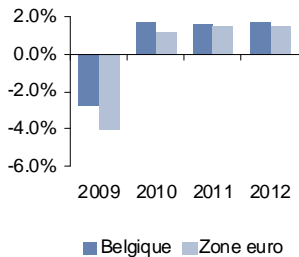


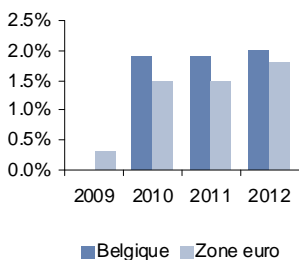
N° 2010 - 4
Août 2010

Croissance du PIB



Source: Thomson Reuters, ING

Inflation



Source: Thomson Reuters, ING

ING Focus

Le patrimoine retrouvé grâce à l'épargne

ING Focus se concentre ce mois-ci sur l'évolution du patrimoine financier des ménages belges pendant et après la crise. L'étude montre que s'il est bien avéré que le patrimoine a atteint un nouveau record historique, cela est autant lié à un incroyable effort d'épargne qu'à un retour progressif des actifs à leur valorisation d'avant-crise.

- Pendant la crise, les pertes liées aux effets de valorisation négatifs ont avoisiné les 125 milliards d'euros
- Jusqu'à présent, le redressement des bourses n'a permis d'effacer qu'un peu moins de 72 milliards d'euros de ces pertes
- Les pertes restantes ont été plus que compensées par l'épargne de 87 milliards d'euros nouvellement constituée...
- Le cumul de ces effets a permis au patrimoine financier de dépasser son niveau d'avant-crise d'un peu plus de 34 milliards d'euros
- Cependant, la structure du patrimoine a changé et les belges semblent afficher encore plus d'aversion au risque qu'auparavant...
- ...et restent plus que jamais les champions européens de l'épargne
- Alors que le patrimoine financier avait baissé de 87 milliards d'euros durant la crise, il atteint aujourd'hui 916 milliards d'euros, ce qui constitue un nouveau record historique.

L'économie belge en quelques chiffres (% YoY)

	2009	2010	2011p	2012p
PIB	-2.8	1.7	1.6	1.7
Consommation privée	-0.3	1.6	1.5	1.8
Investissement	-5.3	-1.8	2.1	3.6
Dépenses gouvernementales	0.6	0.9	0.7	0.6
Contribution du commerce extérieur	-0.5	0.4	0.3	0.2
Inflation	-0.1	1.9	1.9	2
Taux de chômage harmonisé (%)	7.9	8.5	8.3	8.2
Solde budgétaire en % du PIB	-6	-4.8	-4.1	-3

Source: Belgostat, ING

Oscar Bernal

Economist
Brussels +32 2 547 39 95
oscar.bernal@ing.be

Philippe Ledent

Economist
Brussels +32 2 547 31 61
philippe.ledent@ing.be

Le patrimoine retrouvé grâce à l'épargne

1. Introduction

La crise a fait perdre 87 milliards d'euros aux belges

Les statistiques officielles publiées il y a quelques semaines montrent que la perte de patrimoine liée à la crise a avoisiné 87 milliards d'euros. Cette perte s'est étalée entre le second trimestre de 2007 et le quatrième trimestre de 2008. Bien que cette perte ait été moins importante que nous ne l'avions estimé dans un premier temps, elle n'en demeure pas moins substantielle.

Le patrimoine atteint 916 mld d'euros...

Le patrimoine financier a bénéficié de la tendance globalement haussière affichée par les marchés boursiers depuis le second trimestre de 2009. La Banque Nationale estime ainsi qu'au premier trimestre de 2010, le patrimoine financier des particuliers belges s'établissait à 916 milliards d'euros, ce qui constitue un nouveau record.

... soit 34 mld d'euros de plus par rapport au dernier record

Le patrimoine financier a donc non seulement retrouvé son niveau d'avant-crise, mais il affiche en plus, malgré la crise, une progression d'un peu plus de 34 milliards d'euros par rapport à son dernier sommet.

2. Le prix du patrimoine retrouvé

L'effet de valorisation sur le patrimoine reste négatif...

Il serait toutefois erroné de considérer que le rebond des bourses a permis à lui seul d'effacer les pertes de patrimoine enregistrées durant la crise. En effet, malgré ce rebond, les effets de valorisations nets restent globalement négatifs et sont estimés à presque 53 milliards d'euros.

... mais 87 mld d'euros de nouveaux actifs ont été créés...

Tout au long de la crise, les belges ont continué d'épargner, c'est-à-dire de constituer de nouveaux actifs financiers. Cet apport de capital frais, estimé à 87 milliards d'euros, a en réalité contribué à compenser ces effets de valorisation négatifs ainsi qu'à la reconstitution du patrimoine.

...contribuant à la reconstitution du patrimoine

Globalement, les pertes enregistrées durant la première partie de la crise ont été amorties par l'épargne à hauteur de 40%. Le reste est principalement le résultat des effets de valorisation positifs amenés par la croissance des marchés boursiers.

Focus : Le patrimoine des belges dans tous ses états

Cet encadré analyse de manière plus précise l'évolution du patrimoine des ménages belges depuis le début de la crise. Une attention particulière a été donnée à l'examen de l'origine même de cette évolution. En effet, si le patrimoine financier augmente, cela peut être dû (i) à un apport frais d'épargne (la constitution d'actifs financiers) ou (ii) à un effet de valorisation positif (lorsque les actifs du patrimoine prennent de la valeur). L'effet de valorisation est calculé ici en mesurant la variation du patrimoine, et en soustrayant la somme des flux (dés)investis.

La colonne (IX) du tableau ci-dessous reprend l'évolution du patrimoine net des ménages. En mars 2010, ce dernier avait retrouvé et même légèrement dépassé son niveau d'avant-crise (il a en fait augmenté de 0,2 milliards d'euros). Bien que le patrimoine net ait retrouvé son niveau initial, c'est au prix de variations importantes : -107 milliards d'euros dans la première phase de la crise (jusqu'à fin 2008) et +107 milliards d'euros depuis que le « creux » a été atteint. A noter que si le patrimoine net se maintient virtuellement à son niveau de départ, c'est parce que le total des actifs et du passif ont progressé en parallèle d'environ 34 milliards d'euros.

Alors que l'évolution du passif peut être qualifiée de très monotone (s'agissant

majoritairement de prêts hypothécaires, l'effet de valorisation est quasi nul et si l'endettement augmente à un rythme stable d'environ 3,0 milliards d'euros par trimestre c'est à cause essentiellement de la tendance de long terme haussière des prix de l'immobilier), il n'en va pas de même pour les actifs.

Durant la première phase de la crise, le total des actifs a diminué de 87 milliards d'euros. Cette perte aurait pu cependant être encore bien plus importante (jusqu'à 125 milliards d'euros) si les ménages n'avaient pas continué à épargner à concurrence d'un peu plus de 37 milliards d'euros. On notera que cette épargne s'est très largement dirigée vers les investissements les moins risqués. Toutefois, l'investissement en actions cotées n'a pas été complètement délaissé, les ménages belges y consacrant pas moins de 6,6 milliards d'euros, alors même que leur portefeuille d'actions se dépréciait de 73 milliards d'euros. Par contre, les prises de participations (SICAV et autres) ont été boudées par les ménages, le désinvestissement dans ces produits (qui atteint quasi 16 milliards d'euros sur cette période) dépassant même la dépréciation des actifs de cette classe.

	Num. et dépôts (I)	Oblig. (II)	Actions cotées (III)	Act. non- cotées (IV)	Autres part. (V)	Autre (VI)	Total actifs (VII)	Total passif (VIII)	Total actifs nets (IX)
juin 2007 – déc. 2008									
Var. niveau patrimoine	3.5	13.9	-66.4	-19.3	-28.3	9.6	-87.1	19.6	-106.6
dont flux effectif	8.2	15.0	6.6	7.2	-15.9	16.3	37.4	20.2	17.2
Effet valorisation	-4.7	-1.1	-73.0	-26.6	-12.4	-6.7	-124.5	-0.6	-123.9
déc. 2008 – mars 2010									
Var. niveau patrimoine	27.3	10.6	22.3	40.7	5.2	15.4	121.5	14.7	106.8
dont flux effectif	25.9	13.1	-1.0	2.6	-5.3	14.6	49.9	14.6	35.3
Effet valorisation	1.4	-2.5	23.3	38.1	10.5	0.8	71.6	0.1	71.5
juin 2007 – mars 2010									
Var. niveau patrimoine	30.8	24.5	-44.1	21.4	-23.2	25.0	34.4	34.2	0.2
dont flux effectif	34.1	28.1	5.6	9.8	-21.2	30.9	87.3	34.8	52.5
Effet valorisation	-3.3	-3.6	-49.7	11.6	-2.0	-5.9	-52.9	-0.6	-52.3

Source : Belgostat, ING (milliards d'euros)

A partir de 2009, l'évolution des marchés a été plus favorable. Le total des actifs financiers a augmenté de près de 122 milliards d'euros depuis décembre 2008, dont 72 milliards d'euros sont issus d'une valorisation plus élevée des actifs détenus (à l'exception des obligations dont l'effet de valorisation est négatif). S'y ajoutent environ 50 milliards d'euros d'épargne supplémentaire. Tout comme dans la première phase de la crise, ce sont les actifs les moins risqués qui ont été privilégiés, le désinvestissement dans les participations de type SICAV se poursuivant et s'étendant même au marché d'actions cotées.

Si le total des actifs financiers a progressé de 34 milliards depuis la mi-2007, c'est donc surtout grâce à l'épargne des ménages, qui atteint 87 milliards d'euros sur l'ensemble de la période allant du second trimestre de 2007 au premier trimestre de 2010. En revanche, la différence entre la progression du total des actifs et l'épargne effective montre que les marchés ne sont pas encore revenus à leur niveau d'avant crise, et le portefeuille des ménages subit en fait encore une dépréciation de l'ordre de 53 milliards d'euros. La plus grande part de cet effet de valorisation négatif est, sans surprise, attribuable aux actions cotées. Notons cependant qu'il s'agit simplement d'un effet de valorisation qui ne correspondrait à une perte sèche que si le portefeuille était réalisé. Cet effet de valorisation pourrait donc se résorber en fonction de l'évolution des marchés.

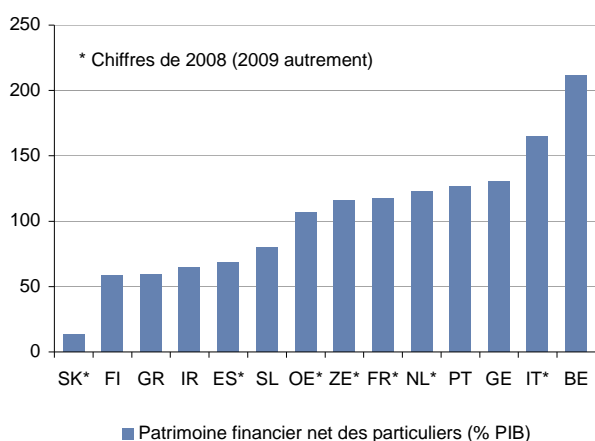
Le patrimoine financier net des belges est le plus élevé de la Zone euro

L'examen du patrimoine financier net (c'est-à-dire corrigé pour le passif) fournit un éclairage complémentaire sur le rôle qu'a eu la constitution de nouveaux actifs financiers dans le processus de reconstitution du patrimoine. Le patrimoine net peut en effet être assimilé à une mesure étendue de l'épargne. Or, rapporté au PIB, ce patrimoine avoisine 210% du PIB en Belgique et apparaît comme le plus élevé de la Zone euro, dépassant (et de loin) des pays comme l'Allemagne, la France et les Pays-Bas. En d'autres termes, les belges s'affichent comme les champions européens de l'épargne toute catégorie.

Le goût pour l'épargne est structurel

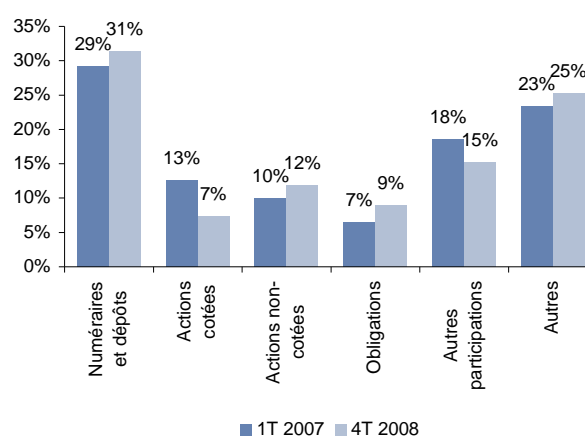
La forte propension des ménages belges à épargner peut s'expliquer par le principe d'équivalence ricardienne qui suppose que les ménages épargnent, lorsque l'Etat s'endette (dans le cadre d'une politique de relance par exemple), en anticipation de la hausse future des impôts nécessaire au remboursement de cette dette. Le fort taux d'épargne des belges (un des plus élevés d'Europe) et le niveau de la dette publique suggèrent que ce principe pourrait être vérifié en Belgique.

Gr 1 Patrimoine financier net en rapport au PIB



Source: Eurostat

Gr 2 Evolution du patrimoine financier



Source: Belgostat, ING

3. La recherche de la sécurité

Les avoirs détenus en actions cotées ont le plus souffert de la crise...

Depuis l'éclatement de la crise des subprimes, la structure du patrimoine financier des belges a évolué vers davantage de sécurité ce qui révèle une plus grande aversion au risque dans le chef des particuliers belges. On peut assimiler ce phénomène à la « fuite vers la qualité ». La forte baisse des avoirs détenus sous la forme d'actions cotées en bourse (de 13% du total des actifs avant la crise à seulement 7% au premier trimestre de 2010) illustre ce point. Toutefois, cette diminution est principalement due à des effets de valorisation négatifs. Ces effets sont estimés à près de -50 milliards d'euros alors que, en parallèle, les investissements totaux nets en actions cotées ne se sont élevés qu'à environ 5,6 milliards d'euros.

...au profit des dépôts d'épargne...

Le recul de la part des avoirs détenus sous la forme d'actions cotées en bourse a été compensé par une augmentation de presque l'ensemble des autres comptes. Parmi ceux-ci, on retiendra en particulier celui des « numéraires et dépôts » et celui des « obligations » dont les parts dans le patrimoine total ont augmenté respectivement de 29% à 31% et de 7% à 9%. Les « autres participations » – reprenant notamment les placements dans des organismes d'investissements collectifs – ont aussi subi une baisse importante en raison de la chute du marché d'actions.

...et des obligations

L'évolution de la part des obligations dans le patrimoine est interpellante. En effet, en dépit du fait que la part des obligations demeure encore modeste et qu'elle se soit stabilisée depuis quelques trimestres, la tendance baissière qu'elle suivait depuis le

début des années 1990 semble enfin s'être inversée. Il est encore trop tôt cependant pour déterminer si cet inversement sera durable. En effet, un phénomène similaire, quoique très éphémère, avait été observé après la crise de 2000.

28 mld d'euros ont été investis en obligations depuis le début de la crise

L'engouement pour les obligations témoigne clairement d'une volonté de se tourner vers des actifs jugés plus sûrs. Depuis le début de la crise, en effet, les investissements totaux nets en obligations ont dépassé 28 milliards d'euros. A noter que ce sont essentiellement les obligations d'entreprises qui ont bénéficié de cet engouement même si les obligations d'Etat en ont aussi profité (malgré les craintes liées aux problèmes budgétaires dans certains pays européens).

Le volume des dépôts d'épargne restent proche de leur maximum historique

Par ailleurs, en ce qui concerne les dépôts d'épargne, bien que leur part dans le patrimoine total ait diminué depuis le second trimestre de 2009, elle reste très proche de son record historique. De plus, le montant total des dépôts d'épargne en Belgique n'a jamais été aussi élevé et dépasse 200 milliards d'euros. Ce phénomène reflète vraisemblablement une volonté forte de la part des particuliers de maintenir leurs avoirs sous une forme facilement mobilisable et protégée par des garanties d'Etat. A cet égard, il semble donc que la crise financière n'ait pas significativement écorné la confiance des particuliers vis-à-vis du secteur bancaire.

4. Conclusion

La crise a eu des conséquences importantes

La crise a eu des conséquences importantes pour le patrimoine financier des belges. Cependant, le fait que celui-ci ait retrouvé son niveau d'avant crise occulte les changements intervenus en son sein et les facteurs qui ont rendu possible sa reconstitution.

Sans l'apport de capital frais, les pertes enregistrées n'auraient pas été effacées

Deux enseignements principaux peuvent être tirés. Le premier est que s'il est vrai que le patrimoine financier des belges a repris des couleurs, c'est quasiment autant grâce au redressement des marchés qu'à l'apport accru de capitaux frais au sein du patrimoine. En d'autres termes, il est erroné d'affirmer que les pertes enregistrées durant la crise ont été totalement effacées par le rebond boursier. Les effets de valorisation négatifs demeurent en effet importants.

Les particuliers continuent de se détourner des actifs jugés risqués

Le second enseignement est que les particuliers belges semblent se détourner des actifs jugés les plus risqués au profit d'actifs réputés sûrs (essentiellement vers les dépôts d'épargne et les obligations). Ce phénomène traduit le fait que vraisemblablement, l'environnement économique et financier est encore jugé très incertain.

Disclaimer

Les opinions exprimées dans ce rapport sont le reflet exact des opinions personnelles des analystes à propos des titres et des émetteurs cités dans ce document. Aucune tranche de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée à l'inclusion de recommandations ou opinions spécifiques dans ce rapport.

Les analystes qui ont participé à la préparation de cette publication respectent tous les exigences nationales liées à leur profession.

Cette publication a été préparée au nom de ING (dans le cas présent ING Groep NV, sis aux Pays-Bas, et certaines de ses filiales et succursales) pour ses clients, uniquement à titre informatif. ING fait partie du Groupe ING (dans le cas présent ING Groep NV et ses sociétés filiales et apparentées). Cette publication ne constitue pas une recommandation de placement ni une offre ou une incitation à acheter ou vendre des instruments financiers. Même si toutes les précautions ont été prises pour assurer que les informations contenues dans ce document ne soient ni erronées, ni trompeuses au moment de la publication, ING ne peut en garantir ni l'exactitude ni l'exhaustivité. Les informations contenues dans ce document peuvent être revues sans avis préalable.

ING Groep et ses cadres dirigeants, employés et mandats liés et discrétionnaires peuvent, dans les limites autorisées par la loi, avoir des positions longues ou courtes ou peuvent par ailleurs avoir des intérêts dans des transactions ou des investissements (en ce compris des produits dérivés) auxquels fait référence cette publication. En outre, ING Groep peut fournir ses services bancaires, d'assurances ou de gestion de patrimoine aux, ou solliciter de telles services auprès des, sociétés citées dans cette publication.

Ni ING ni aucun de ses cadres dirigeants ou employés ne peuvent être tenus pour responsables d'éventuelles pertes directes ou indirectes suite à l'utilisation de cette publication ou de son contenu. Cette publication est soumise à la protection du copyright et des droits des bases de données et ne peut être reproduite, distribuée ou publiée par quiconque, quel que soit l'objectif, sans l'accord préalable de ING. Tous droits réservés.

Tous les investissements mentionnés dans ce document peuvent comporter des risques considérables, ne sont pas nécessairement disponibles dans toutes les juridictions, peuvent être illiquides et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. La valeur ou les revenus des investissements cités dans cette publication peuvent fluctuer et/ou être influencés par l'évolution des taux de change. Les performances passées ne constituent en rien une indication des résultats futurs. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions de placement sans se baser sur cette publication. Seuls les investisseurs disposant d'une connaissance et d'une expérience suffisantes dans le domaine financier pour pouvoir en évaluer les mérites et les risques peuvent envisager d'investir dans les émetteurs et les marchés auxquels fait référence cette publication. Toute autre personne ne devrait pas prendre de décision sur la base de cette publication.

Cette publication est émise: 1) au Royaume-Uni seulement à l'attention des personnes prévues dans les articles 19, 47 et 49 du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 et ne doit pas être distribuée, directement ou indirectement, aux autres catégories de personnes (en ce compris les investisseurs privés); 2) en Italie, seulement à l'attention des personnes décrites dans l'article No. 31 de la réglementation Consob No. 11522/98; 3) aux Etats-Unis, seulement à l'attention des investisseurs institutionnels qualifiés (QIB) et des grandes entreprises.

Les clients doivent prendre contact avec des analystes auprès de, et exécuter des transactions via, une entité ING de leur juridiction nationale sauf si la loi en vigueur le permet d'agir autrement. ING Bank N.V. ses succursales et/ou ses filiales sont toutes enregistrées et contrôlées par les autorités de contrôle nationales concernées.

ING Bank N.V. est agréée par la banque centrale néerlandaise et est supervisée par la Authority for the Financial Markets. Elle est sise aux Pays-Bas et est enregistrée aux Pays-Bas (numéro 33031431) à Amstelveenseweg 500, 1081 KL, Amsterdam. ING Financial Markets LLC, qui est membre du NYSE, du NASD et du SPIC et qui fait partie de ING, a accepté la responsabilité de la distribution de ce rapport aux Etats-Unis conformément aux dispositions en vigueur.

En Belgique, l'éditeur responsable est Peter Vanden Houte, avenue Marnix 24, 1000 Bruxelles.