dette publique. Seules des obligations ayant une maturité de un à trois ans sont concernées. Pour pouvoir participer à ce programme, les états ont comme condition nécessaire : avoir demandé le Mécanisme Européen de stabilité (MES) et donc d'être soumis à un programme d'ajustement ou de précaution. Avec l'OMT, le programme intitulé Securities Markets Programme se termine (Banque Centrale Européenne, 2012). Grâce à ceci, la BCE veut « réduire les primes de risques de liquidité et alléger le fardeau de la dette en faisant baisser les taux d'emprunt courts par la BCE » (Bordes, 2012).

Après ces déclarations, la volatilité sur les marchés s'est considérablement réduite et les taux sur les obligations espagnoles et italiennes ont baissé respectivement de 100 et 50 points (Parlement Européen, 2015).

En juillet 2013, Mario Draghi annonce de manière subliminale un nouvel outil pour la conduite de la politique monétaire : le *forward guidance*. En effet, celui-ci révèle que: « Looking ahead, our monetary policy stance will remain accommodative for as long as necessary. The

Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time » (Banque Centrale Européenne, 2013). Selon le vice-président de la Banque Centrale Européenne, Benoît Coeuré, ce sont des déclarations indiquant « le chemin probable des futurs taux » (Banque Centrale Européenne, 2013). Ces indications donnent donc plus de clarté aux marchés quant à la position de la BCE et les actions qu'elles comptent mener. Cela aide donc à réduire la volatilité et ancrer les prévisions des marchés plus fermement (Praet, 2013).

Juin 2014 marque le début d'une nouvelle série de mesures de la part de la BCE. Cette époque est caractérisée par la baisse de l'inflation depuis la seconde moitié de 2013 et par de faibles prévisions de croissance dans la zone euro (Constancio, 2015). Les taux fixés par la BCE étant déjà à un niveau très bas depuis novembre 2013, la BCE n'a d'autre choix que de continuer à les baisser et à fixer le taux de dépôt auprès de la BCE à -0.1% en juin 2014 et -0.2% en septembre de cette même année. Son principal taux directeur passe lui à 0.15% et 0.05% (Banque de France, 2016). Le Conseil des Gouverneurs décide également de lancer de nouvelles mesures afin de faciliter le crédit. En juin 2014, il met en place un plan de refinancement à long terme nommé *targeted longer-term refinancing operations* (TLTROs). Ces opérations fournissent des liquidités aux institutions financières à un taux fixe à moyen terme (Banque Centrale Européenne, 2014).

En octobre 2014, la BCE lance un troisième *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3) et démarre en novembre 2014 le programme *Asset-backed Securities Purchase* (ABSPP), tous deux destinés à aider les banques et rétablir les conditions de transmission de la politique monétaire. En mars 2015, la BCE commence à acheter des titres du secteur public avec le *Public Sector Purchase Programme* (PSPP). La Banque Centrale Européenne veut acheter 60 milliards d'euros de bons d'état par mois grâce à ce programme et ce jusqu'au moins mars 2016 (Banque Centrale Européenne, 2016). Le programme restera neutre pour ne pas modifier le mécanisme de formation des prix. Les achats seront réalisés dans tous les pays de l'euro selon une clef de répartition définie par la BCE et avec des maturités allant de deux à trente ans (Banque Centrale Européenne, 2016). En mars 2016, Mario Draghi a annoncé que ces achats d'actifs s'élèveraient désormais à 80 milliards d'euros (Banque Centrale Européenne, 2016). Plus récemment, la BCE a lancé le *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP) destiné à acheter

des titres du secteur privé afin d'améliorer les conditions dans l'économie réelle (Banque Centrale Européenne, 2016).

En mars 2016, la BCE baisse une dernière fois ses taux. Le taux principal de refinancement est fixé à 0, le taux de facilité permanente de dépôt à -0,4 et celui de prêt à 0,25%.

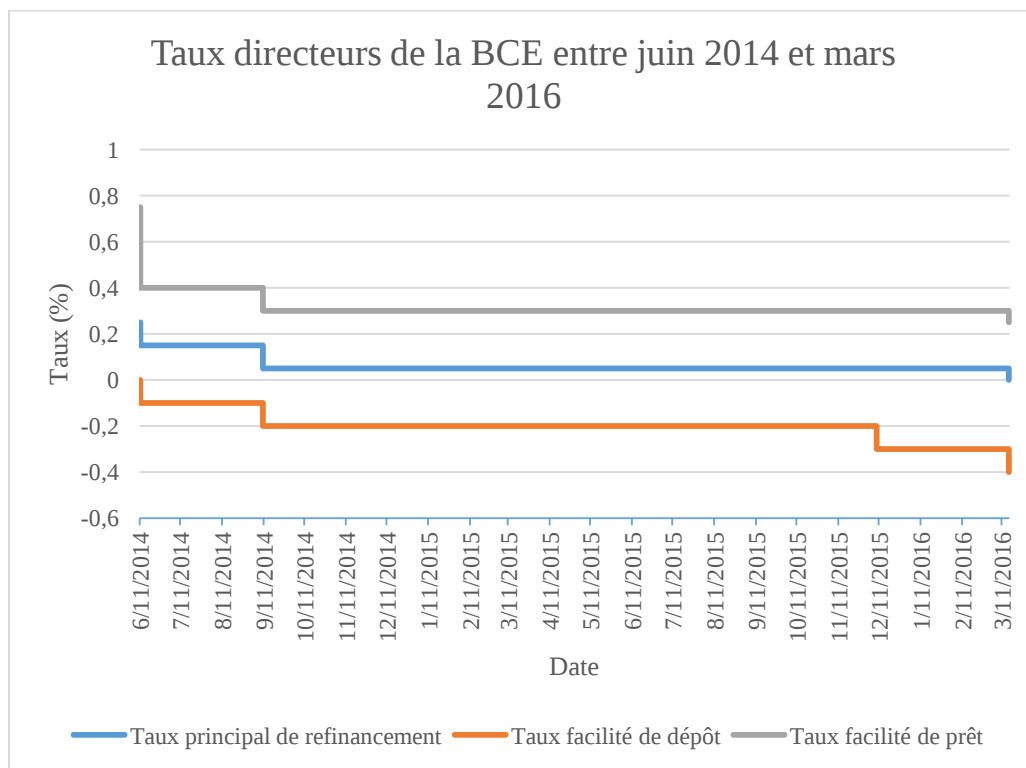


Figure 14: Taux directeurs de la BCE juin 2014 – mars 2016. Source : Banque de France.

La zone euro est donc rentrée dans une politique de taux négatifs à travers ses nouvelles mesures inédites depuis juin 2014.

4.5. OBJECTIFS DE LA NOUVELLE POLITIQUE DE LA BCE

L'implémentation des taux d'intérêt négatifs par la BCE paraît absurde. En effet, payer pour prêter semble tout à fait illogique et pourtant, c'est bien la réalité qui arrive dans certains cas dans la zone euro. Mais pourquoi la BCE a-t-elle instauré cette politique ? Comme dit précédemment, le problème majeur depuis quelques années en Europe est l'inflation et la croissance économique. En effet, les risques de déflation courent dans la zone euro et cette baisse

généralisée des prix pourraient inciter les consommateurs à postposer leur consommation et donc miner encore plus l'activité économique et la dette des états (Buron & Thomas, 2016).

Pour comprendre l'intérêt de mettre les taux directeurs à un niveau si bas, la notion de taux d'intérêt naturel est importante. « Le taux d'intérêt naturel reflète le taux de rendement anticipé sur les biens de capital nouvellement produits, autrement dit le taux de rendement marginal net anticipé du capital » (Aglietta & Valla, 2016). Ce taux est dit neutre lorsque la croissance est régulière et l'investissement égal à l'épargne voulue. La banque centrale doit donc fixer son taux directeur à ce taux si elle cherche la stabilité des prix ou une inflation nulle. Si elle a un objectif d'inflation différent, elle le fixe à un point égal aux taux réel neutre augmenté de l'inflation désirée. Par conséquent, si le taux neutre est supérieur au taux de marché, un déséquilibre se crée. Cette situation favorise la création de crédits et accélère l'inflation (Aglietta & Valla, 2016).

En fixant ses taux à des niveaux si bas, la BCE entend donc relancer la machine économique et rehausser l'inflation. Cette politique se reflètera à travers les chaînes de transmission de la politique monétaire : booster la chaîne des crédits, tirer vers le haut le prix des actifs, tourner les investisseurs vers des actifs plus risqués dans la recherche de rendements supérieurs, améliorer le taux de change de l'euro envers ses concurrents et éviter la spirale déflationniste (Hannoun, 2015).

5. IMPACTS DE LA POLITIQUE DES TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS

Après avoir énoncé le fonctionnement et les actions de la BCE depuis sa création, il apparaît opportun de voir comment se reflètent les dernières politiques monétaires exceptionnelles ayant mis en place des taux d'intérêt négatifs. Le but est de voir comment la politique des taux d'intérêt négatifs de la Banque Centrale Européenne a impacté les marchés ainsi que les banques. In fine, une analyse des répercussions pour les clients des banques.

5.1. TRANSMISSION

5.1.1. TAUX INTERBANCAIRES

Jusqu'à présent, les événements montrent que la politique des taux d'intérêt négatifs est transmise aux taux des marchés monétaires de la même manière que les taux positifs. Les taux négatifs se sont tout d'abord répercutés sur le marché interbancaire. En effet, les taux EONIA¹¹ et EURIBOR¹² ont fortement baissé après l'introduction des taux d'intérêt négatifs. Les banques ont commencé à se prêter à des taux négatifs à partir de la fin août 2014 pour l'indice EONIA.

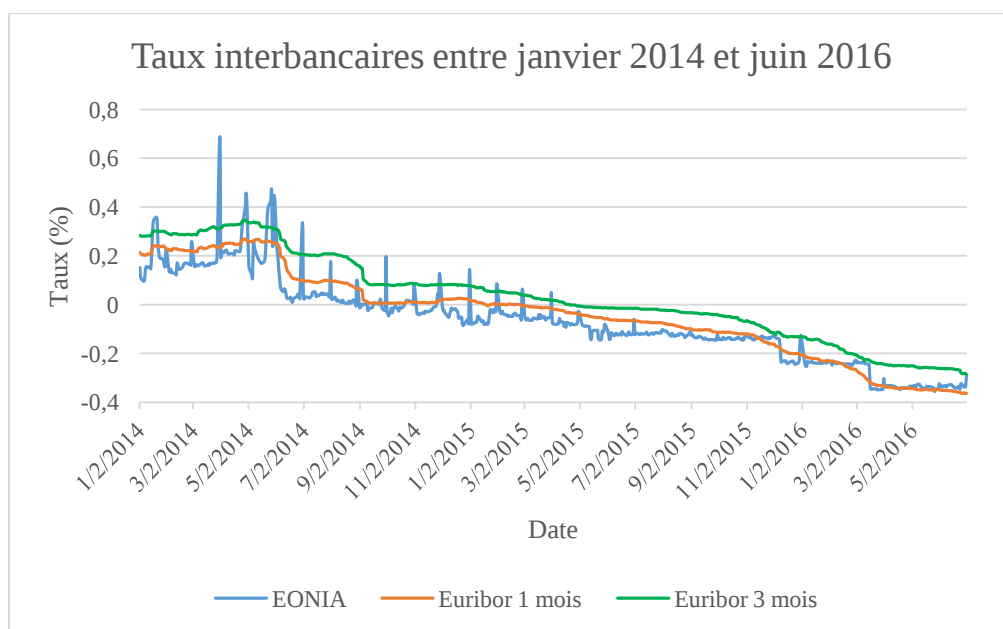


Figure 15: Taux interbancaires janvier 2014-juin 2016. Source : Banque de France

¹¹ Euro OverNight Index Average : moyenne pondérée de toutes les transactions au jour le jour de prêts non garantis réalisées par les banques retenues pour le calcul de l'eurobor (Banque de France, 2016)

¹² EURIBOR : taux interbancaire offert entre banques de meilleures signatures pour la rémunération de dépôts dans la zone euro. Il est calculé en effectuant une moyenne quotidienne des taux prêteurs sur 13 échéances communiqués par un échantillon de 57 établissements bancaires les plus actifs de la zone Euro. Il est calculé sur la base de 360 jours et est diffusé à 11h le matin si au moins 50% des établissements constituant l'échantillon ont effectivement fourni une contribution. La moyenne est effectuée après élimination des 15% de cotation extrêmes (le nombre éliminé est toujours arrondi) et exprimée avec trois décimales. (Banque de France, 2016)

5.1.2. COURS DES ACTIONS

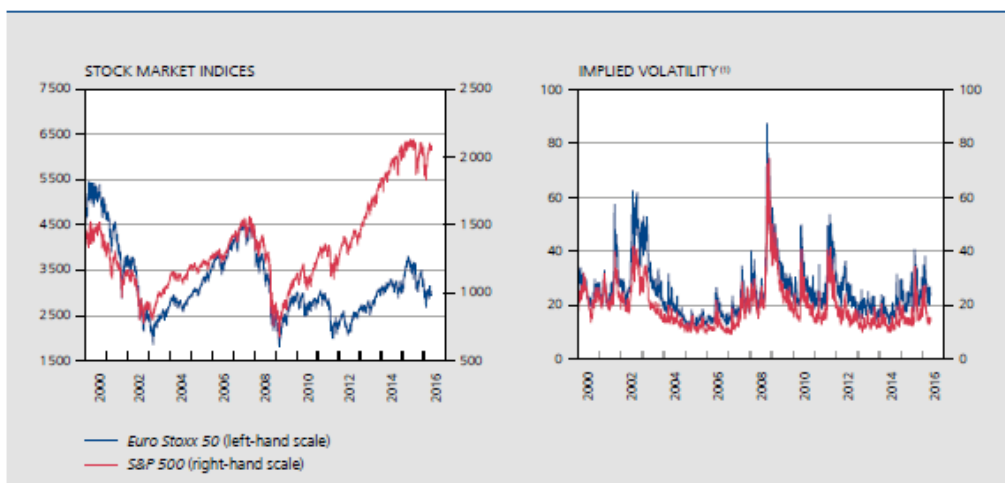


Figure 16: Evolution du prix des actions. Source : Banque Nationale de Belgique.

(1) Based on the implied volatility derived from options on the S&P 500 and Euro Stoxx 50 indices.

La figure 16 montre une augmentation du prix des actions sur deux indices différents. Cependant, la tendance est inversée fin 2015. Le graphe de droite montre que la volatilité est plus faible qu'au plus fort de la crise en 2008 mais elle reste plus élevée qu'avant cette crise.

5.1.3. TAUX DE CHANGE

Le graphique du taux de change de l'euro par rapport au dollar montre une dépréciation de l'euro face à la monnaie américaine à partir de l'entrée en vigueur des taux d'intérêt négatifs. La monnaie européenne est restée relativement plus faible jusqu'à la fin du premier semestre de 2016.

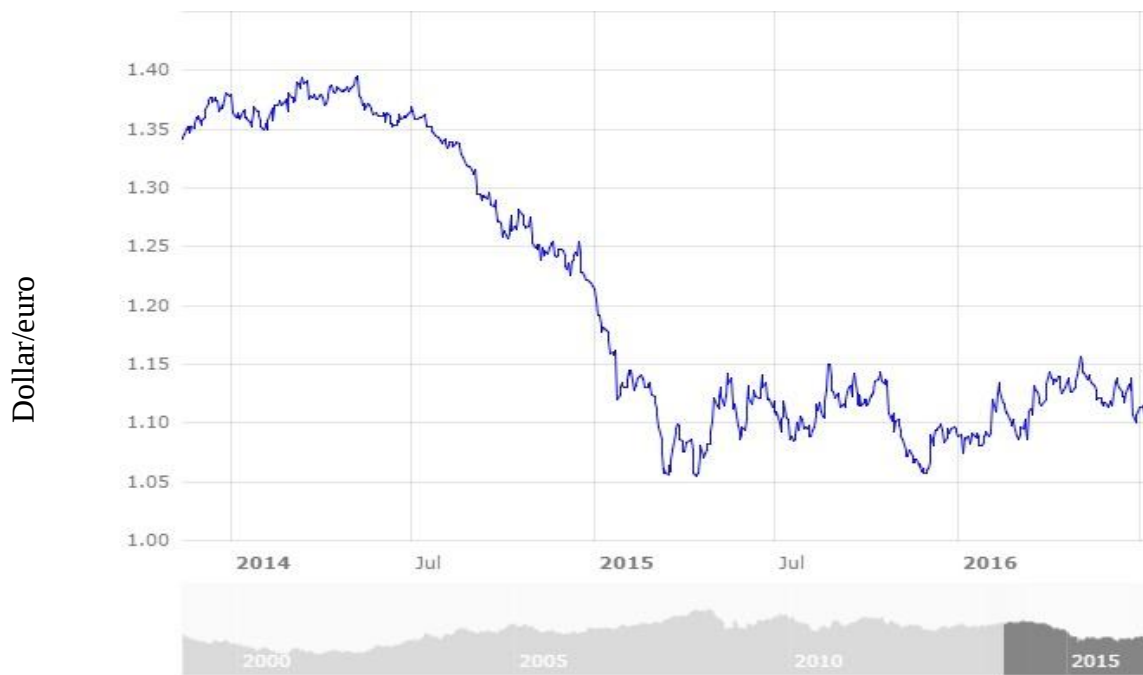


Figure 17: Taux de change dollar/euro janvier 2014-juin 2016. Source : ECB datawarehouse.

5.1.4. INFLATION

En ce qui concerne l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé, le tableau suivant montre un ralentissement constant de l'inflation. Face à cette situation, la BCE a donc introduit sa politique monétaire expansive et les taux négatifs depuis juin 2014. Cependant, l'inflation n'a cessé de baisser et la zone euro se retrouve d'ailleurs certains mois en déflation. Ce problème peut notamment s'expliquer par le prix des produits énergétiques qui sont en baisse en 2014 et 2015. La Belgique a une inflation plus marquée avec 0,6% en 2015 contre 0% en zone euro. Les dernières tendances montrent toujours une inflation plus forte en Belgique qu'en zone euro. Ceci est notamment dû aux produits énergétiques dont le coût a augmenté en partie à cause de l'augmentation de la TVA sur l'électricité et de la hausse des accises sur les boissons alcoolisées (Bureau Fédéral du Plan, 2016).

Une inflation plus élevée signifie également un taux d'intérêt réel plus bas. En effet, comme dit supra, le taux d'intérêt réel est égal au taux nominal diminué de l'inflation. Ceci aura une influence particulière sur les taux d'intérêt sur les comptes d'épargne puisque l'inflation rognera petit à petit l'épargne des citoyens belges et donc de leur pouvoir d'achat.

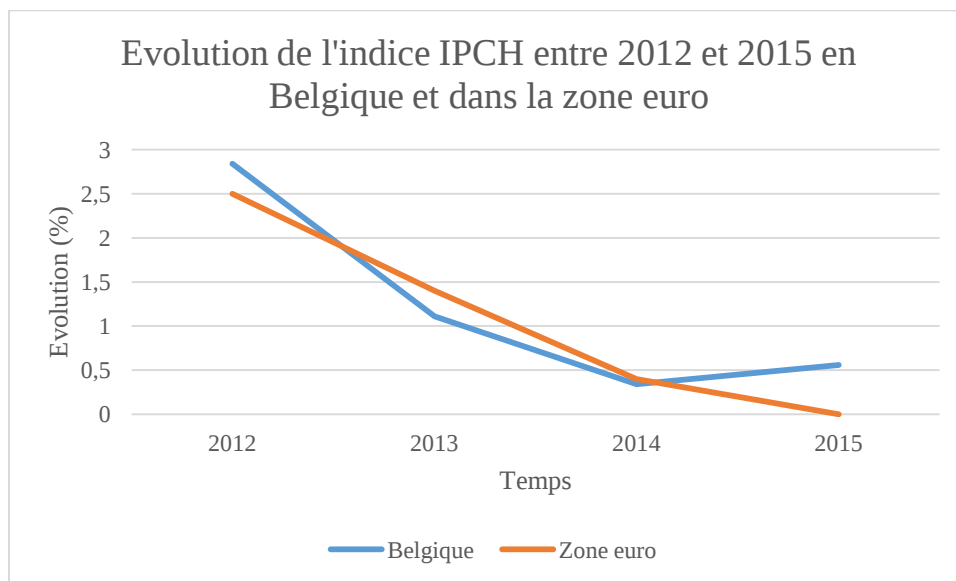


Figure 18: Inflation sur base annuelle en Belgique et en zone euro. Source : Banque Nationale de Belgique.

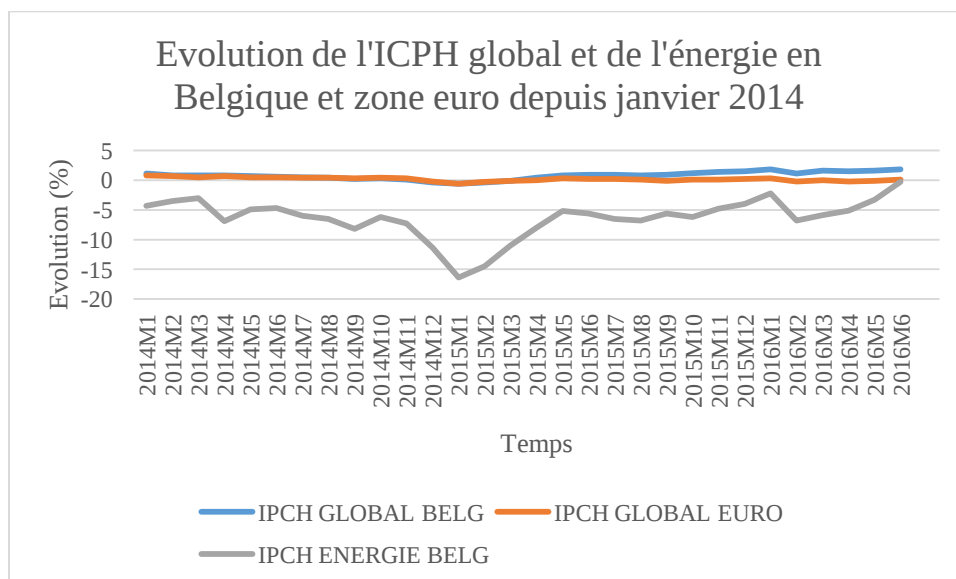


Figure 19: Inflation sur base mensuelle en Belgique et zone euro. Source : Banque Nationale de Belgique.

5.1.5. EVOLUTION DES TAUX DES OBLIGATIONS

En ce qui concerne la dette de l'Etat belge, l'ensemble des taux ont baissé avec la politique des taux d'intérêt négatifs mais également avec le programme d'achat de dette public organisé par la BCE réduisant l'offre disponible sur le marché secondaire. Comme le montre le tableau suivant, les taux à un et deux ans sont devenus négatifs durant le troisième trimestre 2014. Au deuxième trimestre 2016, les taux des obligations à six ans devenaient également négatifs.

Type de rendement/emprunt	Taux de référence des OLO (rendements basés sur une durée résiduelle fixe)									
Fréquence	Trimestrielle									
Temps	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
Durée résiduelle										
1 an	0,18	0,13	0	-0,03	-0,14	-0,18	-0,19	-0,29	-0,41	-0,49
2 ans	0,3	0,21	0,03	-0,02	-0,11	-0,15	-0,17	-0,27	-0,39	-0,46
3 ans	0,49	0,34	0,1	0,03	-0,08	-0,09	-0,11	-0,21	-0,34	-0,41
4 ans	0,78	0,54	0,23	0,11	-0,04	0	0,03	-0,1	-0,25	-0,34
5 ans	1,1	0,79	0,4	0,24	0,02	0,13	0,19	0,05	-0,13	-0,25
6 ans	1,37	1,02	0,59	0,39	0,1	0,27	0,36	0,21	0,01	-0,14
7 ans	1,62	1,26	0,81	0,56	0,21	0,42	0,53	0,38	0,17	0
8 ans	1,88	1,5	1,03	0,75	0,34	0,56	0,72	0,57	0,36	0,16
9 ans	2,13	1,75	1,26	0,94	0,47	0,7	0,91	0,76	0,54	0,33
10 ans	2,36	1,97	1,47	1,12	0,59	0,83	1,08	0,93	0,71	0,5

Figure 20: Taux de référence des OLO en fonction des années. Source : Banque Nationale de Belgique.

Comme le montre la figure 21, issue de la Banque Nationale de Belgique, l'ensemble des taux des obligations des pays de la zone euro suit la même tendance que la Belgique. Notons que

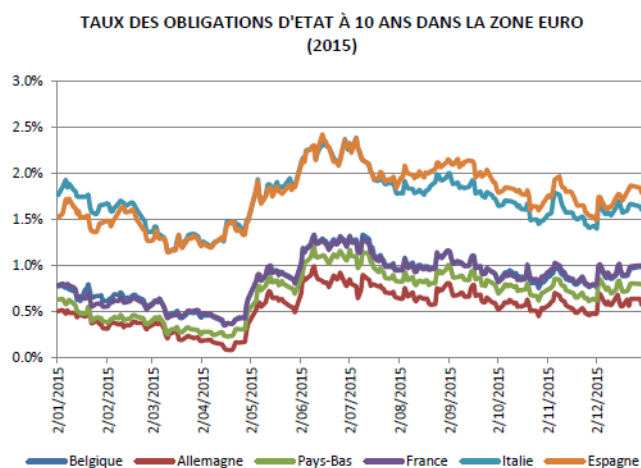
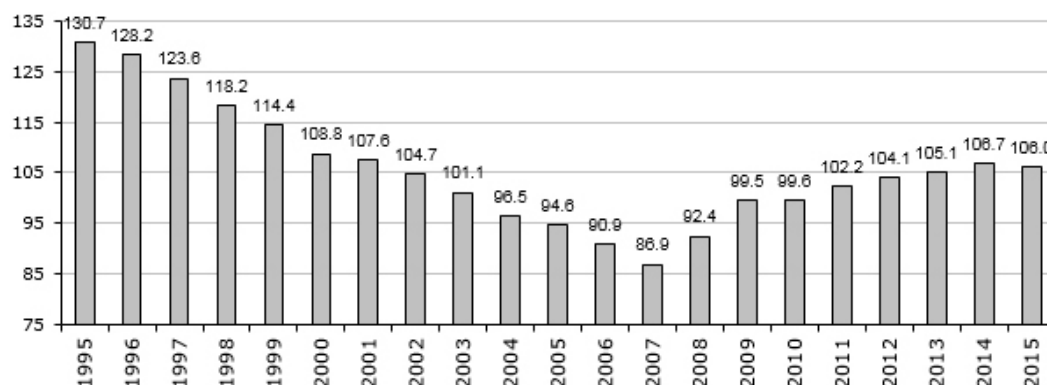


Figure 21: Taux des obligations d'état à 10 ans dans la zone euro (2015). Source : Banque Nationale de Belgique.

l'Espagne et l'Italie présentent des taux plus élevés étant donné la situation économique dans les deux pays.

Une des inquiétudes quant aux conséquences des taux d'intérêt négatifs est l'effet pervers conséquent à la baisse des taux d'emprunt pour les états. En effet, des taux très bas voire négatifs n'incitent pas les gouvernements à réduire leur dette et quand les taux sont négatifs, cela les encourage même à emprunter. Il y a donc une « désincitation à la discipline fiscale ». Les tableaux suivants montrent l'évolution de la dette belge depuis plusieurs années.

Evolution du taux d'endettement (en % du PIB - SEC 2010) :



Evolution des soldes primaire et de financement (en % du PIB - SEC 2010) :

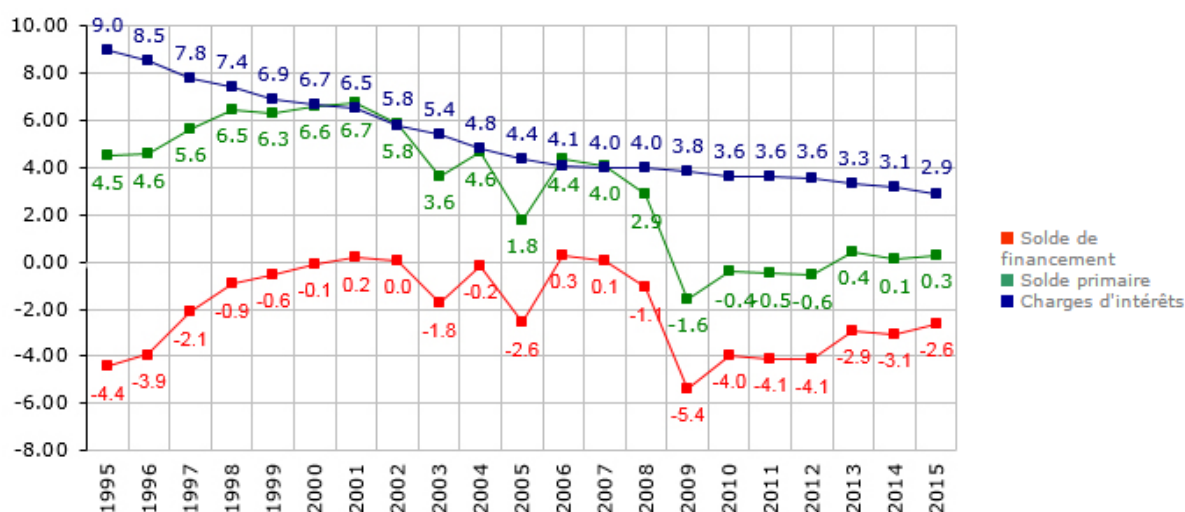


Figure 22: Evolution du taux d'endettement et des soldes primaires et de financement. Source : Agence de la dette de Belgique.

5.2. IMPACTS POUR LE SECTEUR BANCAIRE EN BELGIQUE

5.2.1. LE BILAN BANCAIRE

Pour bien comprendre la situation à laquelle sont confrontées les banques, il faut regarder la conception générale du bilan d'une banque.

Le bilan d'une banque reprend à l'actif l'ensemble de ses possessions et au passif l'ensemble de ses dettes. L'actif reprend les crédits, les actifs liquides et d'autres actifs. Les crédits comprennent les hypothèques, les prêts à la consommation, les crédits aux entreprises et aux pouvoirs publics. Les actions d'entreprises, les obligations d'Etat et d'entreprises ainsi que les créances interbancaires constituent les actifs liquides. Enfin, l'actif reprend d'autres éléments tels que les biens immobiliers, les dérivés et le goodwill. Ce dernier tente d'estimer des actifs immatériels tels que les brevets, le potentiel de croissance, la réputation, etc. Quant au passif, placé à droite du tableau, en font partie : les fonds propres et les fonds de tiers. Les fonds de tiers renvoient aux dépôts de la clientèle et bons de caisse ainsi qu'à divers instruments financiers tels que les dérivés, obligations émises, et le financement interbancaire (FEBELFIN, 2012) . Les fonds propres reprennent les capitaux propres et d'autres fonds. Les capitaux propres réunissent le capital, les primes d'émission et assimilées, le résultat d'exercice, les subventions d'investissement, les provisions réglementées et les réserves. D'autres fonds complètent les fonds propres tels que les produits d'émissions de titres participatifs et les avances conditionnées. Contrairement aux dettes, les fonds propres ne sont redevables à personne (Banque de France, 2010). Ils représentent une protection contre des pertes inattendues. C'est pourquoi ils sont soumis à des réglementations qui obligent les banques à détenir suffisamment de fonds propres en fonction des risques courant sur les actifs de chaque banque (Conseil Européen, 2015).

Le bilan d'une banque montre donc que des actifs à plus long terme et peu liquides sont financés par des dettes à plus court terme et moins liquides. Dès lors, les banques présentent un ratio de dette par rapport aux fonds propres élevé. Autre élément important : « les dettes sont, pour une partie significative des dettes à vue et remboursables au pair, c.à.d. à une valeur fixée par avance et tout à fait indépendante des conditions économiques, que celles-ci soient générales ou spécifiques à la banque » (Reding, 2016). Plus généralement, le faible ratio des fonds propres

par rapport aux fonds empruntés est facteur à la fois positif via la rentabilité de ses fonds propres ou l'effet *leverage*, et négatif puisqu'il rend la banque plus vulnérable (Reding, 2016).

La forme d'organisation des banques implique un partage de risque entre les actionnaires et les déposants. Les actionnaires supportent prioritairement la totalité du risque par les fonds qu'ils ont apportés. En cas de faillite, les déposants endurent le risque résiduel lorsque la valeur des actifs n'est pas suffisante pour couvrir les dettes (Reding, 2016). Notons que les dépôts auprès d'un établissement de crédit de l'Espace économique européen sont garantis par l'Etat à concurrence de 100 000€ (Service Public Fédéral Finances, 2016).

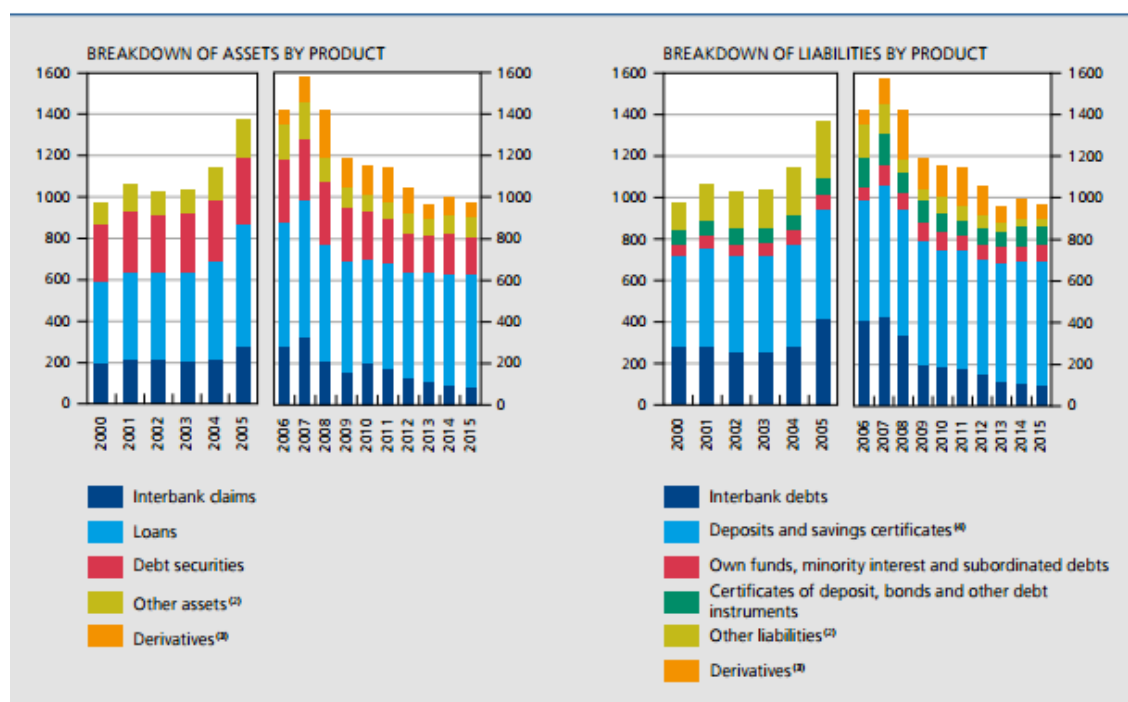
Actif	Passif
Crédits - Hypothèques - Prêts à la consommation - Crédits aux entreprises - Crédits aux pouvoirs publics	Fonds Propres - Capital - Réserves
Actifs liquides - Actions et obligations d'entreprises - Obligations d'Etat - Créances interbancaires	Fonds de tiers - Dépôt ➤ Dépôts de la clientèle ➤ Bons de caisse - Instruments financiers ➤ Dérivés ➤ Obligations - Financement sur le marché interbancaire
Autres actifs - Immobiliers - Dérivés - Goodwill	

Figure 23: Le bilan simplifié d'une banque. Source : Les banques et la société.

5.2.2. RÉDUCTION DE LA TAILLE DES BILANS

Après la crise, les banques présentes en Belgique ont entamé un vaste plan de réduction de leur bilan. La taille de l'ensemble des bilans est passé de 1714 milliards en juin 2008 à près de 970 milliards fin 2015 soit une réduction de près de 43% en un peu plus de sept ans. Il est cependant reparti à la hausse au premier quadrimestre 2016 pour atteindre 1012 milliards. Cette réduction résulte des accords avec la Commission Européenne acceptant des aides d'état en échange d'une réduction de la taille du bilan. Ces banques se sont reconcentrées sur le marché belge, si bien qu'en 2015, 77% de leurs actifs étaient en relation avec leurs activités en Belgique. Elles ont quand même gardé des activités sur quelques « marchés stratégiques » (Banque Nationale de Belgique, 2016).

CHART 7 BALANCE SHEET STRUCTURE OF BELGIAN CREDIT INSTITUTIONS ⁽¹⁾
(consolidated end-of-period data, in € billion)



Source : NBB.

(1) Data compiled in accordance with the Belgian accounting rules until 2005 (Belgian GAA²) and IAS/IFRS from 2006.

(2) "Other assets" mainly comprise balances with central banks, shares, tangible and intangible assets and deferred tax assets. "Other liabilities" are primarily short positions, liabilities other than deposits and debt securities, provisions and liabilities for defined benefit obligations. From the third quarter of 2014, liabilities linked to transferred assets are no longer recognised under "other liabilities", but are included under different items on the liabilities side.

(3) Derivatives are recorded at their market value including, from 2007, income receivable and expense payable.

(4) From the third quarter of 2014, savings certificates are no longer included in "deposits and savings certificates", but rank under "certificates of deposit, bonds and other debt instruments".

Figure 24: Structure du bilan des institutions de crédit belges. Source : Banque Nationale de Belgique.

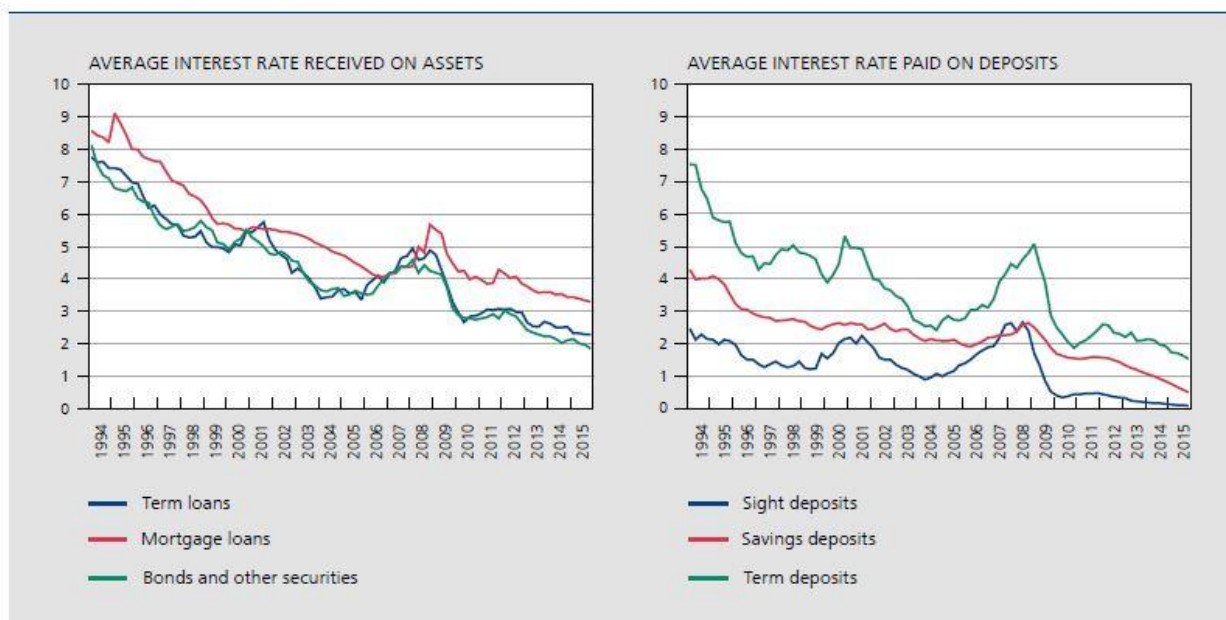
5.2.3. IMPACT DES TAUX NÉGATIFS SUR LE BILAN BANCAIRE

L'environnement des taux très faibles voire négatifs a un impact considérable sur le bilan des banques.

À l'actif, l'environnement de taux bas diminue le rendement des actifs. En ce qui concerne les actifs plus liquides, les créances interbancaires qu'elles détiennent à l'actif produisent des rendements négatifs, les obligations d'Etat affichent des taux d'intérêt historiquement bas voire négatifs sur des maturités allant parfois jusqu'à dix ans dans le cas allemand et les obligations d'entreprises offrent aussi de moins en moins de gains en rapport avec l'investissement. Les crédits accordés par les banques voient également leur rémunération descendre à des taux encore jamais vus. Par conséquent, les banques doivent répercuter ces baisses de rendements sur leur passif en diminuant les taux d'intérêt moyens payés sur le passif. Les banques doivent réduire leur coût de financement car la marge d'intermédiation c'est-à-dire la différence entre les intérêts payés au passif et les intérêts reçus à l'actif (Colmant, 2014) est mise sous pression.

Les graphiques suivants montrent l'évolution des taux d'intérêt moyens reçus et versés sur différents types d'actifs et de dépôts. Les courbes suivent toutes une tendance décroissante depuis plusieurs décennies mais les taux actuels sont à des niveaux inégalés.

CHART 16 IMPLICIT YIELDS ON ASSETS AND DEPOSITS ⁽¹⁾
(non-consolidated data, in %)



Source: NBB.

(1) Implicit yields are calculated as the ratios between the 12-month cumulative flows of interest actually received and paid and the average volume of corresponding assets or liabilities during the same period.

Figure 25: Taux d'intérêt moyens reçus à l'actif et payés sur les dépôts par les banques. Source : Banque Nationale de Belgique.

Le taux d'intérêt moyen au passif baisse cependant plus rapidement qu'à l'actif. En effet, les banques ont préféré réduire leurs avoirs relativement peu ou moins rentables. Notamment, les prêts interbancaires ont baissé de volume comme le montrait le graphique de l'évolution des bilans des banques belges depuis l'an 2000. Naturellement, le taux d'intérêt moyen a augmenté avec le désinvestissement dans ces actifs.

A la lumière de ce qui a été dit sur la réduction de la taille du bilan, voyons comment les banques s'adaptent à la diminution des taux d'intérêt. Au niveau de l'actif, l'intérêt est de voir ce que les banques financent et dans quels segments elles investissent dans un contexte de taux particulièrement très bas. Pour le passif, la question est de savoir comment se financer à moindre coût afin d'obtenir une marge d'intermédiation suffisamment grande pour améliorer la rentabilité des banques. Afin d'atteindre cet objectif, nous nous baserons principalement sur le Financial Stability Report 2016 et le Rapport 2015 de la Banque Nationale de Belgique. Nous suivrons la

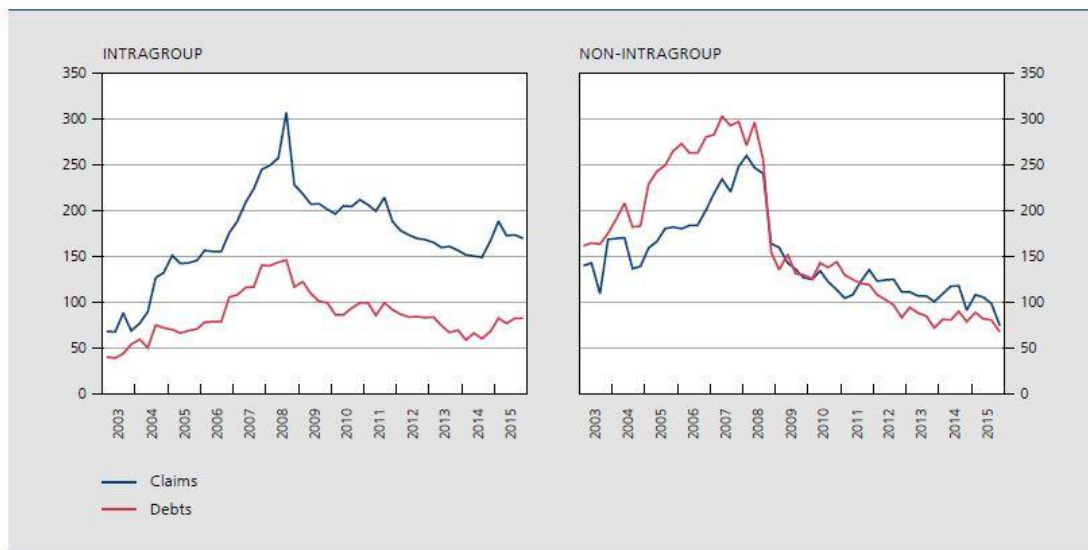
trame méthodologique de ces rapports mais nous actualiserons les données avec les statistiques disponibles de la Banque Nationale de Belgique.

5.2.3.1. EXPOSITION AUX AUTRES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

Les échanges interbancaires ont considérablement diminué depuis le début de la période de restructuration des bilans des banques belges. L'entrée en vigueur d'une nouvelle régulation de la Banque Nationale de Belgique sur les fonds propres des institutions financières et des fonds d'investissements ont également participé à la diminution de l'utilisation de ces opérations. Après un pic à 321 milliards d'euros, l'exposition des banques belges aux institutions étrangères est passée à seulement 82 milliards en 2015. Les principales banques étrangères détenant des titres des établissements de crédits sont situées en France, aux Etats-Unis, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en Allemagne.

L'analyse plus approfondie des bilans montre que les banques membres d'un grand groupe financier sont prêteuses nettes aux autres filiales de leur groupe.

CHART 9 CROSS-BORDER INTERBANK INTRAGROUP AND NON-INTRAGROUP POSITIONS
(data on a territorial basis, in € billion)



Source: NBB.

Figure 26: Positions interbancaires intra-groupe et extra-groupe. Source : Banque Nationale de Belgique.

5.2.3.2. EXPOSITION AU SECTEUR PUBLIC

Les banques sont restées constantes dans leurs achats en titres de dettes souveraines depuis 2007. La composition des portefeuilles a toutefois profondément changé durant la période. Entre 2007 et 2012, les banques ont augmenté leur participation dans la dette belge et ont réduit leurs investissements dans leur exposition aux pays étrangers. Depuis 2012 cependant, les banques ont changé de cap et ont commencé à acheter proportionnellement plus de titres des pays de la périphérie de la zone euro, notamment en Italie et en Espagne. En 2015, les achats de titres italiens, grecs, espagnols, portugais et irlandais représentaient ensemble environ 20 milliards d'euros. Quant aux achats d'obligations à taux faibles telles les allemandes, françaises, autrichiennes, finlandaises et néerlandaises, ils se sont élevés à 49 milliards en 2015. En 2015, les banques ont acquis 55 milliards d'obligations belges. L'ensemble des dettes du secteur public belge représente toujours la moitié de l'exposition du secteur bancaire belge au secteur public.

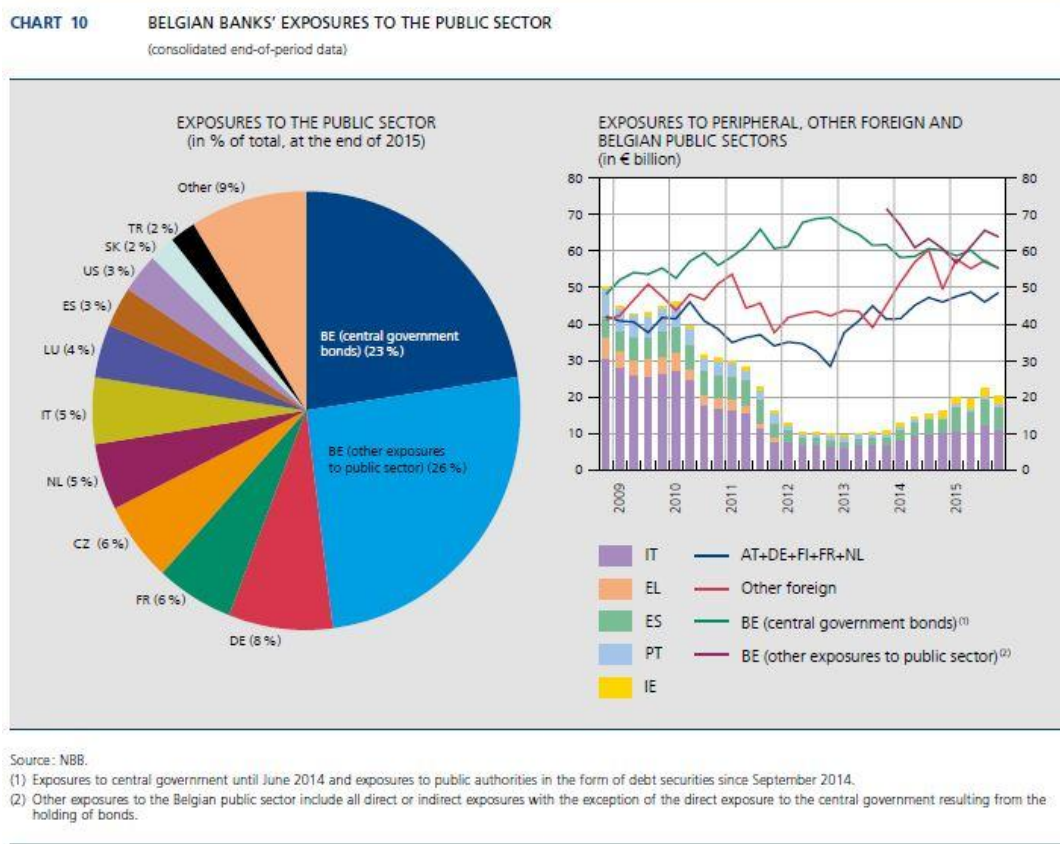


Figure 27: Exposition des banques belges au secteur public. Source : Banque Nationale de Belgique.

5.2.3.3. EXPOSITION AU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER

En 2015, les prêts au secteur privé non financier ont atteint 479 milliards d'euros, ce qui représente à peu près la moitié de la taille de leur bilan. Parmi ces prêts, 213 milliards étaient destinés aux entreprises non financières et le restant, soit 265 milliards aux ménages.

Dans le contexte de réduction de la taille des bilans, les banques belges ont diminué leurs investissements dans les prêts aux entreprises étrangères, passant de 216 milliards en 2007 à seulement 91 milliards en 2015. Les prêts aux ménages étrangers ont quant à eux proportionnellement été moins touchés par ces réductions. Ils ont même augmenté en 2015 d'environ deux milliards, pour atteindre un total de 58 milliards d'euros prêtés. Par conséquent, les banques sont plus exposées au secteur privé non financier belge. En 2015, les prêts ont augmenté de 17 milliards sur base consolidée pour atteindre 330 milliards. Cette augmentation vient principalement des prêts aux ménages qui ont progressé de 12 milliards alors que les prêts aux sociétés non financières n'ont augmenté que de 5 milliards. Cet accroissement de prêts aux particuliers n'est pas anodin. En effet, les taux particulièrement bas ont provoqué un boom de la demande d'hypothèque. Entre juin 2014 et fin 2015, environ 50 milliards ou 30% des crédits hypothécaires ont été renégociés. Ils l'ont été à hauteur de 13 milliards via une autre banque et 37 milliards grâce à la banque d'origine. Vu la perspective d'une remontée des taux à moyen terme, ces nouveaux prêts ont été souscrits par les clients à taux fixe afin de profiter à moyen et long terme des taux bas.

5.2.3.3.1. LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

Entre 2007 et 2015, l'encours des crédits aux entreprises non financières a augmenté de près de 20%. Sur les derniers trimestres, les résultats sont mitigés. En effet, le flux trimestriel net des crédits bancaires aux entreprises est passé plusieurs fois en négatif depuis 2014. Cependant, les derniers résultats montrent que les deux derniers trimestres de 2015 ont vu une forte poussée de la demande de crédits. Au premier trimestre 2016, l'encours des crédits a atteint 135 milliards d'euros. Selon le porte-parole de la FEBELFIN, Monsieur Rodolphe de Pierpont : « Les faibles taux d'intérêt se manifestent maintenant, les entrepreneurs font davantage appel au crédit bancaire. En outre, si l'on compare avec les premiers trimestres des années précédentes - depuis

le démarrage de notre baromètre des crédits en 2009 -, le nombre de refus de crédit n'a encore jamais été aussi bas qu'au premier trimestre de 2016 » (FEBELFIN, 2016).

Par rapport au même trimestre de l'année précédente, le premier trimestre 2016 montre une augmentation de 3,5% des crédits demandés par les entreprises non financières et une croissance de 10,2%. L'évolution reste positive puisqu'au dernier trimestre 2015, la demande avait augmenté de 4,3% et le montant de 30,8% comparé au troisième trimestre 2014.

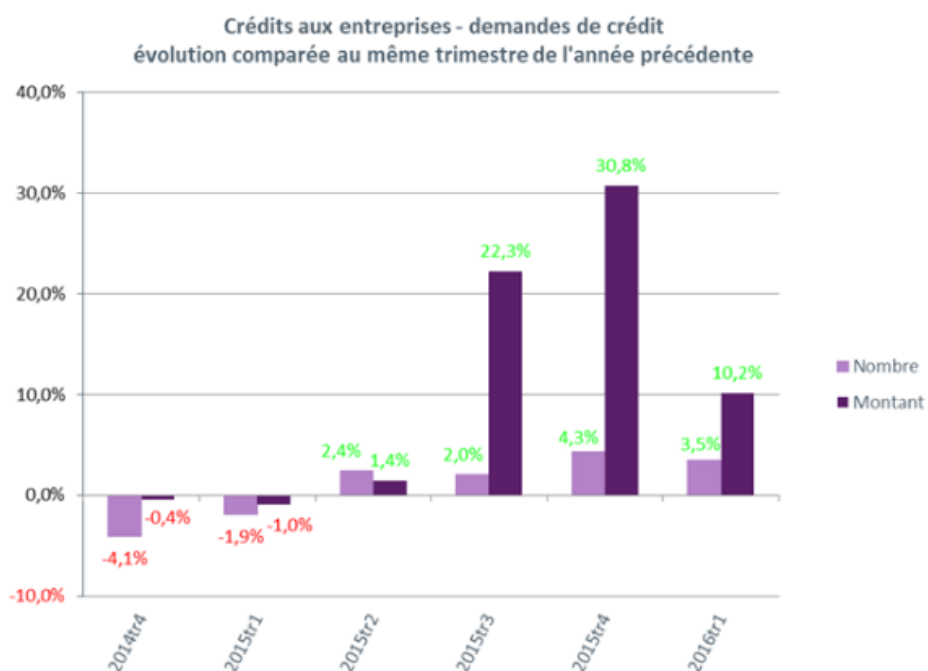


Figure 28: Crédits aux entreprises – demandes de crédit (évolution comparée au même trimestre de l'année précédente). Source : FEBELFIN

Cette hausse de la demande peut être expliquée par les taux historiquement bas auxquels les entreprises peuvent obtenir des crédits. Également, l'augmentation des investissements des entreprises en 2015 dopés par les taux bas a favorisé la demande de crédits.

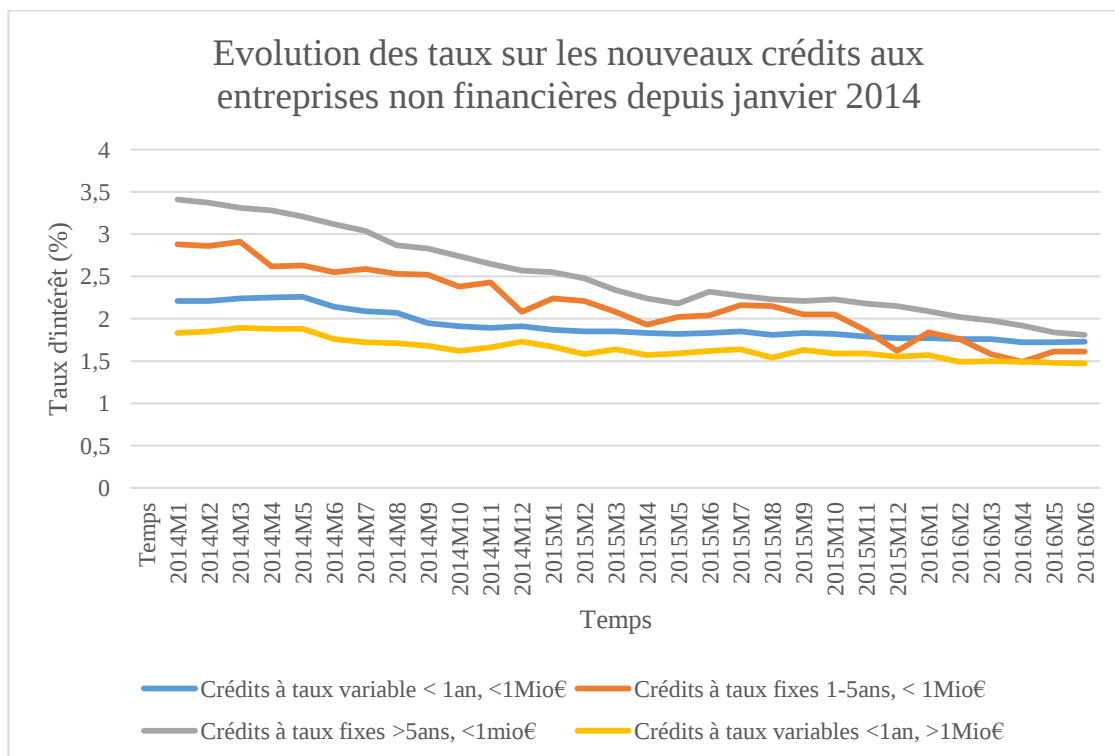


Figure 29: Evolution des taux sur les nouveaux crédits aux entreprises non financières depuis janvier 2014. Source : Banque Nationale de Belgique.

Quant à l'octroi de crédits, il reste stable avec un faible repli de 0,1% au premier trimestre 2016 mais les montants accordés sont en hausse de 13%. Les derniers trimestres de 2015 se sont révélés également extrêmement positifs avec une augmentation de 2,6% des octrois et une hausse de 30,6% des montants accordés au dernier trimestre.

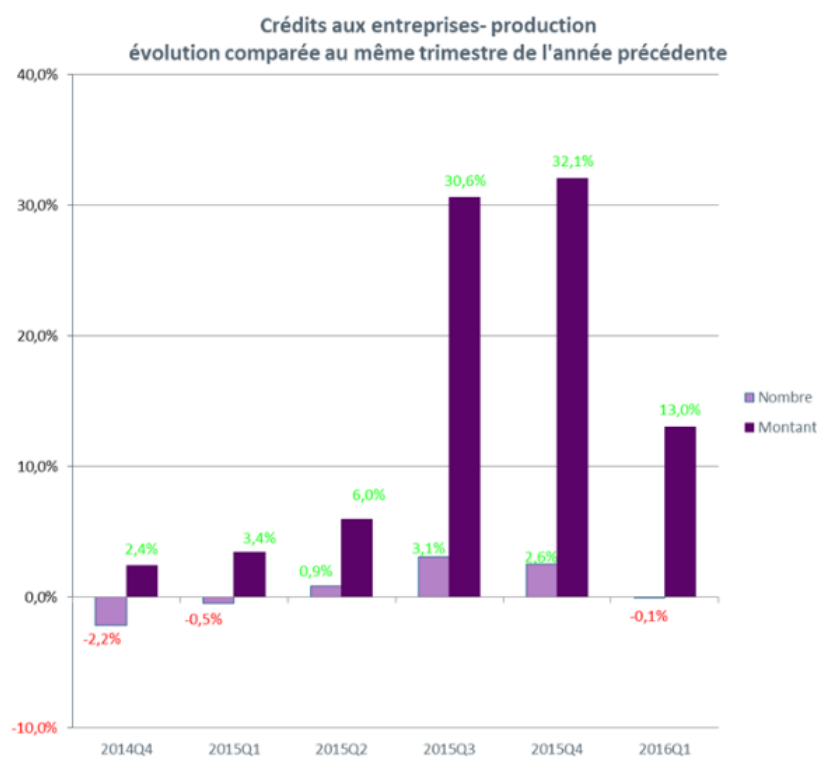


Figure 30: Crédits aux entreprises – production (évolution comparée au même trimestre de l'année précédente). Source : FEBELFIN

Ces évolutions montrent une augmentation plus rapide des montants accordés que des montants demandés. L'indice du degré de refus de crédit est d'ailleurs à son plus bas niveau depuis 2009.

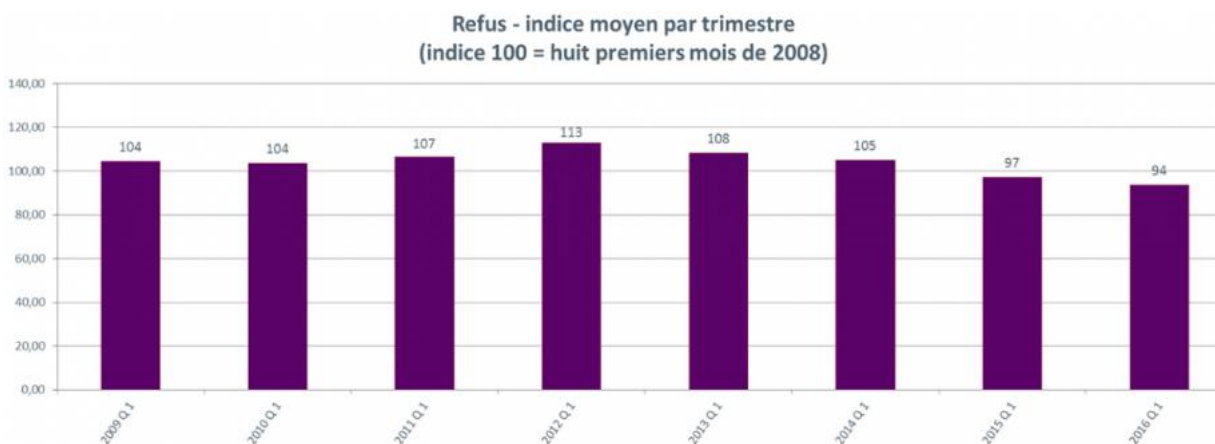


Figure 31: Refus de crédits – Indice moyen par trimestre. Source : FEBELFIN.

Ceci peut être expliqué par l'assouplissement des conditions d'octroi de crédit. En effet, le *Bank Lending Survey* montre un assouplissement léger des conditions d'octroi de crédit pour les

quatre plus grandes banques belges. De nombreux facteurs expliquent cet assouplissement des critères d'octroi des crédits en Belgique mais ce rapport montre également que la durée est à partir du deuxième trimestre 2016 un facteur durcissant légèrement les conditions d'octroi. Ceci démontre une volonté des banques de ne pas octroyer des crédits aux entreprises non financières de trop longue durée craignant une remontée des taux dans le futur.

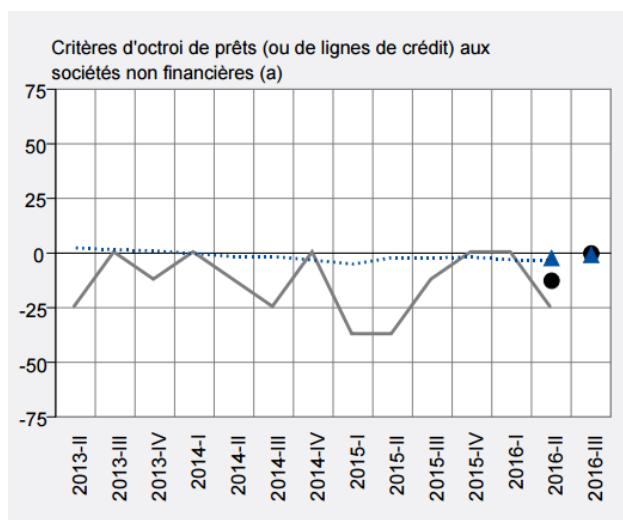


Figure 32: Critères d'octroi de prêts (ou lignes de crédit) aux sociétés non financières. Source : Banque Nationale de Belgique

Notice méthodologique du Bank Lending Survey

=% d'institutions déclarant un durcissement sensible *1

+ % d'institutions déclarant un durcissement léger *0,5

- % d'institutions déclarant un assouplissement léger *0,5

- % d'institutions déclarant un assouplissement sensible *1

--- résultats observés en Zone euro

— résultats observés en Belgique

Formes : résultats attendus

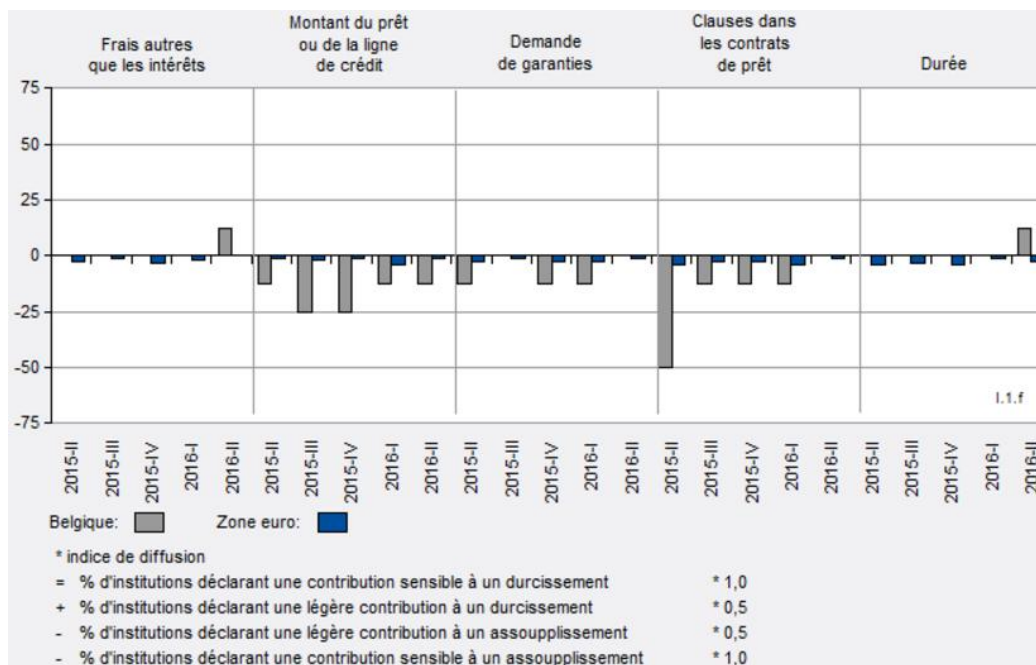


Figure 33: Résultats de l'enquête Bank Lending Survey concernant les conditions d'attribution de prêts appliquées par l'établissement de crédits aux sociétés non financières. Source : Banque Nationale de Belgique.

5.2.3.3.2. LES MÉNAGES

Les ménages ont également profité des taux bas pour contracter de nouveaux engagements financiers. Ceux-ci se sont principalement manifestés par une hausse de la demande de crédits hypothécaires mais également de crédits à la consommation.

Les chiffres de 2015 montrent une légère diminution de 0,7% du nombre de contrats de crédits en cours avec un passage de 11 325 503 contrats en 2014 à 11 248 748 en 2015. Ces contrats étaient détenus par 6 231 065 emprunteurs. Cependant, un peu plus de 1 600 000 nouveaux contrats ont été enregistrés durant cette année, la demande de crédits hypothécaires ayant fortement augmentés, surtout au premier semestre 2015. Ceci est en partie expliqué par la demande de refinancement interne des contrats qui sont enregistrés comme nouveaux contrats par la Centrale des crédits aux particuliers. Les nouveaux crédits hypothécaires représentaient 621 326 nouveaux contrats durant année, soit une augmentation de 40% comparé à l'année précédente et 110,8% avec 2014. En effet, les ménages ont largement refinancé leurs contrats profitant des faibles taux d'intérêt. Selon les chiffres de la Banque Nationale de Belgique, cette tendance s'est surtout marquée durant les deux derniers trimestres de 2014 et les deux premiers

de 2015. Les nouveaux crédits destinés à refinancer un crédit existant représentaient respectivement 47,4% et 37,5% des nouveaux crédits hypothécaires aux premier et deuxième trimestres 2015.

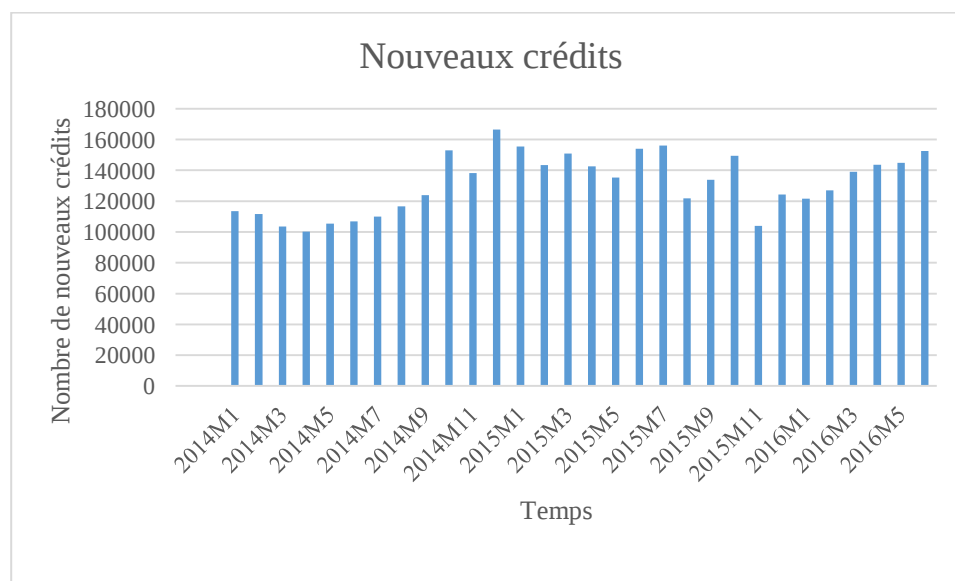


Figure 35: Nombre de nouveaux crédits. Source : Banque Nationale de Belgique.

Unité		Nombre (milliers)								
Item		Demandes introduites pour un crédit hypothécaire								
Fréquence		Trimestrielle								
Temps		2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Destination										
Total		68,8	71,3	77,4	91,1	75,5	96,6	66,8	72,4	79,8
Total	Achat	41,3	43,6	46,1	49,3	41,7	53,4	40,1	45,2	44,6
	Construction	8,1	8,5	9,7	11,5	7,5	11,6	7	8	10,3
	Transformation	15,6	15,6	17,8	26,3	22,5	27,6	16,4	15,5	20,6
	Achat et transformation	3,8	3,6	3,8	4	3,8	4	3,3	3,7	4,3
Autre but immobilier		3,2	3,7	4,6	5,8	5,4	8,4	4,6	4,6	6,1
Refinancement d'un crédit existant		6,1	7,9	21,1	43,9	35,8	36,3	14,4	12	18,2

Figure 34: Demandes introduites pour un crédit hypothécaire par les ménages. Source : Banque Nationale de Belgique.

Notons que ces évolutions ne sont pas seulement dues aux taux d'intérêt mais également aux anticipations des clients aux changements dans la fiscalité dans différentes régions du pays, notamment les modifications du bonus-logement en Wallonie et en Région Bruxelloise ainsi que la modification de la fiscalité sur la transformation des logements.

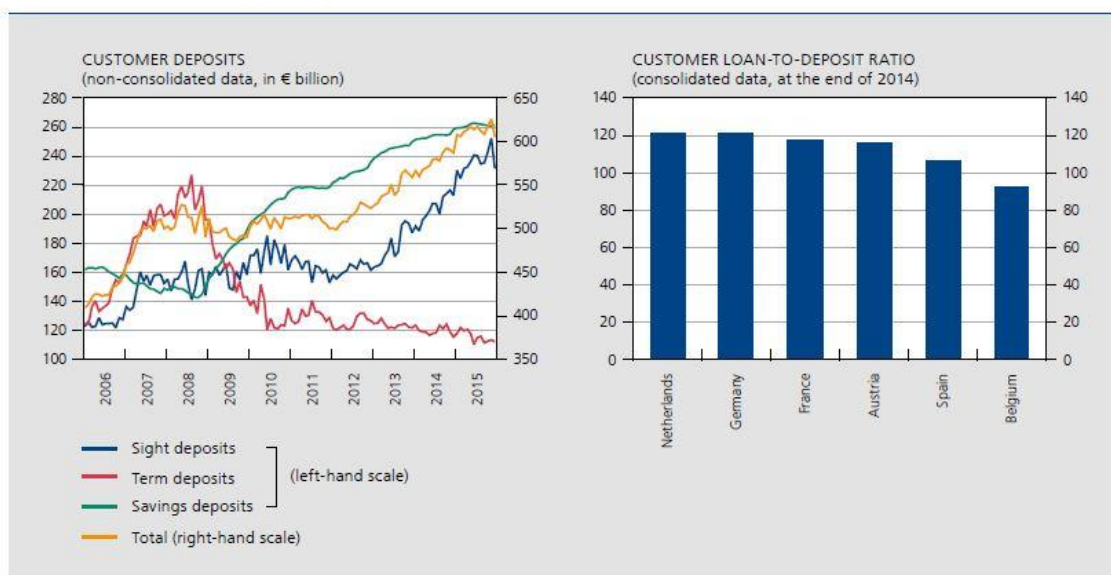
Un autre changement marquant dans les données de la Centrale des crédits aux particuliers est la baisse de la durée des crédits hypothécaires. En trois ans, elle a enregistré une baisse de la part des crédits hypothécaires à plus de 25 ans passant de 19% à 5,2%.

5.2.3.4. FINANCEMENT

5.2.3.4.1. RÉPARTITION DES TYPES DE FINANCEMENT

En parallèle avec la restructuration de leur bilan, les banques ont dû revoir leurs modes de financement. L'évolution du passif montre une augmentation de la part des dépôts du secteur privé non financier depuis 2008. Les ménages et les entreprises non financières représentaient plus de 50% du passif des banques fin 2015 contre 28% en 2008. En volume, l'ensemble des dépôts s'élevaient à un peu plus de 626 milliards d'euros pour un passif total de 1092 milliards. En mai 2016, ces dépôts représentaient 56,2% du passif total. Les banques ont donc de moins en moins recours aux titres de créance qu'aux dépôts pour se financer.

CHART 14 BREAKDOWN OF BELGIAN BANKS' CUSTOMER DEPOSITS AND COMPARISON OF CUSTOMER LOAN-TO-DEPOSIT RATIOS WITH EUROPEAN PEERS⁽¹⁾



Sources: ECB, NBB.

(1) The customer loan-to-deposit ratio is calculated by dividing total loans to all counterparties except credit institutions and central banks by total deposits from the same counterparties.

Figure 36: Ventilation des dépôts des clients de banques belges et comparaison du ratio customer loan-to-deposit avec les équivalents européens. Source : Banque Nationale de Belgique.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Passif Total	1190	1151	1147	1049	961	996	970
Sources de financement total	913	849	816	784	759	783	786
dont							
- Dépôts retail	283	300	304	321	334	334	340
- Obligations sécurisées						17	21
- Asset-backed securities						5	6
Regulatory liquidity ratio (en %)	102	78	83	69	73	80	-
Ratio de liquidité à court terme (en %)	-	-	-	-	-	-	137
(<i>Liquidity coverage ratio – LCR</i>)							
Customer Loan-to-deposit ratio (en %)	90	90	90	92	92	93	91

Figure 37: Aperçu de la structure de financement des banques belges et ratio de liquidité dans le temps. Source: Banque Nationale de Belgique.

Concernant les dépôts des ménages, le montant total des avoirs en banque des particuliers n'a cessé de croître depuis 2008. Ceux-ci détenaient près de 340 milliards d'euro fin 2015 contre 334 milliards fin 2014. Une grande partie des dépôts des ménages belges se trouvent sur des comptes d'épargne réglementés dont les premiers 1880€ d'intérêts sont exemptés d'impôts s'ils sont déposés dans des institutions financières établies en Belgique (SPF Finances, 2016). Malgré les faibles taux, les Belges ont continué de déposer leur épargne sur ces comptes. Le volume de ces comptes n'a cessé de se gonfler même si un ralentissement de la croissance est à noter en 2015. Fin 2015, ils rassemblaient un peu plus de 261 milliards d'euros contre près de 150 milliards en 2008. Les comptes d'épargne réglementés ont donc affiché une croissance de 74% sur ce laps de temps. En mai 2016, les comptes d'épargne réglementés atteignaient un peu plus de 263 milliards d'euros.

Cette tendance à se financer par les dépôts a un impact positif sur les coûts de financement. En effet, avec la baisse générale des taux, les banques ont récemment diminué leurs taux de rémunération des comptes d'épargne à des niveaux très bas¹³.

Banque	Taux de l'intérêt de base	Prime de fidélité	Total
BNP PARIBAS FORTIS	0,01%	0,10%	0,11%
BELFIUS	0,01%	0,10%	0,11%
ING	0,01%	0,10%	0,11%
KBC	0,01%	0,10%	0,11%

Figure 38: Taux d'intérêt sur les comptes d'épargne réglementés dans les quatre plus grandes banques belges. Source: Guide-épargne.be

Les comptes à vue représentent également une bonne part du financement des banques. Alors qu'ils ne représentaient qu'un peu moins de 144 milliards fin 2008, les dépôts à vue s'élevaient à 234 milliards à la fin de 2015. En mai 2016, la tendance se poursuit puisqu'ils rassemblaient presque 259 milliards.

¹³ La législation sur ces taux fait l'objet de discordes entre les banques et le gouvernement. Ce thème sera abordé plus loin dans cette partie.

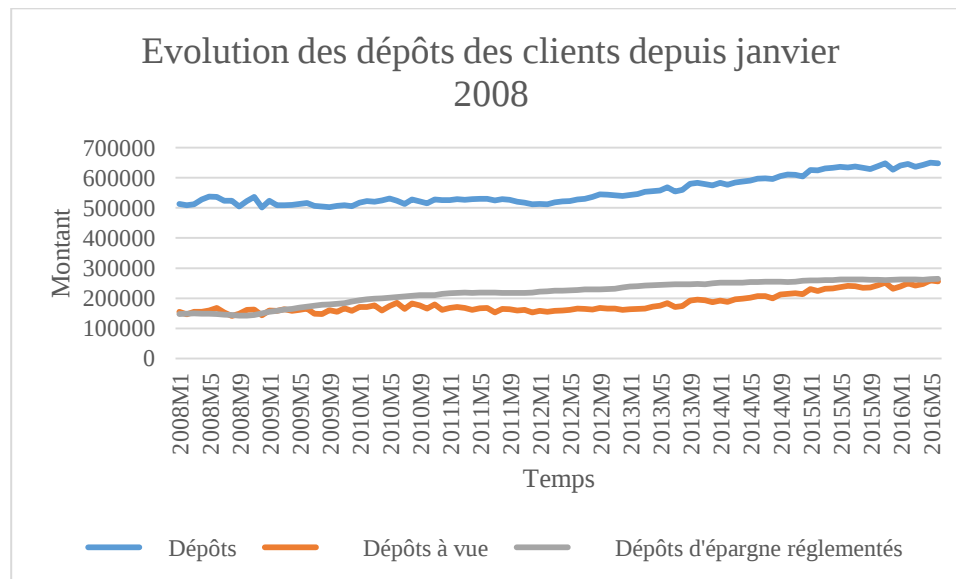


Figure 39: Evolution des dépôts des clients depuis janvier 2008. Source : Banque Nationale de Belgique.

Les courbes de dépôts sur les différents types de compte montrent un changement de comportement des clients. Alors qu'en 2008, les comptes d'épargne et les comptes à vue réunissaient plus ou moins les mêmes montants, les comptes d'épargne ont vu leur montant augmenter dans les années qui ont suivi. Dans le même temps, les dépôts à vue ont stagné voire diminué. Cependant, avec la diminution des taux sur les comptes d'épargne, les clients ont eu moins d'incitants à mettre l'argent sur leur compte d'épargne et la différence entre les deux courbes tend à se rétrécir depuis 2012. Fin 2015, les comptes d'épargne n'avait que 20 milliards en plus comparés aux comptes à vue.

Ce financement par les dépôts des ménages et entreprises permet de financer parfaitement les prêts. En effet, le ratio *loan-to-deposit*¹⁴ des banques en Belgique est de 90% en 2015. Comparé aux ratios d'autres pays européens, les banques belges présentent le taux le plus bas.

Malgré une forte diminution du financement via des opérations de marché, les banques continuent à recevoir de l'argent via les marchés. La principale différence dans ce type de financement se situe au niveau des prêts interbancaires. Fin 2015, ils s'élevaient encore à près de 175 milliards alors qu'ils représentaient plus de 400 milliards d'euros. Il est étonnant de voir que

¹⁴ Ce ratio divise la somme totale des prêts par la somme totale des dépôts

les banques ne se financent pas plus via ce type d'opérations vu les taux négatifs qu'elles présentent.

Le financement par émission de titres de dettes est aussi de moins en moins utilisé : il s'élevait à 99 milliards d'émission de nouveaux titres de dettes contre 104 l'année précédente. L'émission de dette ne finance que 13%, ce qui est relativement peu, en comparaison avec d'autres pays européens. L'explication vient du fait que ce type de financement est proportionnellement plus cher que les autres moyens de financement. Il faut aussi noter que les taux particulièrement bas ne valent que pour les nouvelles émissions tandis que les évolutions dans les taux d'intérêt des carnets de dépôt impactent l'ensemble de l'argent déposé.

A la fin de l'année 2015, le coût moyen de financement prenant en compte les intérêts des dettes et derivatives était estimé à environ 1,2%.

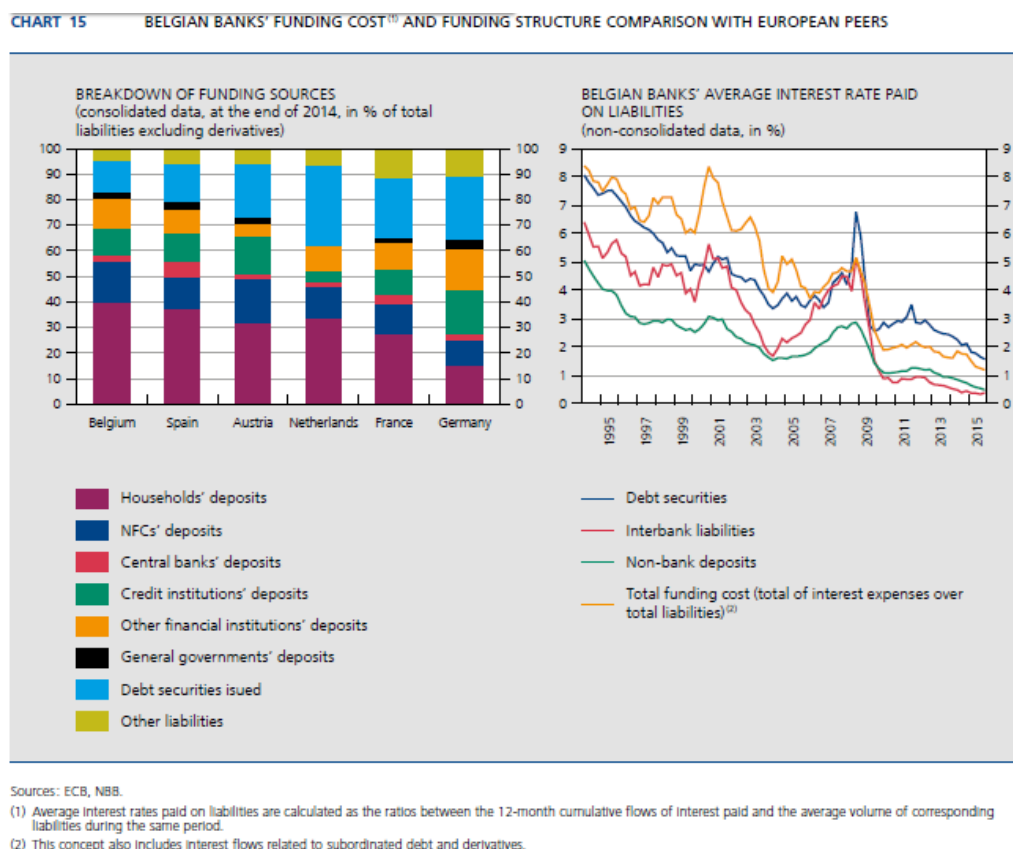


Figure 40: Structure des coûts et du financement des banques belges en comparaison avec leurs homologues européennes. Source : Banque Nationale de Belgique.

5.2.3.4.2. LOI BELGE SUR LES COMPTES D'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉS

Cependant, les taux ne peuvent pas baisser infiniment. En effet, en Belgique, les comptes d'épargne sont soumis aux conditions de l'article 2 de l'Arrêté royal d'exécution du Code d'impôt sur les revenus 1992 (AR/CIR 92) du 27 août 1993. L'article 2 de cet Arrêté énonce en son quatrième alinéa :

« La rémunération des dépôts d'épargne comporte obligatoirement mais exclusivement :

- Un intérêt de base ; et
- Une prime de fidélité » (4°, a))

Le point b de ce même alinéa stipule également :

« Un intérêt débiteur ne peut être demandé au titulaire d'un dépôt d'épargne. » (4°,b)

Cette phrase traduit donc l'interdiction pour les banques d'établir un intérêt négatif sur les comptes d'épargne réglementés.

Outre ce taux plancher, la loi définit une borne supérieure pour les taux de base de ces carnets de dépôts :

« le taux de l'intérêt de base alloué par un établissement aux dépôts d'épargne qu'il reçoit ne peut excéder le plus haut des deux taux suivants :

- 3 pct;
- le taux des opérations principales de refinancement de la Banque centrale européenne applicable le dix du mois qui précède le semestre calendrier en cours. » (4°,c, alinéa 1)

De là, la loi définit également une limite supérieure et inférieure pour les primes de fidélité. Cet article précise au point c) alinéa 3 :

« Sans préjudice de la disposition sub littera infra, le taux de la prime de fidélité offert ne peut :

- dépasser 50 pct du taux maximum de l'intérêt de base visé à l'alinéa 1er. Si ce pourcentage n'égale pas un multiple d'un dixième de pour cent, le taux maximal de la prime de fidélité est arrondi au dixième de pour cent inférieur;

- être inférieur à 25 pct du taux de l'intérêt de base offert. Si ce pourcentage n'égale pas un multiple d'un dixième de pour cent, le taux minimum de la prime de fidélité est arrondi au dixième de pour cent inférieur; »

Le taux minimal légal pour la prime de fidélité est donc calculé à partir du taux de base fixé par la banque. Selon l'interprétation du ministre des Finances Jan Van Overtveldt (L'Echo, 2016), un taux d'intérêt minimal positif doit être offert aux clients. En ce qui concerne le taux de base, le minimum qu'une banque doit donner à ses clients est 0,01% suivant cette explication. Quant à la prime de fidélité, elle doit être inférieure à 25% du taux de base mais elle doit être égale à un multiple d'un dixième de pour cent. La banque doit donc prendre le plus petit multiple positif d'un dixième de pour cent c'est-à-dire 0,10%. Le taux minimal qu'une banque peut donner à ses clients est donc la somme du taux de base et de la prime de fidélité c'est-à-dire 0,11%.

Cette interprétation est cependant contestée par certains juristes. En effet, beaucoup critiquent l'interprétation du taux minimal de base. La loi ne stipule pas qu'un intérêt positif doit être offert aux clients tant pour le taux de l'intérêt de base que pour la prime de fidélité. Ces deux taux pourraient donc, d'après eux, tout aussi bien être égaux à 0%. Le ministre a répondu à ces critiques en expliquant que par « rémunération », il convient de comprendre « rémunération effective ». Cependant, la discorde continue sur l'interprétation du 0,10% pour la prime de fidélité. Pour certains juristes, une prime de fidélité à 0%, jointe à un taux de base de 0%, serait tout à fait légale car un quart de 0% égale 0 et ce chiffre est bien le dixième de pour cent inférieur. Cette démonstration resterait vraie dans le cas où le taux de l'intérêt de base serait fixé à 0,01% (L'Echo, 2016).

De plus, la discorde autour de cette loi ne s'arrête pas là. Voyant leur marge d'intermédiation se rétrécir, certaines banques réclament la suppression du plancher de 0,11 imposé par la loi sur les comptes d'épargne réglementés. Le ministre Van Overtveldt leur a répondu en disant : « L'inflation en Belgique est la plus importante de l'Union européenne. Les gens perdent déjà suffisamment d'argent avec des taux bas. Nous ne voulons pas renforcer cette tendance » (Trends Tendances, 2016).

Notons enfin que si une banque ne respecte pas les exigences légales, les intérêts de ce compte d'épargne ne seront plus exonérés de précompte mobilier. Selon la FSMA, la banque a deux mois pour avertir le client du passage de son compte réglementé à un compte non réglementé (L'Echo, 2016). Dans le contexte actuel, ce problème n'en serait plus un. En effet, selon l'Arrêté précédemment cité, «la prime de fidélité est allouée sur les dépôts restés inscrits sur le même compte durant douze mois consécutifs » (art 2, 4°, b), al. 5). Le client ne peut donc faire de mouvement sur son argent pendant un an pour pouvoir toucher sa prime de fidélité, ce qui serait rarement observé. Le client a donc droit à un taux de 0,01% augmenté d'une prime de 0,10% sur l'argent qui n'aura pas bougé. « Autant dire rien » (Trends Tendances, 2016). Le précompte mobilier ne représenterait dès lors plus grand-chose et ne serait plus considéré comme un avantage fiscal aussi attrayant pour les épargnants. Les banques pourraient donc être incitées à faire passer leurs comptes réglementés en comptes non réglementés afin de pouvoir établir des taux plus bas que 0,11%. La FSMA indiquait en mars 2016 cependant que cette situation n'avait encore jamais eu lieu (L'Echo, 2016). Remarquons enfin que la DHB Bank a récemment indiqué la cessation de ses activités de dépôt en Belgique pour motif que « les conditions du marché ont changé de façon significative, mis en évidence par la croissance économique plus faible et un environnement de faible taux d'intérêt qui impactent les modèles commerciaux des banques » (DHB Bank, 2016)

5.2.3.4.3. TAXES SUR LE SECTEUR BANCAIRE

La rémunération donnée aux dépositaires ne représente pas le seul coût qu'implique le dépôt. En effet, chaque banque doit payer diverses taxes sur les dépôts.

Tout d'abord, les comptes d'épargne sont soumis à la **taxe dite d'abonnement** décrite par le Code des droits de Succession belge. Selon l'article 161ter, 2°, du Code des droits de succession, modifié par l'arrêté royal du 17 juin 2013, cette taxe s'élève à 0,1929% et est due à « une quotité du montant total, au 1^{er} janvier de l'année d'imposition, des dépôts d'épargne visés à l'article 21, 5°, du Code des impôts sur les revenus 1992, non compris les intérêts afférents à l'année précédente » (art 161bis, al 4 du Code des droits de succession, Livre II bis)

Ensuite, les banques sont également contraintes de payer une **taxe annuelle sur les institutions de crédit**. Alors que cette taxe introduite en 2012 par la Loi du 22 juin 2012 était à la base pondérée par les prêts accordés à divers secteurs de l'économie réelle, elle a été fixée par l'Union Européenne à 4,35 points de base¹⁵. Cette taxe est due « par les établissements de crédit visés à l'article 201/10 sur une quotité du montant total des dépôts d'épargne visés à l'article 21, 5°, du Code des impôts sur les revenus 1992 au 1er janvier de l'année d'imposition, non compris les intérêts afférents à l'année précédente » (art 201/11 de la Loi du 22 juin 2012).

Enfin, le **Deposit Guarantee Scheme (DGS)** est un autre système de l'Union Bancaire Européenne qui veut assurée la stabilité financière. Cet accord vise à protéger les dépositaires à concurrence de 100 000€ déposés. La Loi transposant la directive 2014/49/UE relative aux systèmes de garantie des dépôts et portant des dispositions diverses du 12 mai 2016 établit les fonds à fournir pour participer à ce programme. Elle stipule :

« Au plus tard le 3 juillet 2024 les moyens disponibles du Fonds de garantie qui résultent des contributions visées à l'alinéa 1, devront atteindre au moins un niveau cible de 0,8 p.c. du montant des dépôts couverts. Cette date est reportée de six ans si, après que le niveau cible a été atteint pour la première fois, les moyens financiers disponibles du Fonds de garantie, à la suite de remboursements, sont réduits à moins des deux tiers du niveau cible » (art 27, 4°).

Sur 10 ans, les établissements participant à ce programme devront donc déposer 0,08% des dépôts à partir de 2014. La législation indique bien que c'est 0,08% ne courent que sur les montants couverts c'est-à-dire au maximum 100 000€¹⁶.

La somme de ces taxes s'élève donc à 31,64 points de base de l'encours des montants sur les comptes d'épargne, du moins sur les 100 000 premiers euros.

¹⁵ http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=fr&la=F&cn=1927030202&table_name=loi

¹⁶ Art. 382. Le système de protection des dépôts institué par le Fonds de garantie prévoit le remboursement des dépôts, jusqu'à un plafond de 100 000 euros par déposant et par établissement adhérent à ce système, quelle que soit la devise dans laquelle ils sont libellés. Le Roi adapte ce montant pour le mettre en concordance avec le montant que la Commission européenne fixe afin de tenir compte de l'inflation dans l'Union européenne.

Ces taxes sont donc à rajouter à la rémunération offerte aux dépositaires. Le tout atteint 0,4264% de coûts pour les dépôts sur les comptes d'épargne réglementés lorsque les taux sont au plancher légal. Ceci montre la difficulté des banques à se financer à moindres coûts puisqu'elles ont des contraintes légales qui les obligent à payer un minimum à l'Etat et aux épargnants.

Notons enfin que le Conseil des Ministres du 13 mai 2016 a approuvé un avant-projet de loi visant une nouvelle taxe unique annuelle sur les établissements de crédit. Celle-ci regrouperait

- « La taxe annuelle sur les établissements de crédit dans le Code des droits et taxes divers
- La taxe annuelle sur les organismes de placement collectif, sur les établissements de crédit et sur les entreprises d'assurance dans le Livre IIbis du Code des droits de succession
- La limitation de la déduction des pertes, RDT et DIN à l'impôt des sociétés
- La contribution des banques à la stabilité financière »

La base imposable de cette nouvelle taxe serait la dette envers les clients et donc envers les dépositaires (Delafortrie & Springael, 2016).

5.2.4. IMPACT SUR LA RENTABILITÉ DES BANQUES

La restructuration du bilan des banques a impacté la rentabilité des banques. Le ratio *Return on Equity* des banques belges atteignait 10,1% en 2014 contre seulement 7,7% en 2013. Quant au profit net, il s'élevait à 6,1 milliards en 2015, un niveau plus atteint depuis 2007. Ce profit peut être imputé pour un tiers aux activités des banques belges à l'étranger. Les résultants des banques belges semblent meilleurs que ceux de leurs consœurs européennes. Ces scores moyens démontrent cependant de profondes divergences. Notons également la croissance des revenus opérationnels qui sont passés de 20,7 milliards en 2014 à 22 milliards.

TABLE 2 MAIN COMPONENTS OF THE INCOME STATEMENT
(consolidated data)

	In € billion								In % of operating income (2015)	p.m. P&L derived from foreign activities, in € billion (2015)
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015		
Net interest income	14.48	14.89	13.77	13.99	13.57	13.29	14.53	14.87	67.7	4.70
Interest income	233.02	143.13	67.65	71.53	49.46	37.20	32.89	30.68		
Interest expenses	218.53	128.24	53.88	57.55	35.89	23.91	18.37	15.80		
Non-interest income	4.18	3.29	5.57	4.75	4.49	7.05	6.16	7.10	32.3	2.06
Net fee and commission income (including commissions paid to bank agents)	6.14	5.02	4.34	4.38	4.48	4.97	5.34	5.87	26.7	1.76
(Un)realised gains or losses on financial instruments ⁽¹⁾	-3.83	-2.74	-0.04	-0.8	0.04	0.79	-0.06	1.17		0.61
Other non-interest income	1.86	1.01	1.28	1.17	-0.03	1.28	0.88	0.06		-0.31
Total operating income (bank product)	18.66	18.18	19.34	18.73	18.05	20.34	20.68	21.97	100.0	6.76
Total operating expenses	(-) 15.97	13.98	12.48	12.32	13.01	12.36	12.66	12.87	58.6 ⁽²⁾	3.42
Staff expenses (excluding commissions paid to bank agents)	8.58	7.30	6.59	6.57	6.86	6.53	6.52	6.54		
General and administrative expenses (including depreciation)	7.39	6.67	5.90	5.75	6.15	5.83	6.14	6.33		
Total impairment and provisions .. (-) ..	13.31	7.36	1.83	5.02	2.61	2.95	1.35	1.30		0.36
Impairments on loans and receivables ...	2.84	5.59	1.76	3.05	1.98	2.31	1.30	1.14		
Impairments on other financial assets ...	7.46	0.29	-0.09	1.37	-0.84	0.00	0.00	0.02		
Other impairments and provisions	3.01	2.06	0.16	0.60	1.46	0.64	0.05	0.13		
Other components of net operating income ⁽³⁾	-0.81	0.11	0.45	-0.37	0.25	0.32	0.22	0.24		0.10
Net operating income	-11.43	-3.04	5.48	1.02	2.68	5.35	6.89	8.04		3.09
Total profit or loss on discontinued operations	-9.04	0.00	0.97	-0.31	0.00	0.00	0.00	-0.05		0.00
Net profit or loss including minority interest	-20.97	-1.27	5.94	0.66	1.94	3.73	5.10	6.76		2.43
p.m. Net profit or loss (bottom-line result)	-21.21	-1.22	5.56	0.36	1.59	3.28	4.52	6.14		

Source: NBB.

(1) This item includes the net realised gains (losses) on financial assets and liabilities not measured at fair value through profit or loss, the net gains (losses) on financial assets and liabilities held for trading and designated at fair value through profit or loss, and the net gains (losses) from hedge accounting.

(2) This figure is the cost-to-income ratio of the Belgian banking sector.

(3) Other components of net operating income comprise the share in profit or loss of associates and joint ventures accounted through the equity method, and the profit or loss from non-current assets, disposal groups classified as held for sale, not qualifying as discontinued operations and the negative goodwill recognised immediately in profit or loss.

Figure 41: Principaux composants des comptes de résultats. Source : Banque Nationale de Belgique.

5.2.4.1. NET INTEREST INCOME

Le résultat net d'intérêts évolue favorablement depuis 2012 et ce malgré l'environnement de taux très bas. En 2015, le résultat net d'intérêts s'élevait à 14,87 milliards d'euros contre 14,53 en 2014. Ces développements favorables sont en partie dus à la diminution plus rapide des dépenses en intérêts que des revenus en intérêts. Comme dit précédemment, cette différence vient de la restructuration des bilans des banques et notamment le désinvestissement dans les actifs les moins rémunérateurs pour les banques, comme par exemple les prêts interbancaires. D'autres éléments viennent aider la tendance haussière des revenus nets d'intérêts. Les établissements de crédit ont notamment gardé une marge commerciale élevée, c'est-à-dire elles ont maintenu une différence convenable entre le taux aux crédits qu'elles appliquaient et les taux de marché. Elles ont également réalisé de meilleures marges commerciales lors des refinancements de prêts. Ces refinancements de prêts ont également permis d'enregistrer de grossir les revenus nets d'intérêts car un client qui veut refinancer son emprunt doit payer l'équivalent de trois mois d'intérêts. Ensuite, les banques ont bénéficié d'une marge d'intermédiation favorable grâce à des coûts de financement moins chers alors que le revenu des actifs est resté plus stable même si en baisse. Par exemple, les intérêts payés pour les comptes d'épargne ont diminué de 0,35% entre fin 2014 et fin 2015. Les revenus sur les prêts hypothécaires ont quant à eux baissé de 14 points, les autres prêts de 24 points et les securities de 25 points.

Cependant un grand nombre de ces revenus n'est que saisonnier. En effet, la pénalité de refinancement n'est en effet qu'un revenu « one shot » et les revenus faibles de ces nouveaux actifs pèsera sans doute sur la rentabilité future des banques. Celles-ci auront également moins de moyen pour jouer sur leur coût de financement puisque comme dit précédemment, elles ne peuvent pas appliquer des taux inférieurs à 0,11% sur les comptes d'épargne réglementés.

Un autre problème est également à venir : la courbe de rendement semble se stabiliser ce qui pèsera sur la marge d'intermédiation puisque les banques éprouveront plus de difficultés à faire des marges sur le passif à court terme et l'actif à long terme. Il faut donc s'attendre à voir la marge d'intérêt diminuer graduellement dans les années à venir. Les banques orienté retail seront sans doute plus touchées par ce problème vu que leur source de financement est plus stable.

Une augmentation des taux d'intérêt pourrait également avoir un impact négatif sur la rentabilité de ces banques vu que leur coût de financement augmentera plus rapidement que les revenus des actifs à taux fixe.

5.2.4.2. REVENUS ET COÛTS HORS INTÉRÊTS

Les résultats hors intérêts ont également augmenté lors de l'année 2015 alors que l'année 2014 avait vu ces résultats se replier. Ils ont atteint 7,1 milliards d'euros de bénéfice en 2015 contre 6,16 en 2014 et 7,05 en 2013. Ces bons chiffres s'expliquent en partie par la progression des revenus nets des commissions et des frais. En 2015, les commissions ont rapporté 5,87 milliards d'euros aux banques, en hausse de près de 10% sur un an. Cette poussée vient en partie de la croissance des volumes des investissements des clients dans les fonds collectifs d'investissements. Les gains sur les instruments financiers viennent également gonfler les revenus hors intérêts avec 1,17 milliards d'euros de bénéfice en 2015 contre une perte de 60 millions d'euros en 2014. Ce solde positif pour les instruments financiers trouve sa source dans les changements de la valeur de marché de certains actifs financiers. Des baisses de revenus sont toutefois à signaler notamment dues à de moins bons taux de changes.

Quant aux dépenses opérationnelles, elles ont aussi augmenté de 210 millions d'euros. Cette augmentation est en partie expliquée par la participation des banques belges au Mécanisme de résolution unique (MRU). Le poste des dépenses générales et administratives du bilan est en augmentation depuis 2013. Il ne représentait que 5,83 milliards d'euros en 2013 et est passé à 6,14 milliards en 2014. En 2015, il valait 6,33 milliards. Les charges liées au personnel n'ont augmenté que de 20 millions en 2015 et est stable depuis 2013.

5.2.5. SOLVABILITÉ

Le capital réglementaire visant à se protéger des risques relatifs aux crédits accordés est calculé à partir des actifs pondérés par les risques (Risk-Weighted Assets – RWA). Depuis le 2014, les banques belges sont soumises à de nouvelles règles prudentielles, dites de Bâle III, transposées dans la législation européenne dans la directive CRD IV. Cet événement avait engendré une augmentation du RWA en 2014 à cause de l'exposition des banques envers les établissements de crédits. En effet, l'utilisation d'une approche standard, trop avantageuse, a été

interdite à certaine banque dans le calcul de la pondération. Cependant, le tableau ci-dessous montre une diminution de un peu moins de 5 milliards d’euros de ces actifs pondérés par le risque pour atteindre 345,4 milliards. Ce changement vient du fait que les banques ont investi dans des actifs dont la pondération de risque est plus faible.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Capital Tier 1	53,9	57,8	56,5	55,9	55,6	53,6	55,1
Dont							
Common Equity Tier 1	-	-	-	-	-	51,7	53,3
Actifs pondérés par le risques	407,5	372,5	373,8	352,7	339,4	350,0	345,4
Dont							
- Risque de crédit	352,3	322,8	312,9	301,0	287,7	290,1	282,8
- Risque de marché	16,1	10,7	21,9	16,6	9,9	7,3	9,5
- Risque opérationnel	38,8	35,1	35,2	35,0	34,2	34,9	36,0
- Credit Valuation Adjustement	-	-	-	-	-	8,2	6,9
- Autres	0,2	3,9	3,8	0,1	7,6	9,5	10,3
Ratio Tier 1 (en %)	13,2	15,5	15,1	15,9	16,4	15,3	16
Ratio Core Tier I capital	11,6	13,7	13,3	14,6	15,3	-	-
Ratio Common equity Tier 1 (en %)	-	-	-	-	-	14,8	15,4

Figure 42: Ventilation du capital Tier 1 et des actifs pondérés par les risques. Source: Banque Nationale de Belgique

Le tableau ci-dessus montre que les banques ont pu rencontrer leurs contraintes de solvabilité. En effet, le *Ratio Tier 1* atteint 16% alors que selon la directive CRD IV, le minimum

doit être de 6%. Le *ratio Common equity Tier 1* atteint lui 15,4% alors que le minimum imposé est de 4,5%.

Les derniers stress tests effectués par l'Autorité Bancaire Européenne (EBA) montrent une relative solidité des quatre grandes banques présentes en Belgique. En cas de conditions défavorables, le *Common equity Tier I* de ces banques perdrait 500 points de base. Belfius aurait un CET1 final de 11,4%, KBC de 11,3%, ING Belgique de 9% et BNP Paribas Fortis de 8,6% (Malengreau, 2016).

5.2.5. DÉFIS

5.2.5.1. MARGE

L'un des défis majeurs pour les banques est le maintien d'une marge d'intermédiation confortable. Le problème réside dans le financement des actifs dont les taux vont rester fixés à plus long terme que les taux du passif qui peuvent remonter plus facilement. Les banques craignent donc d'accorder des prêts avec des taux très bas sans savoir combien de temps les taux vont rester aussi bas. Ils hésitent donc à investir seulement à moins de cinq ans ou investir à long terme. Si les taux remontent, leur mode de financement deviendra plus coûteux et les taux des prêts ne pourront pas être adaptés aussi facilement s'ils sont fixes. Alors que depuis plusieurs années, les taux du passif sont descendus plus rapidement que les taux de l'actif, profitant à la marge d'intermédiation, les banques verront peut-être la situation inverse se produire. Une hausse graduelle des taux permettrait aux banques de s'adapter progressivement.

Une étude réalisée par KPMG en juin 2016 a étudié l'impact cumulatif de la régulation, des taxes et de l'environnement des intérêts bas. Elle a notamment étudié l'impact sur le secteur bancaire belge. Les résultats de cette étude montrent bien que la rentabilité des banques en Belgique risque de baisser dans les années à venir, même si les résultats 2015 sont positifs. Dans cette étude quantitative, KPMG montre que ces éléments combinés donneront de nouveaux challenges aux banques pour maintenir leur rentabilité. Selon eux, cela mènera sans aucun doute à un mix d'actions managériales dont les plus plausibles sont :

- « Un transfert du cash et des actifs liquides vers des actifs plus illiquides (et plus risqués) et donc générant des bénéfices supplémentaires ;
- une réduction structurelle des coûts nets incluant une réduction dans le personnel ;
- la production de revenus supplémentaires hors intérêts
- la réappréciation du prix d'actifs ; et
- l'émission de nouveau capital T2¹⁷ et/ou un changement dans la politique des dividendes. » (KPMG, 2016)

5.2.5.2. RÉGLEMENTATION ET TAXATION DES DÉPÔTS

La réglementation relative à la fixation du taux plancher sur les comptes d'épargne réglementés est une question primordiale pour les banquiers. En effet, celle-ci est un point crucial pour leur mode de financement. Dans le cas où les taux fixés par la BCE devaient s'enfoncer encore plus profondément en territoire négatif, les banques veulent faire sauter le seuil de 0,11% pour au moins le mettre à 0. En lien, avec le paragraphe précédent, ce blocage a un impact sur la marge. Comme le dit Grégoire Trondeau, partner chez Rolland Berger, dans les colonnes du Trends-Tendances du 28 juillet 2016 « Aussi longtemps que les taux baissent, ce n'est pas toujours un problème pour les banques. Une baisse de taux peut même avoir un effet positif sur la performance des banques, lorsque celles-ci se financent à court terme et prêtent à long terme. A condition que le coût du funding, des dépôts des épargnants, descende plus rapidement que les taux appliqués sur les crédits. Par contre, maintenant que les taux sur l'épargne ont atteint un plancher et que les possibilités d'investissements (taux de réemploi) sont moins attractives, la pression sur la marge d'intérêt ne fait qu'augmenter. » (Buron, 2016).

La taxation est aussi un sujet de débat, notamment la future taxe unique annuelle remplaçant les taxes en vigueur actuellement.

¹⁷ Le capital Tier 2 est composé des réserves de liquidités (réserves pour pertes dans les prêts, gain non réalisé sur les *equities*), les dettes subordonnées perpétuelles, les actions privilégiées ainsi que les dettes subordonnées (Henrard & Olieslagers, 2015)

5.2.5.3. SYSTÈME IT

Les systèmes de traitement des données éprouvent également des difficultés à gérer les taux négatifs. Des essais sur ordinateur ont montré des problèmes dans les calculs liés à la chaîne de valeur des produits mais également des rejets du signe négatif. Certains logiciels modifient automatiquement ces signes ce qui a des conséquences évidentes énormes sur les résultats finaux. Ce problème est d'autant plus important que ces modifications automatiques sont difficiles à déceler au milieu des milliards de données à gérer.

Les banques tentent donc de remédier à ce problème. Officiellement, seule ING serait prête à traiter les taux négatifs. Belfius affirme que les systèmes ne sont pas adaptés pour l'implémentation de taux négatifs sur les livrets d'épargne et placement. KBC et BNP Paribas Fortis sont assez discrets quant à sujet mais affirment qu'elles feront des adaptations si nécessaires (De Witte, 2015). En bref, les contacts prises auprès des différentes banques confirment que des tests sont réalisés pour l'instant pour pouvoir appliquer des taux négatifs dans les systèmes IT mais qu'ils ne fonctionnent pas complètement.

5.2.6. SOLUTIONS ENVISAGÉES

Les solutions envisagées à ces défis visent principalement à garder à niveau la rentabilité à long terme des banques. Celles-ci sont de deux types :

- Réduire les coûts
- Augmenter les revenus non liés aux taux.

5.2.6.1. RÉDUCTION DES COÛTS

Afin de voir les coûts, il faut voir dans le bilan, où sont les principaux coûts. Ceux-ci résident dans les dépenses opérationnelles. Notamment, les dépenses de personnelles sont relativement stables depuis plusieurs années mais la fermeture d'agences peut être envisagée dans les années à venir. Les banques seraient donc obligées d'offrir de plus en plus de services en lignes via leur site ou les applications qu'elles proposent. D'autres pistes peuvent être envisagées comme la diminution des dépenses en marketing, des investissements en formation du personnel, etc.

5.2.6.2. AUGMENTATION DES REVENUS NON LIÉS AUX TAUX

Afin de renforcer les revenus non liés aux taux, les banques envisagent diverses solutions.

La première vise à augmenter les frais liés aux dépôts. Le site guide-épargne.be reprend les caractéristiques de 78 comptes à vue en Belgique et un seul montre un rendement positif en décomptant les frais, celui de Keytrade Bank. Les frais ont ces dernières années fortement augmenté sur les comptes en banque via différents moyens. Ces différentes méthodes ne sont pas utilisées par chaque banque mais voici une liste non exhaustive et quelques pistes pour l'avenir : les frais de tenue de compte, le prix des virements papier, les refus d'opération pour solde insuffisant, remplacement de carte perdue, les retraits aux guichets n'appartenant pas à la banque du client, la fin de la gratuité des applications du e-banking,... (DH.be, 2015)

D'autres solutions comme des investissements dans l'immobilier ou de la diversification des activités sont également envisagées mais ces solutions sortent du métier classique de banquier.

5.2.6.3. AUGMENTER LES REVENUS LIÉS AUX INTÉRÊTS ?

Margé ces pistes, les banques voudraient également augmenter leur marge sur les revenus d'intérêt. Elles évoquent plusieurs solutions. Notamment, comme dit précédemment, elles aimeraient faire sauter le verrou des 0,11% sur les comptes d'épargne. Mais l'idée va plus loin et certaines voudraient pouvoir imposer des taux négatifs sur les comptes d'épargne. A cette question, **deux écoles** se contredisent :

- La première en opposition avec l'idée des taux négatifs sur les comptes d'épargne pense que les contrats entre les banques et les clients sont des **contrats dits « onéreux »**. Par conséquent, le taux doit être au minimum de 0% ou au minimum légal sur les comptes et une rémunération effective doit être donnée aux épargnants pour les comptes à terme et d'épargne.
- La seconde école est en faveur de contrats dont la rémunération est **indexée sur l'Euribor 3 mois ou d'autres indices interbancaires**. La plupart étant en négatif depuis plusieurs mois, voire année pour l'EONIA, la logique voudrait que les déposants versent

une rémunération aux banques pour pouvoir déposer. Cependant, il faut rester cohérent : selon cette vision, les banques devraient également verser un intérêt rémunérateur aux emprunteurs.

La question d'imposer des taux négatifs sur les dépôts aux épargnants est un sujet débat. Une petite banque suisse ABS a déjà imposé des taux négatifs à ses épargnants (Banque Alternative Suisse, 2015). D'autres grandes banques suisse telles que UBS indiquent y penser (Trends Tendances, 2016). En Belgique, la FEBELFIN affirme qu'il n'est pas question de taux négatifs sur les comptes d'épargne (voir annexe). La KBC a été la première banque belge à établir un taux négatif pour les comptes à court terme des très grandes entreprises (Le Soir, 2016). Dans le même temps, la Ville de Gand a pour la première fois dans son histoire emprunté à taux négatif (DeRedactie.be, 2016).

Une autre solution est envisagée pour augmenter les marges d'intérêts des banques, c'est la **généralisation des taux variables**. Historiquement, un grand nombre de belges choisissent des taux fixes pour leurs emprunts. Cette caractéristique se retrouve moins dans les autres pays (voir annexe). Or, cet élément a une influence primordiale sur la rentabilité à long terme des crédits qu'accordent actuellement les banques. Cette option permettrait aux clients de profiter pleinement de l'environnement des taux bas qui règne pour le moment mais permettrait également aux banques de ne pas se retrouver en difficulté lors de la remontée des taux d'intérêt. Le Comité de Bâle a indiqué plancher sur des réglementations sur les taux fixes (Jennotte, 2016).

La dernière solution est la recherche de rendement en investissant dans des **actifs plus risqués**. Les banques gagneraient donc plus d'argent via la prime de risque liés à ces actifs. Cette idée pourrait cependant mettre en danger la stabilité financière des banques et elles seraient plus vulnérables à des changements rapides dans l'aversion au risque, surtout si la liquidité sur les marchés secondaires descend à un bas niveau.

5.3. IMPACT SUR LES CLIENTS DES BANQUES

L'impact principal pour les dépositaires d'argent sur leur compte est de voir leur rémunération diminuer. Comme dit précédemment, la loi belge impose un taux minimum de

0,11% mais ce taux reste très bas et la possibilité de voir ce plancher disparaître un jour reste de mise.

Les dépositaires voient leur taux nominal descendre mais leur taux réel est passé en négatif. En effet, comme le montrent les données de la Banque Nationale de Belgique, l'inflation dans le pays est haute et devrait atteindre 2% pour 2016 selon le Bureau Fédéral Plan (2016). Le taux réel était égal au taux nominal moins l'inflation, les dépositaires qui ne veulent pas perdre de pouvoir d'achat doivent avoir une rémunération égale au taux d'inflation, ce qui est loin d'être le cas. De plus, les banques ont augmenté leurs charges sur les comptes, ce qui diminue encore le taux d'intérêt réel perçu par l'épargnant.

Une étude réalisée par ING intitulée *Negative rates, negative reactions* (Cliff, 2016) a sondé 13 000 personnes en Europe, aux Etats-Unis et en Australie. Cette étude révèle que le pourcentage de personnes ayant répondu oui en Belgique à la phrase « A cause des taux d'intérêt très bas, j'ai changé ma manière d'économiser » est de près de 30%. A la question « Que feriez-vous si le(s) taux d'intérêt sur les comptes d'épargne tombe(nt) sous 0% par exemple, à -0,5% tel que vous recevriez moins d'argent dans le futur que ce que vous avez épargné ? », les Belges répondent à 75% qu'ils retireraient leur argent de leur(s) compte(s) d'épargne et le garderaient en liquide dans un coffre ou chez eux. Ceci serait une mauvaise idée tant pour le risque de panique et de bank run que cela provoquerait mais également pour le risque de vol pour l'épargnant, qui ne profiterait de toute façon pas du système de garantie des fonds jusqu'à 100 000€.

Quoi qu'il en soit, les banques affirment déjà voir un changement de comportement dans les investissements des clients. « Face à la faiblesse des taux d'intérêt couplée à des rendements obligataires chagrins, les clients marquent une volonté de plus en plus affirmée pour un rendement plus élevé » déclarait la porte-parole de BNP Paribas Fortis dans le Trends Tendances du 21 avril 2016. Le rapport annuel de la Banque Nationale de Belgique pointe une augmentation des investissements dus à ces taux bas et à des conditions d'accès aux crédits pour les sociétés. Les ménages quant à eux montrent de moins en moins d'intérêt pour les comptes d'épargne au vu du ralentissement de la croissance des montants sur ces comptes. Ils se sont notamment reportés sur des investissements financiers ou immobiliers.

CONCLUSION

La zone euro vit depuis quelques années des turbulences économiques. Au fil des années, sa Banque Centrale a tenté d'y remédier au moyen de divers plans. L'un d'entre eux fut l'adoption de taux d'intérêt négatifs sur ses taux directeurs ainsi que des taux planchers pour les prêts. Elle a aussi commencé à fournir des liquidités dans des quantités inégalées dans les 19 pays ayant adopté la monnaie unique. Nous avons vu que cette situation est le fruit d'une histoire économique et d'une construction européenne. La Banque Centrale Européenne suit le modèle allemand d'indépendance vis-à-vis des gouvernements nationaux de la zone euro. Son objectif principal est la poursuite de la stabilité des prix.

Dans ce contexte d'objectif d'une inflation proche mais inférieure à deux pourcents, la Banque Centrale Européenne a lancé de vastes plans pour redonner de la vigueur à l'évolution des prix. Mettre les taux de dépôts à la BCE en négatif relevait de l'inédit en zone euro. Mario Draghi s'est donc lancé dans une politique dont les conséquences étaient méconnues.

Réussissant partiellement son objectif premier, cette politique a fortement influencé le secteur bancaire européen et belge. En parallèle à la restructuration de la taille du bilan des banques, le secteur bancaire belge a vu le marché se modifier. D'une part, à l'actif, les banques ont vu la demande de crédits hypothécaires exploser, notamment au travers du refinancement de ces crédits. Les entreprises non financières ont également commencé à partir de 2015 à faire de plus en plus de demandes de crédits. La raison se trouve dans les faibles taux demandés par les banques grâce à cette politique monétaire de la Banque Centrale Européenne. D'autre part, au passif, les banques ont dû rémunérer de moins en moins les dépôts. Le volume des dépôts en Belgique continue à croître malgré les taux très bas dont les dépositaires profitent. Ceux-ci ont cependant une moins grande propension à mettre leur argent sur leur compte d'épargne et se tournent donc vers des titres plus rémunérateurs ou tout simplement vers leur compte à vue. La rentabilité et la solvabilité des banques en Belgique semblent jusque à présent en bonne santé.

Cette situation à long terme paraît peu tenable. En effet, les banques ont profité de bénéfices saisonniers tels que des rendements à l'actif plus grands qu'au passif mais la baisse continue des taux rend ce modèle peu viable à moyen et long terme. De plus, le grand nombre

d'octrois de crédits met la rentabilité des actifs des banques à mal sur le long terme puisque la majorité de ceux-ci sont négociés à taux fixes en Belgique. Les banquiers belges sont donc dans l'inconnue. Plusieurs défis se profilent devant eux : Comment garder une marge d'intermédiation viable à long terme ? Comment gonfler les revenus hors intérêts ? Combien de temps va durer la politique monétaire de la BCE ? Quels changements internes apporter à nos systèmes ? Des pistes sont envisagées. Notamment, elles plaident pour une réforme de la législation belge sur le plancher de la rémunération des comptes d'épargne fixé à 0,11%. Elles voudraient également une réforme des taxes bancaires pour avoir des coûts de financement moindre et donc gonfler la marge d'intermédiation. Même si officiellement la réponse est non, l'idée de mettre des taux d'intérêt négatifs sur les placements trotte dans la tête de beaucoup de professionnels. Du fait que l'opinion publique soit peu favorable à cette option, le sujet reste peu abordé. Cependant, des indices tels que la recherche de systèmes IT supportant les taux négatifs démontrent que les banques planchent sur le sujet. Un monde nouveau pour le métier de banquier s'ouvre donc : payer pour prêter et être payé pour recevoir de l'argent. Cette situation existe déjà dans de très rares cas mais l'ouverture de cette voie au grand public reste tabou. Dans ce débat, le facteur temps semble être l'inconnue principale. Si la BCE remonte bientôt ses taux, le secteur n'aura pas sa marge comprimée pour très longtemps. Si elle tarde, les banques seront en danger et auront des difficultés pour atteindre les règles prudentielles. Dans ce dernier cas, les banques seront de plus en plus favorables à l'instauration de taux d'intérêt négatifs sur divers comptes et réclameront la suppression du plancher de 0,11% sur les comptes d'épargne réglementés. Cependant, pour rester logique, elles devraient également rémunérer l'emprunteur et c'est là que le bât blesse.

ANNEXE

RETRANSCRIPTION : PORTE PAROLE DE FEBELFIN

Retranscription de l'interview du porte-parole de la FEBELIN, Monsieur Rodolphe de Pierpont

De Pierpont : les impacts des taux négatifs sur les banques. Peut-être revenir à la source, les taux négatifs sont d'abord et avant tout décidés au niveau de la BCE qui en tant qu'organe central pour la politique monétaire au sein de l'eurozone détermine et joue notamment sur les taux pour déterminer toute une série de conséquences économiques, notamment l'octroi de crédit. Le but est d'avoir un crédit pas cher et de maîtriser l'inflation. Le but est d'avoir une légère inflation, pas une déflation mais une légère inflation. La Banque Centrale Européenne pratique donc maintenant depuis un petit temps une politique de taux extrêmement bas qui vise cet objectif qui a une conséquence très immédiate pour les banques parce que les banques elles sont un intermédiaire d'un côté et de l'autre, en tant que collecteur de l'épargne en tant que fournisseur de crédit. On a de taux bas sur l'épargne et sur les crédits octroyés. Il ne faut pas oublier que cela se joue sur les deux côtés : si l'épargnant n'est pas très bien rémunéré, l'emprunteur que ce soit une entreprise ou que ce soit des ménages qui vont investir, acheter une maison, vont emprunter à des taux qui sont plancher historiquement. Ça a un impact direct pour la banque parce que la banque est un métier qui joue sur la marge entre les deux. C'est le métier de base : jouer sur la rémunération de l'épargne et la rémunération qui sera demandée sur un crédit où bien entendu les banques doivent pouvoir avoir une rémunération minimale, une marge minimale qui leur permette de couvrir tous leurs coûts et dégager un léger bénéfice qui leur permet comme toute entreprise et qui leur permet de renforcer les capitaux propres car en parallèle des taux bas, se trouve un autre défi qui est en cours depuis plusieurs années, le renforcement du schéma Bâle III ou CRD IV, CRD IV étant le nom de la directive européenne qui impose aux banques de se renforcer, de renforcer leurs fonds propres. C'est toute une série de règles en quantité mais aussi en qualité sur toute une série de ratios et avec des exigences supplémentaires pour les banques les plus grosses, appelées banques systémiques. Je fais référence au point qu'on vient d'évoquer sur les stress tests dont les résultats ont été publiés par l'Autorité Bancaire Européenne vendredi soir. Je pense qu'on a fait le tour pour la première question.

L'impact sur la gestion de l'actif et du passif. On parle du bilan, j'imagine, actif et passif. Sources de financement et octroi de crédits puisque le bilan reflète quelque part l'activité classique des banques, collecte de l'épargne et octroi de crédit. On va retrouver au passif les fonds propres qui doivent répondre aux exigences prudentielles qui sont en évolution. Puis on a toutes les sources de financement qui proviennent notamment pour une grosse partie au niveau belge, 260 milliards sur un total bilantaire de toutes les banques d'environ 1000 milliards, donc un gros quart provient de l'épargne réglementée. Ca veut dire que les taux bas impliquent d'être, d'avoir une gestion dynamique. Une gestion qui va dépendre de chaque institution bancaire. Il faut savoir qu'en Belgique, il y a une centaine de banques membres, avec des profils très différents. On a quatre grandes banques, on a une vingtaine d'autres institutions qui sont actives sur le marché retail donc qui s'adresse à tout public, on a en gros aussi une vingtaine d'institutions qui sont actives au niveau du private banking donc qui s'adressent à une clientèle spécifique.

Bien entendu, les institutions bancaires doivent tenir compte des taux bas, ce ne sont pas seulement des taux négatifs, ce sont aussi des taux bas. Ce qui est peut-être important à signaler, c'est que chaque institution bancaire est libre quelque part, bien entendu dans le cadre légale et économique qui est donné, de s'organiser comme elle a envie pour assurer de joindre les deux bouts et d'avoir une gestion qui soit orientée vers quelque chose qui soit durable et stable. C'est quelque chose d'important à souligner. Ce n'est pas parce que l'un fait ça que l'autre doit le faire. Comme je le disais, une situation d'une banque n'est pas la situation d'une autre. Les ratios peuvent être différents, le volume est différent, de l'un ou l'autre poste. C'est un travail sur mesure qui doit être fait d'une institution à l'autre et aussi en fonction de son business model et de son profil.

Cent banques en Belgique ça veut dire une grosse concurrence entre banques, c'est un paramètre important. Cela veut dire qu'on ne peut pas se permettre de faire tout et n'importe quoi. Il n'y a pas du tout de monopole de l'un ou l'autre et donc si on s'écarte trop, on sera sanctionné et on aura plus de marché. C'est un aspect important et voulu par le niveau européen d'avoir une concurrence bonne et saine à l'avantage du client.

L'impact pour les clients, les ménages et les entreprises. Il y a un troisième type de client qui est le client pouvoir public, aussi bien pour les dépôts et les octrois de crédits. Pour les clients, on l'impact qui est celui des taux bas, à savoir qu'on a un taux très bas sur la rémunération. Il ne faut

pas oublier, on parle de taux bas sur les comptes d'épargne à 11 points de base, aujourd'hui, l'Allemagne à 10 ans, emprunte à taux négatifs. Alors bien entendu, ce ne sera pas le particulier qui va emprunter des *bund* de l'Etat allemand, ce sont des fonds de pensions qui investissent une partie pour sécuriser le capital etc. C'est un profil d'investisseur particulier mais à un horizon de 10 ans, c'est quelque chose qu'il faut garder à l'esprit. Des taux bas au niveau de l'épargne, mais des taux extrêmement plancher au niveau du financement, au niveau des crédits. On a un taux moyen pondéré pour le financement des entreprises aujourd'hui qui est en dessous des deux pourcents, tout type de crédit confondu. Un crédit caisse qui est par définition est cher car c'est un crédit imprévisible, c'est comme pour les particuliers aller en négatifs, ce sont des formes de crédits qui sont plus chers que d'autres crédits à long terme où la banque sait à quelle échéance elle sera remboursée, tout crédit confondu on est en dessous de deux pourcents.

Que faire dans le futur ? C'est la belle question. La première question est *Qu'est-ce qu'il va se passer dans le futur ?* Combien de temps va-t-on être dans cette période de taux bas ? Va-t-on aller vers un relèvement ? Rapide, pas rapide ? C'est la boule de Crystal à laquelle personne n'a de réponse. A priori, ce que la BCE décide, ce sont des mesures temporaires qui n'ont pas l'objectif de perdurer pendant des décennies et donc on peut s'attendre dès que la BCE voit les indicateurs commencent à s'inverser, elle change progressivement sa politique monétaire. Pour avoir du rendement et réduire les coûts, il y a plusieurs leviers sur lesquels les institutions bancaires peuvent travailler. Chaque banque doit faire son analyse pour elle-même. Je pense que la meilleure source, si vous n'avez pas encore consulté ça, c'est l'étude KPMG publiée en juin, si vous ne l'avez pas, je peux vous l'envoyer. Nous, on a publié un communiqué de presse qui ne faisait pas lien vers l'étude dans le détail. Elle dit très clairement, qui fait une analyse de l'impact des nouvelles exigences prudentielles en termes de fonds propres et des règles fiscales, c'est-à-dire les taxes bancaires sur le renforcement des capitaux et l'activité, le rendement des institutions financières belges. C'est une étude assez approfondie qui donne toute une série de résultats et constats. Parmi les conclusions, on voit quelque part, KPMG fait un cas où ils disent à quel niveau de rentabilité on arrive et montrent que quelque part, quoi qu'on fasse, on arrive dans une situation de défi. Une situation qui n'est pas évidente, d'autant plus pas évidente que la Belgique impose des niveaux de taxes plus élevés qu'au niveau européen, on est en gros champion au niveau des taxes bancaires. Taxes qui viennent s'ajouter aux taxes normales comme

l'impôt des sociétés ou la TVA qui est payée par ailleurs. Les taxes spécifiquement bancaires sont plus élevées que partout en Europe alors qu'on est dans un marché unique européen au niveau de l'Eurozone. Avec notamment les Pays-Bas, le Luxembourg, la France à côté de nous, qui sont dans la zone euro qui ont des niveaux de prélèvements moins élevés. Donc la question est de savoir : avec ces taxes, est-ce qu'on n'a pas un effet pervers et contreproductif qui chasserait l'activité bancaire ici en Belgique avec comme effet secondaire, moins de services ou moins de proximité en tout cas vis-à-vis du client ici en Belgique et des entreprises. Là je fais référence à cette étude.

Pourquoi pas plus de financement par l'interbancaire alors que c'est négatif ? Là il faudra faire le constat, qu'est-ce qu'on vise par interbancaire, quels taux pratiqués sachant qu'entre banques commerciales elles sont libres de pratiquer le taux. Je ne parle pas des taux du marché qui vont se dégager en fonction de la durée, de la maturité, des garanties etc. Il faudrait voir aussi quels sont les besoins parce qu'aujourd'hui on est dans une situation où les banques ont trop liquidités que trop peu et elles cherchent à les placer notamment dans le crédit. Pour le crédit, c'est toujours lié à ça, une question de placer les sous, de rentabilités, mais aussi avoir un risque qui soit mesuré. L'octroi de crédits c'est bien, mais pas le crédit aveugle. L'octroi de crédits suppose une capacité de remboursement du consommateur, donc c'est ce qui sera toujours analysé pour une entreprise ou un particulier ou un pouvoir public. Un pouvoir public est moins un problème car un pouvoir public rembourse toujours. Mais c'est de s'assurer d'avoir un octroi de crédits qui soit sain et durable. Il ne faut pas oublier qu'en 2008, aux Etats-Unis, la crise des *subprimes* a d'abord et avant tout été provoquée par un problème de capacité de remboursement liée à une hausse des taux et un krash de l'immobilier corrélatif. Donc la combinaison des deux a provoqué cette crise des *subprimes*.

Quelles sont les règles de fonds propres avec lesquelles elles ont des problèmes ? Il n'y a pas d'éléments de problème. Je ne poserais pas la question dans ces termes-là. Je pense qu'il y a un consensus très clair en tout cas au niveau du secteur bancaire belge de tirer les leçons du passé et de veiller à assurer en regardant le futur, assurer d'avoir un secteur bancaire qui soit stable, durable et au service de l'économie, qui puisse assurer les missions de financement. Il n'y a pas de discussion, je pense, par rapport à des règles qui sont d'ailleurs organisée au niveau européen, issues de Bâle III et CRD IV, de dire il faut renforcer avec le cas échéant certains ajouts en

termes de buffer, de coussins de sécurité supplémentaires. La question est de savoir comment le faire, avoir une approche équilibrée et correctement « phasée » et de ne pas vouloir tout et son contraire en même temps. Ne pas vouloir un octroi de crédits illimités et en même temps un renforcement des fonds propres extrêmement rapides. L'un va ne pas avec l'autre, il y a une question d'équilibre. Il y a une question d'avoir des choses qui soient mesurées, qui soient saines, qui soient en rapport avec les besoins de l'économie et qui soit en rapport avec le souhait de renforcer les bilans bancaires par ailleurs. Toute la question est de savoir comment le faire étape par étape et de s'assurer d'avoir le timing et le phasage adapté tout en ayant la souplesse nécessaire. Notamment si on se rend compte la situation comparée à ce qu'on avait pensé il y a deux ans, aujourd'hui la situation a changé, il y a eu des attentats, des crises, ... Il faut qu'on puisse dire, telle mesure on va la retarder, l'étaler sur plus de temps, telle mesure on va la mettre en œuvre plus rapidement, ce sont tout genre de choses qui sont importantes au niveau du secteur bancaire. Pas oublier que ce qui est important et je fais souvent l'analogie avec la circulation routière. Ce ne sont pas que les règles, il faut que les règles soient efficaces, qu'elles soient compréhensibles, qu'elles soient adaptées, qu'elles soient appliquées, qu'elles soient correctement contrôlées. Si on veut que les règles soient contrôlées et appliquées, il faut qu'un système de règles qui soient compréhensible, cohérent. Ça ne sert à rien de faire de la complexité pour la complexité. Si les choses sont complexes, les règles doivent être complexes le cas échéant, mais faire un ensemble qui est très compliqué où on a chacun des petits spécialistes donc des petites matières et plus personne qui a une vision d'ensemble, là ça pose un problème aussi. Ce qui est important, c'est que les autorités compétentes de contrôle puissent concrètement appliquer ces règles, qu'on ait pas ce qu'on appelle du *gold plating* c'est-à-dire ajouter des couches supplémentaires au niveau belge alors que nos concurrents dans d'autres pays n'ont pas ces couches, il y a des règles qui sont bonnes pour nous ou elles seront bonnes pour nos concurrents en Europe, l'important alors est que ce soit mis en œuvre au niveau européen et pas au niveau belge. Ça c'est important et qu'on ait au final des choses qui soient proportionnées et un bon *level playing field*, ça veut dire les mêmes règles pour tout le monde sur le marché.

Veulent-elles faire sauter le minimum de 11 points de base ? Veulent-elles imposer des taux négatifs sur les comptes d'épargne réglementés ? Des taux négatifs, pour être tout à fait clair, il n'en est pas question. Personne n'est demandeur de ça. Le minimum de 11 points de base, c'est

un minimum qui existe dans la loi. Le Ministre a dit que l'interprétation à retenir, je pense que la FSMA avait fait cette analyse auparavant. Ce n'est pas un minimum de 11 points de base en pratique. En pratique, si on calcule tous les prélèvements et taxes bancaires aujourd'hui, on arrive à 40 ou 45 points de base et là on se rend compte que vu la situation de taux actuelle, là cela pose problème. La question est plutôt celle-là. Plutôt : comment avec ce minimum qui est incompressible, qui doit être payé sur ce volume, pour le client en partie, pour l'état pour une partie, comment est-ce qu'une banque peut s'assurer un modèle qui soit durable et qu'elle puisse conserver son emploi, son réseau d'agences, investir dans l'avenir, investir dans des systèmes de paiements électroniques, sans fil, etc. et renforcer les capitaux propres, répondre aux exigences de Bâle et CRD IV en parallèle. Le défi est donc plutôt là. Les 11 points de base sont un élément parmi d'autres et qui effectivement pose question car dans les autres états, on ne trouve pas un système similaire. C'est plutôt un élément du débat qu'au niveau du secteur on n'en fait pas un élément indispensable. Ça se place également dans le contexte actuel de politique de la Banque Centrale Européenne qui dit que les taux sont planchers, négatifs à long terme. Dans une perspective où les taux remontent, la problématique disparaîtra d'elle-même. On comprend très bien aussi que, les citoyens qui sont électeurs du monde politique sont nos clients d'autre part, et les frustrations des clients avec les taux très bas on les voit aussi, on comprend très bien que c'est très difficile à entendre pour les épargnants de dire votre rémunération c'est 11 points de base mais elle pourrait être encore plus bas. C'est à mettre en lien. Je pense que le client-épargnant ne voit pas l'ensemble du tableau derrière, quand on regarde l'ensemble du tableau, on se rend compte qu'aujourd'hui c'est très peu mais cela s'inscrit dans un contexte qui est plus large. Qui est aussi bien pour le monde politique que pour le secteur, quelque chose qui est délicat.

Hadrien Lavis : Quand vous dites 45 points de base, c'est en moyenne ?

Rodolphe de Pierpont : Non ce n'est pas en moyenne. Si je compte les 11 points de base qui est le minimum, car certaines banques offrent plus sur certains comptes, ce minimum légal, plus la prime d'assurance DGS, *Deposit Guarantee Scheme*, plus les taxes bancaires qui s'appliquent sur le volume d'épargne. Je ne vais pas rentrer dans le détail mais il y a une nouvelle taxe bancaire qui vient d'être rajoutée mais qui va se substituer à ce qui existe aujourd'hui. Il y a deux taxes bancaires qui s'appliquent aujourd'hui sur le volume de l'épargne. On arrive, à DGS, c'est 8

points de base, taxes 19,29 + 4,35. Je ne sais pas à combien on arrive au total si on ajoute tout ça plus les 11 points de base mais on doit être très loin de 40.

Hadrien Lavis : j'ai 42.

Rodolphe de Pierpont : Voilà. On est entre 40 et 45. Ça c'est la situation aujourd'hui pour une banque belge et cette situation n'est pas comparable avec ce qui se fait dans d'autres pays parce que ça n'existe pas dans d'autres pays. DGS, existe mais n'est pas nécessairement aussi élevé et les 11 points de base des comptes d'épargne n'existent pas non plus. C'est une problématique quelque part un peu belgo-belge lié aux taux.

Passage du compte d'épargne réglementé en non réglementé ? Là, il y a des règles d'avertir le client etc. Il y a un impact fiscal pour le client le cas échéant car il perd l'exonération des intérêts. Mais la perte d'exonération sur des intérêts inexistant, ce n'est pas grand-chose non plus. Là il y a un impact aussi à ce niveau-là. C'est clair que ce n'est pas « sexy » mais les banques qui font cela ne sont pas bien regardées, pas bien appréciées. Est-ce exclu ? Je n'en sais rien. C'est de nouveau la politique interne de chacune des banques. Ce qu'on peut espérer, c'est que d'une manière ou d'une autre la situation change, que les taux d'intérêt changent, que la cadre réglementaire change notamment au niveau des taxes bancaires et que ce problème disparaisse de lui-même.

Généralisation des taux variables ? Là on est dans une toute autre problématique, le taux variable sur le crédit hypothécaire je suppose. Là de nouveau, je pense qu'il faut s'arrêter un instant sur quelle est la situation en Belgique. Quelle est la situation ailleurs à l'étranger ? Pour la plupart des pays ailleurs en Europe, les taux fixes comme on les connaît ici, des taux fixes sur 20 ans, cela n'existe pas. Quand ils parlent de taux fixes, c'est une fixité de trois ans maximum et après c'est toujours variable. Il faut donc bien se rendre compte que la Belgique est dans une situation très spécifique parce qu'on a la possibilité, l'existence de ces taux fixes qui résultent de raisons historiques et la combinaison avec le fait que le Belge, a fortiori aujourd'hui avec des taux très bas, est très demandeur d'avoir ces taux fixes. Il achète quelque part en tant qu'emprunteur la sécurité et il fixe sur un très long délai. C'est un peu en « trompe l'œil ». Ce qui se passe, c'est que c'est un taux fixe qui n'est pas fixe puisque l'emprunteur peut moyennant une indemnité maximale de trois mois d'intérêts peut toujours faire diminuer ce taux. On a donc une fixité à

sens unique qui bloque la banque et qui ne bloque pas en tant que telle le client. Bien entendu, il y a des conditions, si le client change de banques, il doit refaire une inscription hypothécaire, il y a des frais de notaire etc. Mais c'est une fixité à sens unique. Que fait la banque quand elle octroie le crédit pour un certain nombre d'années, elle va se couvrir contre les variations de taux donc elle va prendre toute une série de couvertures. Dans le taux qui est demandé au client se trouve, ce n'est pas seulement du cash qu'elle va mettre dans sa poche, il y a une gestion du crédit. C'est le métier de la banque de faire ça, de gérer, d'avoir des dérivées. Imaginons qu'elle octroie un crédit à taux fixe de 2% environ sur 20 ans mais dans deux ans, le taux d'intérêt passe à 4%. Petit problème. Sur son crédit, elle reçoit du 2% et elle doit rémunérer son épargne à du 4%. Ceci est un exemple pour donner une image mais qui pourrait très bien se passer avec changement de circonstances économiques et de politique de la Banque Centrale Européenne. Pour couvrir ce risque, la banque sur la durée totale du crédit, les 20 ans, a pris toute une série d'éléments de couverture pour s'assurer qu'elle ne va pas tomber en faillite. Elle va s'assurer de pouvoir couvrir ses engagements au moment où elle devra couvrir ses engagements avec tout ce qu'elle a comme recette, des crédits, des mensualités qui sont payées sur toutes la durée des 20 ans. Ça c'est un petit peu le défi aujourd'hui avec les taux et la combinaison avec ces taux fixes qui sont à taux fixes à sens unique. Comme je disais tout à l'heure, on ne peut pas avoir tout et son contraire. On ne peut pas et demander aux banques d'octroyer du crédit pas cher, et avoir des banques qui soient pieds et poings liés dans une politique dans laquelle elles n'ont pas de marge de manœuvre alors qu'en fasse d'elles, le client emprunteur a la possibilité de changer de renégociations de contrat. Ça je pense que ce sont les grandes lignes de la problématique. Toute la question est de savoir qu'est-ce qu'on veut, vers quoi on veut aller, est-ce qu'on veut avoir une stabilité sur le long terme du marché du financement hypothécaire. Ce qui est clairement souhaité au niveau du secteur bancaire, c'est d'avoir un marché du crédit hypothécaire assez stable, avoir un octroi de crédits qui puisse continuer, qui puisse se faire à des personnes qui ont une capacité de remboursement, pas commencer à octroyer des crédits dans tous les sens et avoir soi-même une crise des *subprimes*, ce n'est pas le but. C'est un des éléments du débat. J'ai eu l'occasion de le dire dans la pression : les taux fixes vont disparaître du jour au lendemain ? Non. Il y a quelque part ce qui existe sur le marché mais est-ce qu'on ne devrait pas réfléchir à des formules qui soient plus adaptées avec souplesse, et qui soient au bénéfice du consommateur. Là c'est quelque

chose qui pourrait être réfléchi et discuté avec les autorités prudentielles et les autorités politiques.

BIBLIOGRAPHIE

Aglietta, M., & Valla, N. (2016). Taux d'intérêt négatifs et stagnation séculaire : politique monétaire ou choix sociétal ? *Panorama du CEPII*, n° 2016-01.

Arrêté Royal du d'exécution du Code des impôts sur les revenus 1992, AR/CIR 92.

Banque Alternative Suisse. (2015). *La Banque Nationale force la BAS à agir*. En ligne : <https://www.abs.ch/fr/a-propos-de-la-bas/la-bas-aujourd'hui/actualites/vue-simple/news/2015/02/24/nationalbank-zwingt-abs-zum-handeln/>, consulté le 16 juillet 2016.

Banque Centrale Européenne. (2000). *Rapport Annuel - 1999*. Francfort: BCE. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar1999fr.pdf?ac6eab1411649a684c3862c17537ebe9>, consulté le 1^{er} juin 2016.

Banque Centrale Européenne. (2001). *Rapport Annuel - 2000*. Francfort: BCE. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2000fr.pdf?9de69bcbe1922dd195e2514c4bf7450f>, consulté le 3 juin 2016.

Banque Centrale Européenne. (2002). *Rapport Annuel - 2001*. Francfort: BCE. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2001fr.pdf?29dff13f9345847f59cee234e0281b32>, consulté le 3 juin 2016.

Banque Centrale Européenne. (2003). *Rapport Annuel - 2002*. Francfort: BCE. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2002fr.pdf?e97b8e3e413c10fa46169207892e8218>, consulté le 3 juin 2016.

Banque Centrale Européenne. (2004). *Rapport Annuel - 2003*. Francfort: BCE. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2003fr.pdf?15f417199fb7cc4c65c1701976ac4e25>, consulté le 4 juin 2016.

Banque Centrale Européenne. (2006). *Rapport Annuel - 2005*. Francfort: BCE. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2005fr.pdf?1fa1da3dc97c5ad26eb922b05bb704d8>, consulté le 6 juin 2016.

Banque Centrale Européenne. (2009). *Purchase programme for covered bonds*. En ligne : https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html, consulté le 10 juin 2016.

Banque Centrale Européenne. (2010). *ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets*. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>, consulté le 15 juin 2016.

- Banque Centrale Européenne. (2011). *ECB announces measures to support bank lending and money market activity*. En ligne : https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html, consulté le 15 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2011). *ECB announces new covered bond purchase programme*. En ligne : https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111006_3.en.html, consulté le 15 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2012). *Technical features of Outright Monetary Transactions*. En ligne : http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html, consulté le 15 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2012). *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*. En ligne : <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>, consulté le 15 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2013). *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*. En ligne : <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html>, consulté le 22 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2013). *The usefulness of forward guidance*. En ligne : http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130926_1.en.html, consulté le 22 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2014). *ECB announces monetary policy measures to enhance the functioning of the monetary policy transmission mechanism*. En ligne : https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html, consulté le 23 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2016). *Asset purchase programmes*. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, consulté le 23 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2016). *Décisions de politique monétaire*. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.fr.html>, consulté le 23 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2016). *Implementation aspects of the public sector purchase programme (PSPP)*. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp.en.html>, consulté le 23 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2016). *La BCE, le SEBC et l'Eurosystème*. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.fr.html>, consulté le 4 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2016). *Le conseil de surveillance prudentielle*. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/ssm/html/index.fr.html>, consulté le 4 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2016). *Le Conseil des gouverneurs*. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.fr.html>, consulté le 4 juin 2016.
- Banque Centrale Européenne. (2011). *La mise en oeuvre de la politique monétaire dans la zone euro: Documentation générale concernant les instruments et procédures de politique monétaire dans l'eurosystème. Journal officiel de l'Union européenne*.
- Banque de France. (2010). *Les différentes sources de financement des entreprises : fonds propres et dettes*. En ligne : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/La_Banque_de_France/pdf/Fiche_102-BDF-Sources-fonds-propres.pdf, consulté le 19 juillet 2016.

- Banque de France. (2016). *Les taux directeurs*. En ligne : <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/changes-et-taux/les-taux-directeurs.html>, consulté le 3 juin 2016.
- Banque Nationale de Belgique. (2016). *Financial Stability Report 2016*. En ligne : <https://www.nbb.be/fr/articles/financial-stability-report-2016>, consulté le 14 juillet 2016.
- Banque Nationale de Belgique. (2016). *Glossaire: définition*. En ligne : <https://www.nbb.be/fr/glossaire/definition?id=t000012>, consulté le 14 juillet 2016.
- Banque Nationale de Belgique. (2016). *Rapport 2015*. Bruxelles, Belgique : BNB.
- BNP Paribas. (2007). *Actualité & Presse*. En ligne : <http://www.bnpparibas.com/actualites/presse/bnp-paribas-investment-partners-suspend-temporairement-calcul-valeur-liquidative-f>, consulté le 19 juillet 2016.
- Bordes, C. (2012). La Banque Centrale Européenne en action au cours de la crise. *La Revue du Financier*(34), pp. 47-64. En ligne : <http://larevuedufinancier.fr/197-4.pdf>
- Bureau Fédéral du Plan. (2016). *Communiqué de presse : En 2016, la croissance de l'économie belge devrait s'établir à 1,2%*. En ligne : http://www.plan.be/admin/uploaded/201602111459580.CP_budget_20160211_FR.pdf, consulté le 29 juillet 2016.
- Bureau Fédéral du Plan. (2016). *Indice des prix à la consommation - Prévisions de l'inflation*. En ligne : <http://www.plan.be/databases/17-fr-indice+des+prix+a+la+consommation+previsions+de+l+inflation>, consulté le 15 juillet 2016.
- Buron, S. (2016). *Le ral-bol des banques*. En ligne : <http://magazine.levif.be/makr/pour-abonnes/trends-tendances/printarticle/4545073/article>
- Buron, S. & Thomas, P.H. (2016). Les épargnants pris au piège. *Trends Tendances*. En ligne : <http://magazine.levif.be/makr/pour-abonnes/trends-tendances/printarticle/4395781/article>, consulté le 20 juillet 2016.
- Cliffe, M. (2016). *Negative rates, negative reactions*. En ligne : <http://l.facebook.com/l.php?u=http%3A%2F%2Fvoxeu.org%2Farticle%2Fnegative-rates-negative-reactions&h=8AQGgLdmB>, consulté le 5 août 2016.
- Colombani, J.-M. (2001). Voyage au Centre de la BCE. *Le Monde*, 7. En ligne : http://www.cvce.eu/content/publication/2001/12/13/56851fcf-03d5-44da-be57-2953ec513554/publishable_fr.pdf, consulté le 3 juin 2016.
- Colmant, B. (2014). *Taux d'intérêt bas : danger*. La Libre.be. En ligne : <http://l.facebook.com/l.php?u=http%3A%2F%2Fwww.lalibre.be%2Fdebats%2Fopinions%2Ftaux-d-interet-bas-danger-548719b435707696bb01d739&h=8AQGgLdmB>, consulté le 16 juillet 2016.
- Commission Européenne. (2014). *Union Economique et Monétaire*. En ligne : http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_fr.htm, consulté le 4 juin 2016.

- Commission Européenne. (2015). *L'euro*. En ligne : http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/index_fr.htm, consulté le 1^{er} mai 2016.
- Conseil Européen. (2015). *Exigences de fonds propres dans le secteur bancaire*. En ligne : <http://www.consilium.europa.eu/fr/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements/>, consulté le 19 juillet 2016.
- Constancio, V. (2015). *Assessing the new phase of unconventional monetary policy at the European Central Bank*. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150825.en.html>, consulté le 22 juin 2016.
- De Grauwe, P. (2009). *Economics of Monetary Union* (éd. 8e). Oxford: Oxford University Press.
- Delafortrie, S. & Springael, C. (2016). *Taxe annuelle unique sur les établissements de crédit*. En ligne : <http://www.presscenter.be/fr/pressrelease/20160513/taxe-annuelle-unique-sur-les-etablissements-de-credit>, consulté le 14 juin 2016.
- DH.be. (2015). *Tarifs en forte hausse chez Belfius Banque*. En ligne : <http://www.dhnet.be/conso/consommation/tarifs-en-forte-hausse-chez-belfius-banque-5637afab3570bccfaec359d5>, consulté le 31 mai 2016.
- DHB Bank. (2016). *DHB Epargne: communication à la clientèle : DHB Bank cessera ses activités de dépôt en Belgique*. En ligne : <https://www.dhbbank.be/fr-BE/Home/Epargne.aspx>, consulté le 30 juillet 2016.
- DeRedactie.be. (2016). *Stad Gent leent voor het eerst negatief*. En ligne : <http://deredactie.be/cm/vrtnieuws/regio/oostvlaanderen/1.2541549>, consulté le 31 mai 2016.
- De Witte, I. (2015). *ING Belgique prête pour les taux d'intérêt négatifs*. Trends Tendances. En ligne : <http://moneytalk.levif.be/finance-et-bourse/epargne/ing-belgique-prete-pour-les-taux-d-interet-negatifs/article-normal-373443.html>, consulté le 25 juin 2016.
- Drudi, F., Durré, A., & Mongelli, F. P. (2012, septembre). *The interplay of economic reforms and monetary policy: the case of the euro area*. Consulté le juin 8, 2016, sur Banque Centrale Européenne: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1467.pdf?b6e90fce56c35a56359fac0b52e08e84>
- Drumatz, F., & Pfister, C. (2010). *Politique monétaire*. Bruxelles: De Boeck.
- Duisenberg, W. (1999, Avril 8). *ECB Press conference: Introductory statement*. En ligne : Européenne: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/1999/html/is990408.en.html>, consulté le 1^{er} juin 2016.
- FEBELFIN. (2012). *Le bilan bancaire*. En ligne : <http://www.lesbanquesetlasociete.be/le-bilan-bancaire>, consulté le 1^{er} juillet 2016.
- Gallo, P. & Nille, J. (2016). *Le taux du livret peut être de 0%...* En ligne : http://monargent.lecho.be/epargner/Le_taux_du_livret_peut_etre_de_0.9739012-2221.art?ckc=1

- Hannoun, H. (2015). *Ultra-low or negative interest rates: what they mean for financial stability and growth*. En ligne: https://www.febelfin.be/sites/default/files/InDepth/ultra-low_or_negative_interest_rates.pdf
- Henrard, L. & Olieslagers, R. (2015). *Risk management of financial institutions (part II)*. Louvain-la-Neuve, Belgique: UCL.
- Inflation. (2016). *Historic harmonised inflation Europe - HICP Inflation*. En ligne: <http://www.inflation.eu/inflation-rates/europe/historic-inflation/hicp-inflation-europe.aspx>, consulté le 4 juin 2016.
- Jennotte, A. (2016). *Crédit hypothécaire: la fin des taux fixes?* En ligne : <http://www.lesoir.be/1230402/article/economie/2016-06-05/credit-hypothecaire-fin-des-taux-fixes>
- KPMG. (2016). *The cumulative impact of regulation, taxes of regulation and a low interest rate environment. An impact analysis on the Belgian banking sector*. En ligne: <https://www.febelfin.be/en/cumulative-impact-regulation-taxes-and-a-low-interest-rate-environment> , consulté le 10 août 2016.
- LeSoir.be. (2015). *KBC applique des taux d'intérêts négatifs*. En ligne : <http://www.lesoir.be/858523/article/actualite/fil-info/fil-info-economie/2015-04-23/kbc-applique-des-taux-d-interets-negatifs>
- Loi transposant la directive 2014/49/UE relative aux systèmes de garantie des dépôts et portant des dispositions diverses du 12 mai 2016.
- Malengreau, D. (2016). *Les banques belges réussissent leurs stress tests*. En ligne : http://www.lecho.be/entreprises/banques/Les_banques_belges_reussissent_leurs_stress_tests.9793568-3027.art?ckc=1&ts=1470242148
- Mishkin, F. (2013). *Monnaie, banque et marchés financiers* (éd. 10e). Montreuil, France: Pearson France.
- Le Monde, (1999, avril 10). Editorial. *Le Monde*.
- Parlement Européen. (2015). *Monetary Policy of the European Central Bank: strategy, conduct and trends*. En ligne: [http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_IDA\(2015\)549005](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_IDA(2015)549005)
- Praet, P. (2013). *Forward guidance at the ECB*. En ligne : <http://voxeu.org/article/forward-guidance-and-ecb>, consulté le 22 juin 2016.
- Reding, P. (2016). *Monnaie et Finance*. Namur: Université de Namur.
- SPF Finances. (2016). *Système de protection*. <http://fondsdegarantie.belgium.be/fr/systeme-de-protection>, consulté le 20 juillet 2016.
- Traité de Maastricht du 7 février 1992 sur l'Union Européenne.

- Tobin, J. (1969). A general Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit, and Banking*, I, pp. 15-29.
- Trends Tendances. (2016). *Bientôt des taux négatifs pour les super-riches ?* En ligne : http://trends.levif.be/economie/banque-et-finance/bientot-des-taux-negatifs-pour-les-super-riches/article-normal-499361.html#cxrecs_s
- Trends Tendances. (2016). Johan Van Overtveldt sur la baisse des taux: "Les gens perdent déjà suffisamment d'argent". *Trends Tendances*. En ligne : <http://trends.levif.be/economie/politique-economique/johan-van-overtveldt-sur-la-baisse-des-taux-les-gens-perdent-deja-suffisamment-d-argent/article-normal-473595.html>
- Union Européenne. (2012). Protocole (N°4) sur les statuts du système européen de Banques centrales et la Banque Centrale Européenne. *Journal officiel de l'Union Européenne*, 21.