

Évolution de la consommation privée durant les trois dernières années

V. Baugnet
L. Dresse

Introduction

À l'instar de ses partenaires de la zone euro et de la plupart des pays avancés, l'économie belge a essuyé de profondes turbulences au cours des trois dernières années. La crise financière qui s'est rapidement propagée à la suite de la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers en septembre 2008, puis l'effondrement du commerce international et la récession généralisée de l'activité au niveau mondial jusqu'à la mi-2009 ont, via différents canaux, affecté le comportement des entreprises et des particuliers. Depuis, la situation s'est redressée, sous l'impulsion notamment de politiques monétaires et budgétaires accommodantes, mais les incertitudes demeurent élevées compte tenu des importants efforts de consolidation qu'il reste à mener.

Aujourd'hui, il apparaît que la Belgique a relativement mieux traversé la récession que la zone euro dans son ensemble et que la plupart des économies qui la composent. Au début de 2011, elle a été parmi les premiers pays membres de la zone à voir son PIB dépasser le niveau observé au début de 2008, avant que la récession ne survienne.

Dans ce contexte, il a paru intéressant de se pencher sur l'évolution des dépenses de consommation des particuliers au cours des trois dernières années. Traditionnellement, la consommation privée est censée jouer un rôle stabilisateur face aux fluctuations conjoncturelles, mais les chocs sur l'activité et l'emploi, le patrimoine financier ou l'incertitude ont été cette fois si forts que la consommation a pu en pâtir. L'objectif de cet article est donc d'apporter un éclairage sur les interactions entre la situation

économique générale et la consommation privée durant la récession et la phase de reprise récente.

À cet effet, la première partie de l'article revient sur les évolutions relatives du PIB et de la consommation en Belgique, à la fois dans la perspective des quatre dernières décennies et durant la dernière phase conjoncturelle. Ce dernier point est complété par une comparaison internationale. La seconde partie met en évidence le rôle des principaux déterminants de l'évolution de la consommation privée, tels qu'ils interviennent notamment dans le modèle économétrique de l'économie belge utilisé par la Banque. Les principaux enseignements sont résumés en conclusion.

1. Consommation et activité

1.1 Mise en perspective historique

Pour apprécier la manière dont la consommation privée a évolué durant la phase récente de récession, en 2008-2009, et celle de reprise, ensuite, il est utile de retenir une perspective plus longue pour analyser la relation entre cette composante de la demande et le PIB.

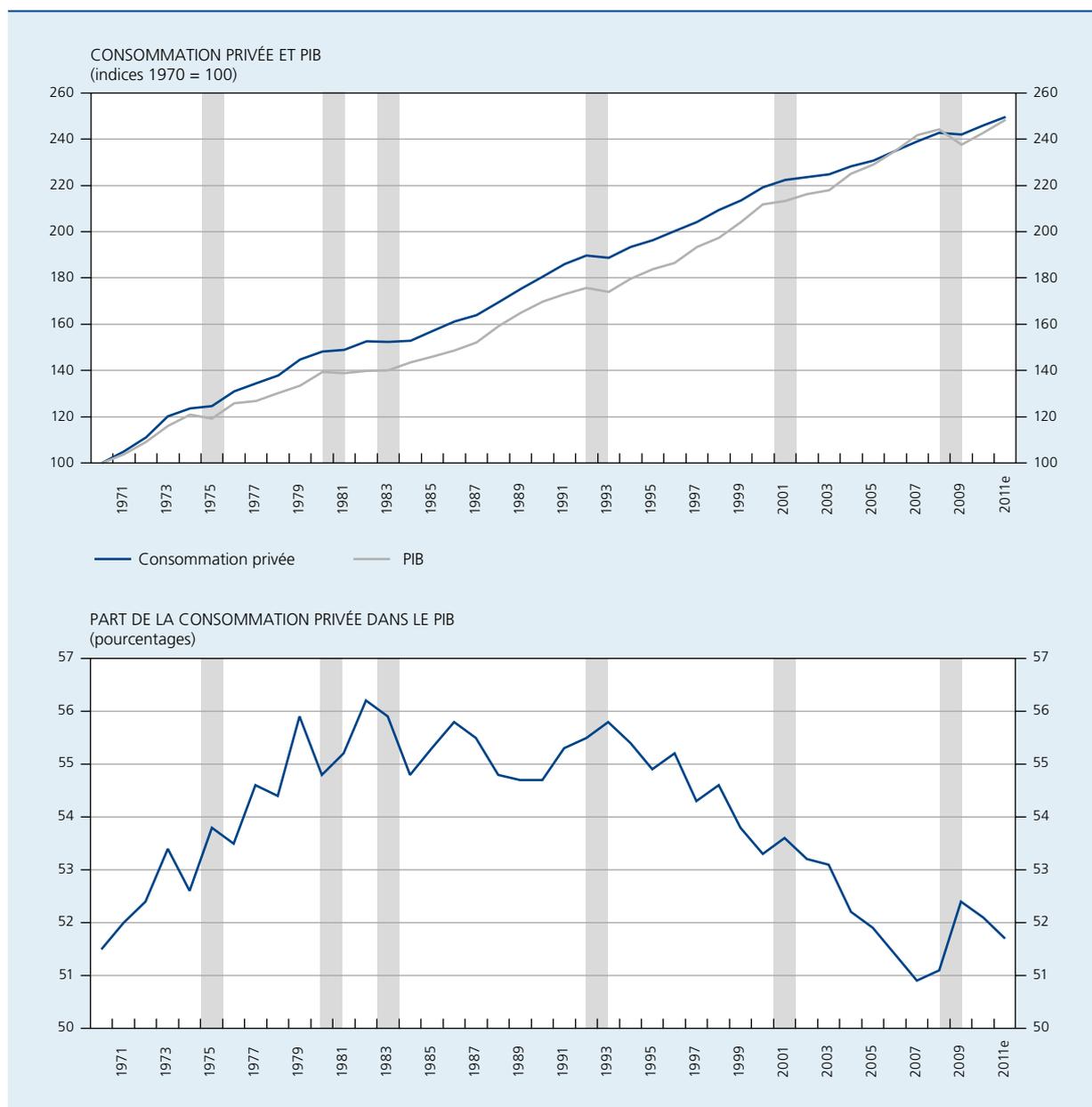
De l'analyse des données pour la Belgique depuis 1970, reconstruites par la CE de manière à gommer l'effet des ruptures méthodologiques, il ressort que l'évolution de la consommation privée a, de manière générale, été proche de celle de l'activité au cours des quatre dernières décennies. Sa progression a toutefois été initialement un peu plus rapide jusqu'à la première moitié des années

1980, puis légèrement moins dynamique, en particulier entre 1995 et 2007.

Dès lors, sur l'ensemble de la période, calculées sur la base de séries chaînées en volume et exprimées aux prix de 2000 de manière à faire abstraction de l'évolution relative des déflateurs de ces deux variables pour considérer uniquement les évolutions en volume, les dépenses de consommation privée ont représenté en moyenne 53,9 %

du PIB. Elles constituent de loin la principale composante de la demande, du moins si l'on considère les échanges extérieurs de biens et services en termes nets. Cette part est passée de 51,5 % en 1970 à 56,2 % en 1982, avant de revenir à 52,1 % en 2010, soit un niveau proche de celui du début de la période considérée. Exprimée en terme nominaux, cette part a eu un profil similaire; elle s'est établie en moyenne à 54,3 %, atteignant environ 53 % tant en 1970 qu'en 2010.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION SUR LONGUE PÉRIODE DE LA CONSOMMATION PRIVÉE ET DU PIB ⁽¹⁾



Sources : CE, BNB.

(1) Données brutes, séries chaînées en volume, exprimées aux prix de 2000.

Note : Les zones grisées correspondent aux périodes de récession identifiées sur la base d'un recul du niveau du PIB durant deux trimestres consécutifs; à défaut de données trimestrielles avant 1980, la récession de 1975 a été identifiée sur la base du recul du niveau annuel moyen du PIB par rapport à l'année précédente.

Au-delà de ces résultats sur l'ensemble de la période, une analyse plus détaillée de la corrélation entre les mouvements du PIB et ceux de la consommation privée s'impose autour des phases de récession. Outre la récession traversée à la fin de 2008 et au début de 2009, quatre épisodes de ce type peuvent être identifiés depuis 1970 selon la définition usuelle d'un recul du niveau du PIB durant deux trimestres consécutifs⁽¹⁾ : ceux de 1975, du début des années 1980⁽²⁾, de 1992-1993 et de 2001.

Ces épisodes de contraction de l'activité n'ont eu ni la même amplitude ni la même durée. Ils ont cependant tous affecté l'évolution annuelle moyenne de la consommation privée en volume, en entraînant soit un fort ralentissement du rythme d'expansion, comme lors des récessions de 1975 ou de 2001, soit un recul, durant les autres épisodes. Si l'ampleur de la réaction de la consommation aux mouvements conjoncturels de l'activité a varié d'un épisode à l'autre, l'amplitude des mouvements de la consommation a dans tous les cas été moindre que celle des mouvements du PIB, de sorte que le ratio qui rapporte celle-ci au PIB a eu tendance à augmenter temporairement en période de récession. Ce fut particulièrement le cas lors des récessions de 1975 et du début des années 1980 pendant lesquelles ce ratio avait augmenté de plus de 1 point de PIB. Certes ces mouvements de nature conjoncturelle s'ajoutent aux tendances de moyen terme décrites plus haut et l'évolution du ratio est également affectée d'une variabilité de court terme. Néanmoins, chaque période de récession de l'activité est systématiquement marquée par une hausse de la part de la consommation. Elle résulte du fait que les inflexions conjoncturelles sont généralement provoquées par des chocs émanant de la demande extérieure, des investissements, ou de la variation des stocks, tandis que la consommation privée a plutôt tendance à les amortir. On remarque aussi que les augmentations temporaires de la part de la consommation dans le PIB se sont accompagnées d'une hausse de la part des salaires dans le PIB. Comme nous le détaillerons ultérieurement, ces mouvements sont liés entre eux, et s'expliquent principalement par la résilience à court terme des revenus des particuliers, en particulier les revenus du travail, face aux chocs conjoncturels.

Qu'en est-il de la récession récente ? En 2009, la consommation privée s'est réduite de 0,2 % en volume par rapport à la moyenne de 2008, ce qui représente une baisse significative comparativement aux épisodes antérieurs.

(1) À défaut de données trimestrielles avant 1980, la récession de 1975 a été identifiée sur la base du recul du niveau annuel moyen du PIB par rapport à l'année précédente.

(2) Au début des années 1980, des phases de récession ont été enregistrées spécifiquement au cours des années 1980-1981 et 1983 ; en 1982, la croissance du PIB en volume a certes été positive, mais extrêmement faible. Par extension, nous désignons dans cet article l'ensemble de la période comme celle de la récession du début des années 1980.

Ce n'est qu'en 1993 que la baisse de la consommation privée a été plus importante, atteignant 0,3 %. Toutefois, rapportée à la contraction extrêmement brutale de l'output (-2,7 % en volume en moyenne en 2009), la baisse de la consommation privée est particulièrement limitée. En témoigne la forte hausse du ratio consommation privée/PIB, qui a bondi de 1,3 point de pourcentage, passant de 51,1 % en 2008 à 52,4 % en 2009.

Suivant l'approche de la comptabilité nationale, les mouvements d'une année à l'autre du ratio de la consommation au PIB peuvent être décomposés entre la variation de la part du revenu disponible, d'une part, et celle de l'épargne, d'autre part. C'est ce qui est fait dans le graphique 2 pour la période commençant en 1985, les données disponibles ne permettant pas de remonter plus loin.

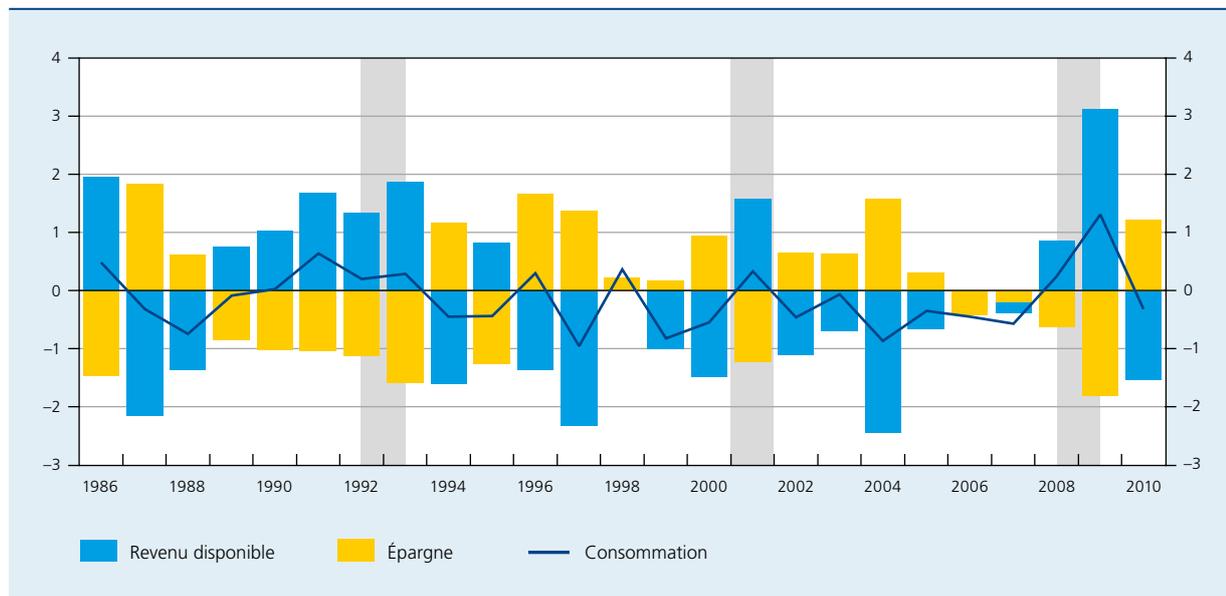
Le premier terme reflète la manière dont le revenu disponible évolue par rapport à l'activité. En général, on observe une évolution plus positive du revenu disponible en période de récession économique. Ce fut le cas lors de la récession de 2008-2009, mais aussi de celles de 2001 et de 1992-1993. A priori, cette résilience du revenu disponible peut s'expliquer par plusieurs facteurs. D'une part, l'emploi ne réagit généralement qu'avec retard aux mouvements de l'activité et, du côté des salaires, les adaptations conventionnelles réelles sont négociées pour des périodes de deux ans, ce qui limite l'ajustement des revenus du travail face à des chocs imprévus. D'autre part, les mécanismes de transferts sociaux sont aussi de nature à limiter la baisse des revenus en période de basse conjoncture, que ce soit par le caractère contra-cyclique des allocations de chômage ou par le fait que les pensions suivent une évolution régulière, indépendamment du cycle conjoncturel. À ces mécanismes généraux peuvent s'ajouter, suivant le cas, des facteurs propres à chaque récession, par exemple sous la forme de mesures discrétionnaires touchant à la fiscalité ou de décalages entre l'inflation et l'indexation, celle-ci s'appliquant à une large part des revenus.

Le second terme de la décomposition de l'évolution du ratio consommation/PIB reflète l'évolution de l'épargne des particuliers : un accroissement de celle-ci pèse sur la consommation, et est donc représenté par une flûte négative dans le graphique 2. Dans ce graphique, on observe généralement une hausse du taux d'épargne des ménages lors des récessions, ce qui a tendance à atténuer l'effet de la résilience du revenu disponible sur la consommation pendant ces périodes.

Plus généralement, les fluctuations du revenu disponible courant, tant à la hausse qu'à la baisse, donnent généralement lieu à des mouvements dans le même sens du taux d'épargne – soit des évolutions opposées dans le

GRAPHIQUE 2 DÉCOMPOSITION DE LA PART DE LA CONSOMMATION PRIVÉE DANS LE PIB

(différence annuelle, en points de pourcentage du PIB)⁽¹⁾



Sources : CE, BNB.

(1) Données brutes.

Note : Les zones grisées correspondent aux périodes de récession identifiées sur la base d'un recul du niveau du PIB durant deux trimestres consécutifs.

graphique 2 –, ce qui a pour effet de lisser dans le temps la consommation des ménages face à la volatilité du revenu courant. Ce phénomène illustre le fait que les particuliers, à moins d'être budgétairement contraints, ne déterminent pas leur niveau de consommation pour une période donnée uniquement en fonction de leurs revenus courants, mais tiennent aussi compte de leurs anticipations quant aux revenus dont ils bénéficieront dans le futur ou à l'évaluation de leur patrimoine, celui-ci constituant une réserve qui peut être utilisée pour maintenir un certain niveau de consommation

après la vie active. Ainsi, une révision de l'évolution attendue des revenus futurs ou du patrimoine, voire un changement dans le degré d'incertitude entourant ces anticipations, peut affecter la consommation privée, même sans modification du revenu courant. Inversement, des fluctuations temporaires du revenu disponible ne donnent pas lieu à des mouvements de même ampleur de la consommation. La partie 2 revient plus en détail sur la contribution de ces différents déterminants à l'évolution de la consommation privée en Belgique durant les trois dernières années.

Les concepts de consommation privée dans la comptabilité nationale

La méthodologie SEC 1995 des comptes nationaux distingue deux concepts alternatifs de consommation et de revenu des secteurs :

- Le premier concept mesure **les dépenses de consommation finales**, qui recouvrent les dépenses consenties par un secteur pour acquérir des biens et services de consommation, quel que soit le secteur qui en bénéficie ;
- Le second concept mesure **la consommation finale effective**, qui fait référence à l'usage de biens et services de consommation par un secteur, quel que soit le secteur qui en a financé l'acquisition.

La différence entre ces deux notions réside dans le traitement réservé à un certain nombre de biens et services qui sont financés par les administrations publiques et sont fournis aux ménages sous la forme de transferts sociaux en

nature. Ces dépenses dites de consommation individuelle des administrations publiques couvrent, par convention, les dépenses d'enseignement, de santé, de sécurité sociale et d'œuvre sociale, de sports et loisirs et de culture. Elles sont reprises dans les dépenses de consommation des administrations publiques, selon le premier concept, et dans la consommation finale effective des ménages, selon le second concept. Dans ce cas, un transfert de même montant est imputé du secteur des administrations publiques à celui des ménages, de manière à calculer le revenu disponible ajusté.

Quelle que soit la dénomination utilisée, la notion de consommation privée présentée dans cet article, comme dans les autres publications économiques de la Banque, est celle des dépenses de consommation finales des particuliers. En effet, c'est traditionnellement le concept retenu par les institutions internationales, et c'est le seul pour lequel des données trimestrielles sont disponibles. Le secteur dit des particuliers fait référence à la consolidation des secteurs des ménages (S14) et des institutions sans but lucratif au service des ménages (S15) de la comptabilité nationale.

On peut remarquer que le caractère amortisseur de la consommation privée dans les mouvements conjoncturels est plus prononcé pour la consommation effective des particuliers que pour leurs dépenses de consommation, en raison de la nature acyclique des dépenses d'enseignement, ou de soins de santé, notamment.

1.2 Évolution de la consommation privée depuis 2008

L'utilisation des données trimestrielles permet d'analyser plus finement l'évolution de la consommation privée durant la récente récession. Pour rappel, la contraction de l'activité a débuté de manière modérée au troisième trimestre de 2008, puis s'est intensifiée de manière très brutale et prononcée pendant les deux trimestres suivants. Au total, le recul du PIB s'est donc manifesté pendant trois trimestres consécutifs, atteignant 4,3 %, soit la récession la plus profonde de celles observées depuis plus de 60 ans. À partir de la mi-2009, l'activité a renoué avec un rythme de croissance positif, de l'ordre de 0,6 % par trimestre ou 2,4 % en termes annualisés, ce qui constitue un taux supérieur à celui de la croissance potentielle de l'économie.

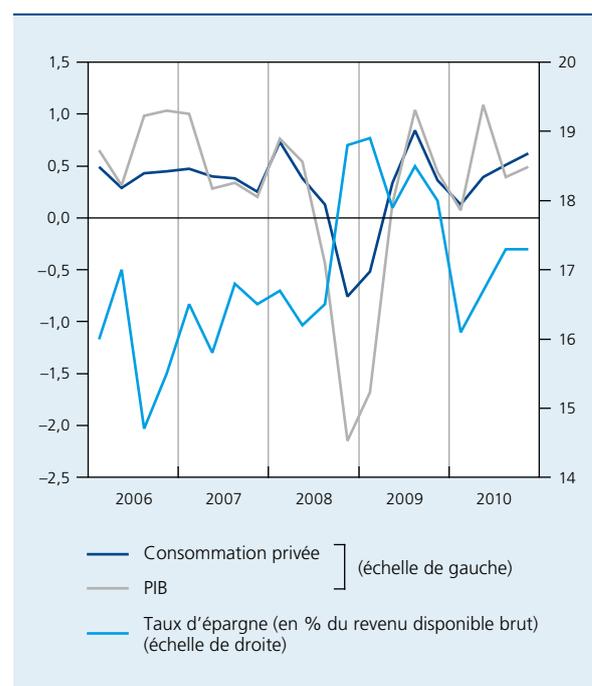
Dans ce contexte, les ménages ont mis le frein sur leurs dépenses de consommation à partir du dernier trimestre de 2008 et au premier trimestre de 2009, les réduisant en termes réels de respectivement 0,8 % puis de 0,5 %, soit une baisse cumulée de 1,3 %. La baisse de la consommation a été plus prononcée encore en termes nominaux, étant donné que s'opérait dans le même temps une forte décreue des prix à la consommation. La croissance de la consommation est redevenue positive au deuxième trimestre de 2009 ; sa progression est demeurée depuis lors légèrement inférieure à celle du PIB.

La baisse de la consommation à la fin de 2008 et au début de 2009 a largement résulté du relèvement du taux d'épargne, d'environ 16 % du revenu disponible durant

les trois années précédentes, à près de 19 % au plus fort de la récession, alors que l'évolution du revenu disponible réel était à ce moment encore orientée à la hausse.

GRAPHIQUE 3 ÉVOLUTION RÉCENTE DE LA CONSOMMATION PRIVÉE ET DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES

(pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent, sauf mention contraire)⁽¹⁾



Source : ICN.

(1) Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier.

À l'inverse, le retour d'une croissance positive du volume de la consommation dans la seconde moitié de 2009 et en 2010 est allé de pair avec l'abaissement graduel du taux d'épargne, tandis qu'au contraire le pouvoir d'achat des particuliers ne progressait plus guère.

Comme l'explique le Rapport annuel de 2010, l'évolution à rebours du revenu disponible réel par rapport à la conjoncture en 2009 et 2010 s'explique par différents facteurs de nature temporaire. Tout d'abord, le décalage temporel qui existe entre les mouvements de l'inflation et ceux de l'indexation a eu pour effet que la forte accélération de l'inflation l'année précédente a continué d'alimenter l'indexation des salaires et des allocations sociales en 2009, alors même que l'inflation refluit. Un effet en sens inverse a joué en 2010, ce qui a pesé sur l'évolution en termes réels du revenu disponible durant cette année. En outre, au-delà de l'effet de l'indexation, l'augmentation des salaires a encore été rapide en 2009, par effet d'inertie. Enfin, des mesures ont temporairement réduit le

poids des impôts durant cette même année, notamment l'élargissement de la réduction temporaire de l'impôt des personnes physiques consentie par la Région flamande et l'enrôlement accéléré à l'impôt des personnes physiques. En 2010, la réduction susmentionnée d'impôt a été en grande partie supprimée et l'enrôlement n'a plus été accéléré, ce qui a pesé sur le revenu des particuliers. Ces facteurs ont participé à la volatilité de l'évolution du revenu disponible en 2009 et 2010. Ils ont été largement lissés dans la consommation par des mouvements en sens inverse du taux d'épargne et, en tout état de cause, ils n'expliquent pas la relative résistance de la consommation privée au cours des trois dernières années.

La baisse de la consommation en 2009 n'a pas été homogène au travers des différents postes qui la composent. Ce sont principalement les dépenses vestimentaires et dans l'horeca qui ont connu une diminution significative en termes réels, c'est-à-dire abstraction faite de l'évolution des prix. De même, celles liées aux loisirs et à l'ameublement ont diminué par rapport à 2008, certes dans une moindre mesure, parallèlement pour ces dernières à la réduction des investissements en logement.

En revanche, la consommation de biens et services liés aux communications a continué de progresser, évolution qui s'inscrit en ligne avec l'importance croissante des services liés à la téléphonie mobile et aux autres voies électroniques d'information et d'échange dans le budget des ménages. De même, certains postes qui sont de nature incompressible, comme les dépenses ménagères d'alimentation, ont connu un accroissement en 2009.

TABLEAU 1 VENTILATION DE LA CONSOMMATION PRIVÉE PAR TYPE DE BIENS ET SERVICES

	Poids dans la consommation totale (2008)	Croissance annuelle moyenne ⁽¹⁾ : 2002-2007	Croissance annuelle ⁽¹⁾ : 2009
Logement, eau, électricité, gaz et autres combustibles	23,6	0,5	0,5
Produits alimentaires et boissons non alcoolisées	13,0	0,1	2,5
Biens et services divers	12,9	0,8	2,0
Transport	12,0	1,0	-0,9
Loisirs et culture	9,5	4,9	-2,2
Horeca	5,8	0,9	-6,3
Ameublement, équipement ménager et entretien courant de la maison	5,7	1,5	-2,6
Dépenses de santé	5,3	2,2	1,9
Articles d'habillement et chaussures	4,8	3,0	-8,6
Boissons alcoolisées et tabac	3,5	-0,6	1,9
Communication	2,3	3,0	4,0
Enseignement	0,5	0,2	0,3
Total	100,0	1,3	-0,3

Source : ICN.
(1) En termes réels.

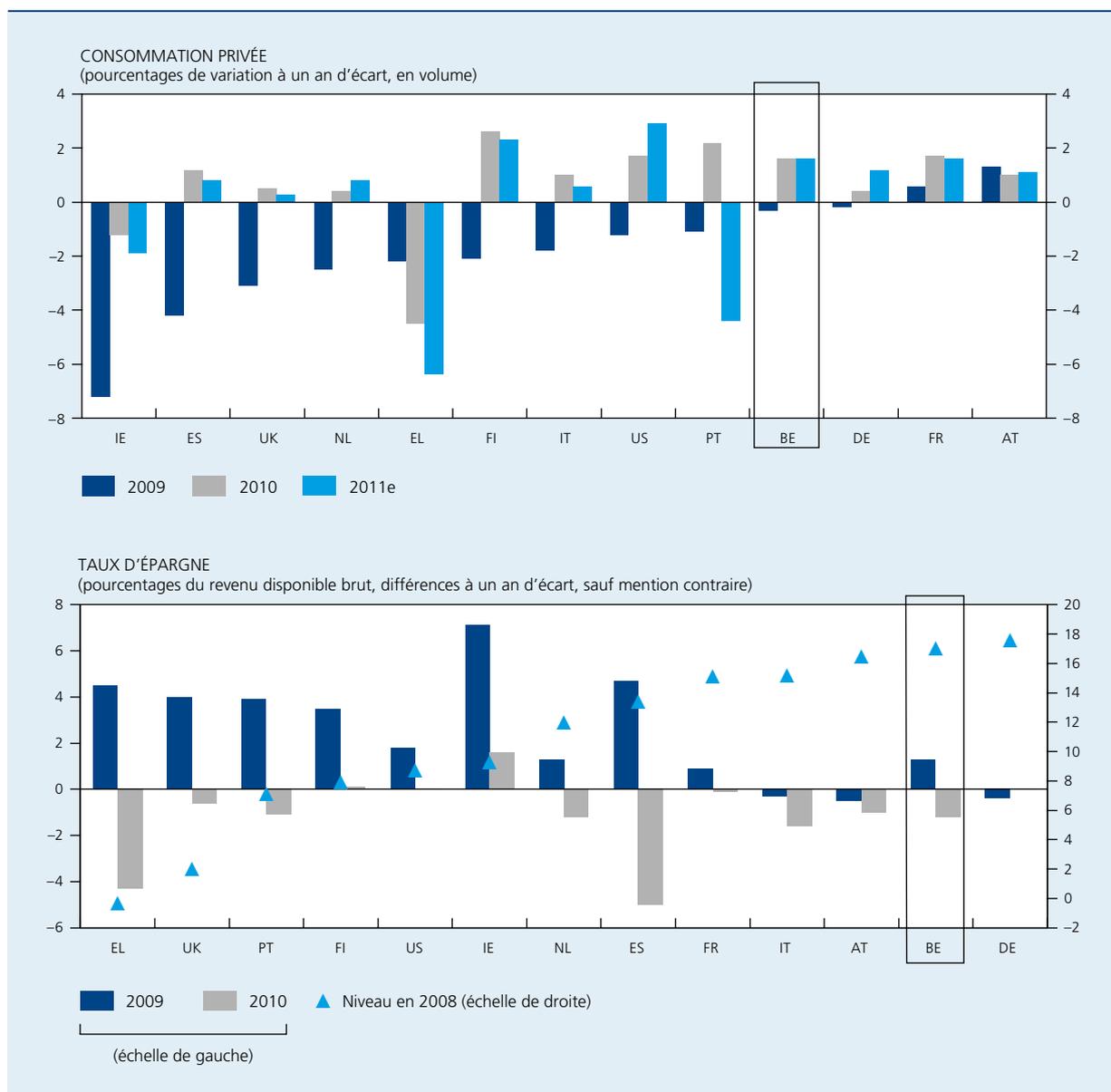
1.3 Comparaison internationale

En comparaison internationale, la baisse des dépenses de consommation en Belgique, de l'ordre de 0,3 % en volume, a été très limitée en 2009, et le redressement de 1,6 % en 2010 a été relativement prononcé. En moyenne dans la zone euro, le recul de la consommation privée a atteint environ 1,1 % la première année, et la reprise a été limitée à 0,8 %.

Cette performance relativement favorable s'inscrit en ligne avec celle observée au niveau de l'activité et de l'emploi. En effet, l'ampleur de la récession du PIB a également été moindre en Belgique que dans la zone euro, tandis que le dynamisme de la reprise y était un peu plus prononcé. De plus, le recul de l'emploi a été limité et de courte durée.

Par ailleurs, on observe une forte hétérogénéité parmi les pays de la zone euro. À l'instar de l'Allemagne, de l'Autriche, de la France et, dans une moindre mesure,

GRAPHIQUE 4 COMPARAISON INTERNATIONALE DE L'ÉVOLUTION DE LA CONSOMMATION ET DU TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES



Source : CE.

de la Finlande, la Belgique appartient à un premier groupe de pays où le recul de la consommation a été limité en 2009 – celle-ci ayant même connu une croissance positive en France et en Autriche –, et où la reprise s'est affirmée de manière solide dès 2010. Dans un contexte d'absence de grands déséquilibres macroéconomiques au cours des dernières années, le mouvement cumulé du taux d'épargne a généralement été limité sur l'ensemble des années 2009 et 2010.

Au contraire, les pays qui ont eu à subir de graves déséquilibres structurels et qui continuent de consentir des

efforts de restructuration importants ont connu une diminution prononcée de la consommation privée. Celle-ci s'est littéralement effondrée en Irlande (-7,2 %) et en Espagne (-4,2 %) et la baisse a été supérieure à 2 % en Grèce. Quelle que soit la nature des problèmes structurels auxquels ces pays sont confrontés, la consommation privée y a renforcé les effets récessifs issus de la crise financière et de la paralysie temporaire du commerce international, plutôt que de jouer un rôle d'amortisseur. Selon les prévisions de printemps de la CE, la situation en matière de consommation devrait encore se détériorer en 2011 en Grèce, en Irlande et au Portugal.

2. Explication des mouvements récents de la consommation

2.1 Déterminants de la consommation dans le modèle économétrique de la Banque

Par la manière dont il représente l'économie belge, le modèle économétrique de la Banque permet de mettre en évidence le rôle des différents déterminants dans la phase de recul de la consommation, à la fin de 2008 et au début de 2009, puis dans la reprise. Pour expliquer cette variable, ce modèle fonde le comportement des ménages sur l'approche dite du cycle de vie, selon laquelle le consommateur cherche à maximiser l'utilité qu'il dérive de sa consommation durant la période courante, mais aussi durant les périodes futures, jusqu'à la fin de sa vie, en tenant compte des ressources dont il disposera aux différentes périodes (voir Jeanfils et Burggraeve, 2005). Ces ressources se composent des revenus du travail au sens large – c'est-à-dire y compris les revenus de remplacement –, du patrimoine et des revenus générés par celui-ci. C'est l'accumulation du patrimoine, via l'épargne, qui permet de déterminer le caractère intertemporel des décisions des consommateurs. Ce processus de maximisation est soumis à différentes incertitudes, par exemple sur la durée de vie, sur les flux futurs de revenus du travail ou sur le patrimoine. Cette incertitude peut être prise en compte par le taux d'actualisation utilisé pour discompter les revenus futurs. Enfin, au-delà de ces déterminants de long terme, la dynamique de la consommation est déterminée par des facteurs de court terme, tels que l'évolution du revenu disponible courant ou la situation conjoncturelle, notamment en matière d'emploi.

Dans ce chapitre, nous analysons dans quelle mesure les événements observés durant la crise financière et la récession économique ont affecté ces variables et ont donc influé sur la consommation.

2.2 Évolution récente des principaux déterminants

RICHESS FINANCIÈRE

La première phase de la crise étant essentiellement de nature financière, les ménages ont dans un premier temps ressenti l'influence de celle-ci via l'érosion de leur richesse financière, à la suite de l'effondrement des cours boursiers un peu partout dans le monde. Les cours boursiers ont commencé à se replier dès le mois de juillet de 2007 : en l'espace de six mois, l'indice belge de référence pour les sociétés cotées⁽¹⁾ a perdu 11 % de sa valeur. En 2008, le repli des bourses s'est fortement accéléré dans le monde et

en Belgique, et l'indice belge de référence s'est effondré de 41 %, subissant une chute vertigineuse en octobre 2008, au moment où les inquiétudes quant à l'impact de la crise sur l'économie belge, notamment au travers de ses répercussions sur le secteur financier, atteignaient leur paroxysme.

L'incidence de la chute des cours boursiers sur le patrimoine financier des particuliers⁽²⁾ a été considérable, même si celui-ci n'était composé d'actions cotées qu'à concurrence d'environ 8 % avant la crise, puisque la valorisation d'une grande partie du patrimoine – en l'occurrence les actions non cotées – est aussi fondée sur l'évaluation des cours boursiers. Au final, de la fin juin 2007 au 31 décembre 2008, les ménages belges ont ainsi essuyé une perte cumulée de quelques 90 milliards sur leur patrimoine financier, ce qui représente une baisse d'environ 13 % par rapport à sa valeur initiale. Dans une perspective historique, ce n'est pas tant l'amplitude des pertes financières qui est remarquable que la rapidité – en l'espace de six trimestres – avec laquelle elles se sont matérialisées. À titre de comparaison, lors de l'éclatement de la bulle internet, au début des années 2000, le patrimoine des ménages s'était vu amputé de 116 milliards, soit une baisse de 17 %, mais la baisse s'était étalée sur dix trimestres, du troisième trimestre de 2000 au premier trimestre de 2003.

Or le patrimoine des particuliers – qu'il soit financier ou immobilier – constitue une réserve qui peut être utilisée pour maintenir un certain niveau de consommation après la vie active, c'est-à-dire lorsque le revenu disponible est moins important, mais qui peut aussi être consommé à n'importe quel autre moment. Les actifs qui constituent le patrimoine génèrent des revenus, mais peuvent ainsi être revendus ou encore servir à augmenter la capacité d'emprunt, en étant utilisé comme garantie. Si le patrimoine se déprécie fortement, à revenu disponible inchangé, et que cette dépréciation est jugée permanente, on s'attend logiquement à ce que les ménages réduisent leurs dépenses de consommation (courantes et futures) pour reconstituer leurs avoirs.

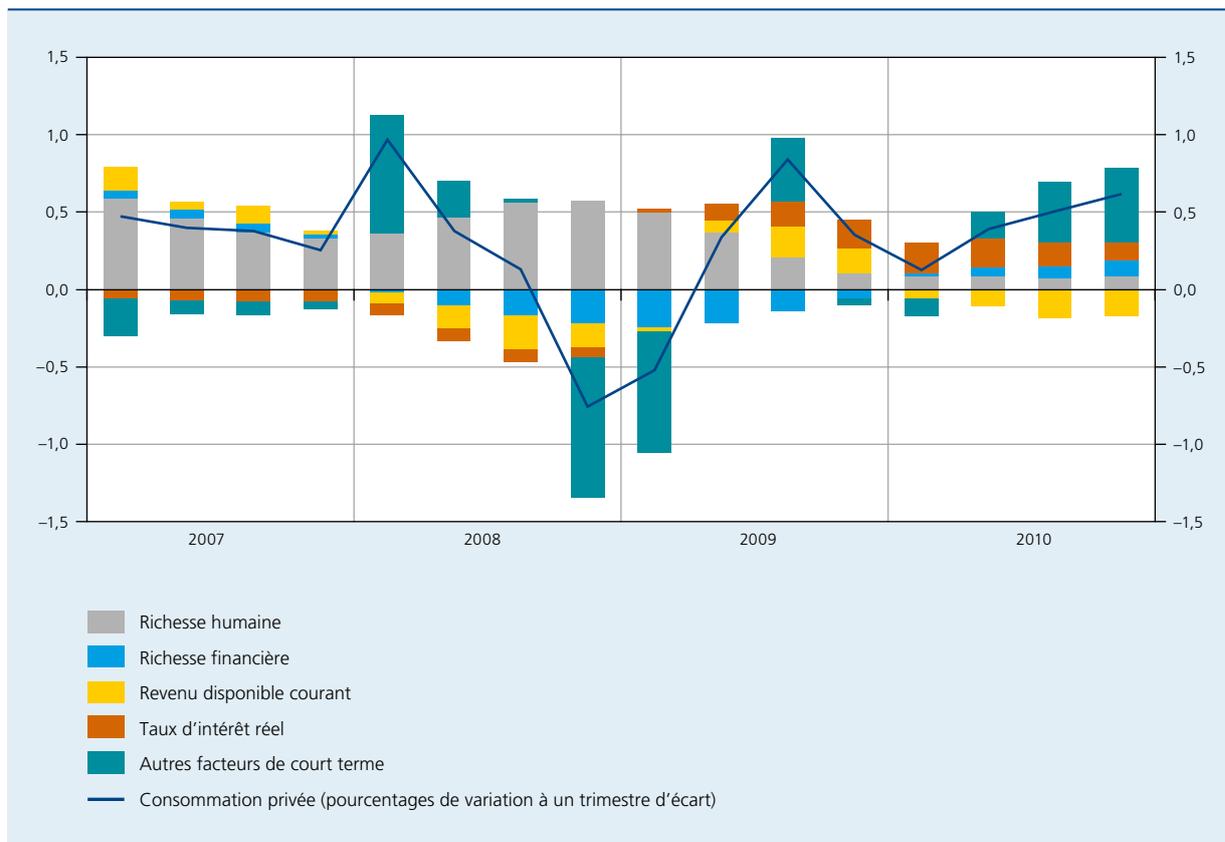
En Belgique, cet effet – dénommé effet de richesse, terme générique désignant le lien entre le patrimoine et la consommation, et en particulier l'impact de (fortes) variations des prix des actifs qui le constituent sur la consommation –, est cependant considéré comme limité (Eugène et al., 2003). En particulier, l'effet de richesse y serait plus faible qu'en

(1) Indice couvrant l'ensemble des sociétés cotées à l'exclusion des sociétés financières. L'indice global, couvrant également les sociétés financières, a connu une évolution encore plus prononcée.

(2) Le patrimoine financier dont il est question ici est net, c'est-à-dire que l'on déduit de la valeur des avoirs financiers celle des engagements financiers (constitués essentiellement de crédits hypothécaires) : si les ménages parviennent à réduire leurs engagements parallèlement à la baisse de leurs avoirs, cela permet de réduire l'érosion du patrimoine. Ceci n'a pas été le cas lors de la récente crise, l'octroi de crédits aux ménages étant resté relativement soutenu tout au long de la période.

GRAPHIQUE 5 DÉTERMINANTS DE LA CONSOMMATION PRIVÉE EN BELGIQUE

(contributions à la variation en pourcentages à un trimestre d'écart, sauf mention contraire)⁽¹⁾



Source : BNB.

(1) Contributions calculées par le modèle économétrique de la Banque dans le cadre des prévisions macroéconomiques de juin 2011.

moyenne dans la zone euro, où celui-ci est au demeurant considéré comme plus limité qu'aux États-Unis⁽¹⁾.

L'ampleur de l'effet de richesse dans une économie dépend de deux éléments : l'importance du patrimoine des particuliers par rapport à la consommation, d'une part, et la propension marginale à consommer ce patrimoine, d'autre part. S'agissant du premier élément, les comparaisons internationales font ressortir, en Belgique,

l'ampleur du patrimoine des particuliers, et le fait que celle-ci soit due à l'importance du patrimoine financier, ce qui devrait augmenter l'effet de richesse. En revanche, la propension marginale à consommer ce patrimoine serait plus faible qu'ailleurs, en raison de la concentration de celui-ci dans une fraction limitée de la population, et de sa composition, en l'occurrence, la faible proportion d'actions cotées.

La propension marginale à consommer le patrimoine immobilier serait considérée, pour sa part, comme quasiment nulle en Belgique. Les coûts de transaction étant élevés, un bien immeuble est vu, davantage qu'ailleurs, comme un bien offrant des services d'habitation plutôt qu'un placement. L'absence, en Belgique à l'instar de la plupart des pays de la zone euro – de pratiques explicites de libération de capitaux sur hypothèque de logements (*mortgage equity withdrawal*), probablement le principal canal de transmission de l'effet du patrimoine immobilier sur la consommation, limite aussi fortement l'existence d'un effet de richesse immobilière.

(1) De nombreuses études ont visé à quantifier l'importance de l'effet de richesse dans différents pays – comparant généralement la situation américaine à celle des pays européens –, ainsi que selon le type de patrimoine, distinguant généralement le patrimoine financier du patrimoine immobilier. Dans une étude récente, l'OCDE a fourni de nouveaux résultats empiriques quant à l'importance des effets de richesse aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro, sur la base d'observations couvrant la crise 2008-2009 (voir Kerdraïn, 2011). Il en est ressorti que la propension marginale à consommer (PMC) du patrimoine financier serait globalement similaire au niveau des trois zones (US, EA, JP), et de l'ordre de 5 à 6 \$ par surcroît de 100 \$ de richesse financière. En revanche, la propension marginale à consommer de la richesse immobilière serait plus élevée aux États-Unis – 5 à 6 \$ – que dans la zone euro et au Japon – 1 à 1,5 \$ par surcroît de 100 \$. Au final, tenant compte de la part respective du patrimoine financier et immobilier dans le patrimoine total au sein de chaque zone, l'effet de richesse total (exprimé en PMC) serait de l'ordre de 5 \$ aux États-Unis et de 3 à 4 \$ dans la zone euro et au Japon, pour 100 \$ de richesse supplémentaire. Dans les grandes lignes, cette étude confirme les résultats de précédents travaux, selon lesquels l'effet de richesse serait plus important dans les pays anglo-saxons, notamment car la richesse immobilière y serait plus facilement mobilisable à des fins de consommation, grâce à des pratiques explicites de libération de capitaux sur hypothèque de logements.

Ces constatations se reflètent intégralement dans le modèle économétrique de la Banque. D'un côté, la richesse financière n'influence qu'assez marginalement le niveau de consommation des ménages, celui-ci étant bien davantage déterminé par la richesse humaine, c'est-à-dire la valeur actualisée des revenus du travail. L'élasticité de long terme de la consommation à la richesse humaine est de 0,95, contre 0,05 pour la richesse financière. De l'autre, le patrimoine pris en considération dans le cadre d'un potentiel effet de richesse est uniquement le patrimoine financier net, dans la mesure où prendre en compte le patrimoine immobilier ne permet pas d'obtenir des coefficients significatifs plausibles.

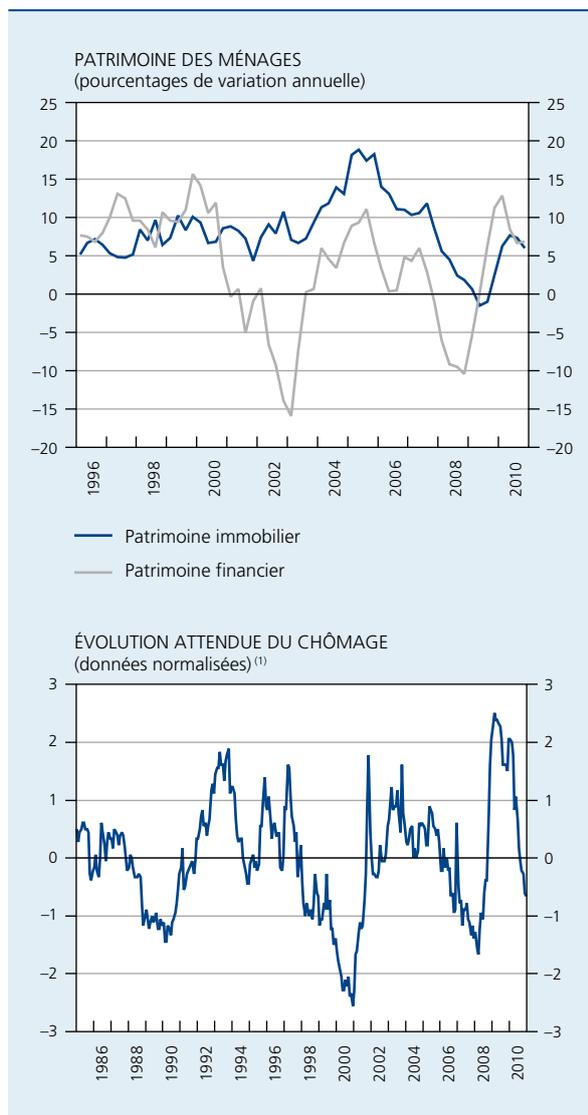
En dépit de l'importance théoriquement limitée de la richesse financière dans la détermination de la consommation des ménages en Belgique, l'intensité du choc qui a frappé le patrimoine financier des ménages au cours de la crise récente a été telle que les dépenses de consommation en ont été affectées de façon inhabituelle. Ainsi, la contribution fournie par la richesse financière à la consommation est-elle devenue négative au premier trimestre de 2008, et s'est détérioré très rapidement et fortement, jusqu'au premier trimestre de 2009. Il a fallu attendre le premier trimestre de 2010 pour que la richesse financière contribue à nouveau positivement à la consommation des ménages. Grâce à l'effort d'épargne consenti par les ménages dès la fin de 2008 et à la remontée assez vive des marchés boursiers dans le même temps, le patrimoine financier des ménages s'est en effet progressivement reconstitué. Au troisième trimestre de 2010, affichant une valeur nette de 716 milliards d'euros, il avait retrouvé le niveau d'avant la crise.

INCERTITUDE ET AUTRES FACTEURS DE COURT TERME

À l'effet négatif de la richesse financière s'est ajouté de manière très marquée celui du fort accroissement de l'incertitude – repris dans la variable « autres facteurs de court terme » dans le graphique 5 – à la fin de 2008 et au début de 2009, au moment où la crise atteignait son paroxysme. La dégradation brutale de l'environnement macroéconomique général et de ses perspectives ont plombé le moral des consommateurs, les conduisant à restreindre fortement leurs dépenses de consommation et à accroître leur épargne. L'indicateur de confiance des ménages, et plus particulièrement la composante qui sonde leurs attentes quant à l'évolution du chômage au cours des douze mois à venir, s'est très fortement dégradée pendant cette période, pour atteindre un niveau record de pessimisme en février 2009.

Un autre élément d'incertitude concerne les développements sur les marchés immobiliers, même si, comme

GRAPHIQUE 6 DÉTERMINANTS DE LA CONSOMMATION ET DE L'ÉPARGNE



Source : BNB.

(1) Solde des réponses à l'enquête mensuelle auprès des consommateurs ; série originelle diminuée de la moyenne sur la période allant de 1985 à 2010 et divisée par son écart type.

on l'a évoqué précédemment, le patrimoine immobilier ne joue pas de rôle fondamental dans la détermination de la consommation en Belgique. Par rapport à d'autres épisodes de récession, et en particulier par rapport à celui de 2001, la crise de 2008-2009 a une composante immobilière forte, puisque le facteur déclencheur en a été les problèmes survenus sur le segment du *subprime* aux États-Unis et qu'elle s'est doublée d'une profonde crise immobilière et un effondrement des prix dans de nombreux pays. Certes, il s'est avéré, *ex post*, que le marché immobilier avait très bien résisté à la crise en Belgique, la correction des prix de l'immobilier y ayant été en particulier

très limitée. Mais dans l'environnement très incertain qui prévalait à la fin de 2008 et au début de 2009, les ménages belges ont pu craindre que les évolutions enregistrées ailleurs se propagent à leur propre marché, et une érosion subséquente de leur richesse immobilière.

Cet effet de frein lié à l'incertitude s'est progressivement estompé dans la seconde moitié de 2009 et en 2010. En témoigne l'amélioration quasiment sans interruption des attentes des ménages quant aux perspectives de chômage. En août 2010, celles-ci avaient rejoint leur niveau de long terme, témoignant d'une appréciation plus ou moins neutre des ménages en ce qui concerne les revenus futurs issus de leur travail. Par conséquent, la contribution à la croissance de la consommation des facteurs de court terme liés à l'incertitude est redevenue plus nettement positive à partir du deuxième trimestre de 2010.

RICHESSSE HUMAINE

Tandis que l'incertitude autour des flux de revenus futurs baissait, ces flux de revenus sont devenus moins importants, à partir de la seconde moitié de 2009 et tout au long de 2010, à mesure que la contraction de l'activité économique se répercutait sur l'emploi et les salaires. Certes, par rapport aux anticipations assez dramatiques des ménages en la matière, le pire ne s'est pas produit sur le front de l'emploi. Comme l'explique en détail l'article consacré à la réaction du marché belge du travail à la récente crise publié dans la Revue économique de juin (De Mulder et Durant, 2011), le recul de l'activité économique a eu davantage d'incidence sur le nombre d'heures ouvrées par salarié que sur l'emploi en personnes. Le comportement habituel de rétention de la main-d'œuvre, qui consiste à s'abstenir de licencier dans la perspective d'une reprise rapide de l'activité et au vu des pénuries existantes de personnel qualifié a en effet été renforcé par le système de chômage temporaire et une série de mesures spéciales anticrise.

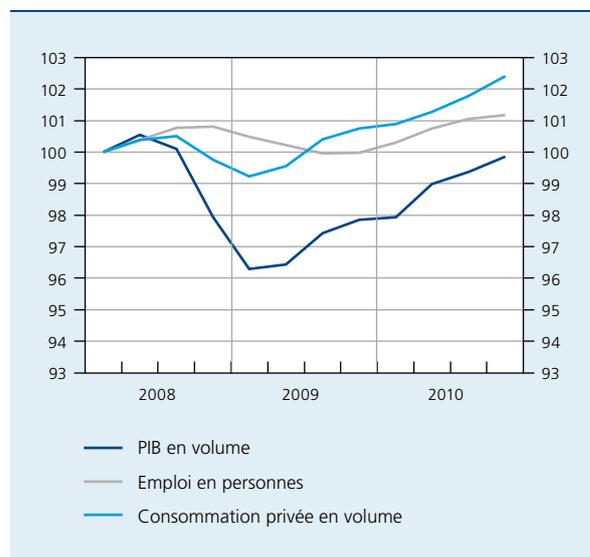
La résistance de l'emploi a donc contribué à celle de la consommation privée au plus fort de la récession. Néanmoins, par la suite, l'ajustement graduel de l'emploi et des salaires, et l'effet persistant de la crise sur la croissance potentielle de l'économie, qui laisse présager d'une croissance plus faible des revenus dans le futur, ont eu pour effet que la contribution de la richesse humaine à la consommation s'est amoindrie tout au long de 2009 et est demeurée faible en 2010.

REVENU DISPONIBLE COURANT

Si, en vertu de la théorie du cycle de vie, les revenus escomptés dans le futur représentent le principal

GRAPHIQUE 7 ÉVOLUTION RÉCENTE DE LA CONSOMMATION PRIVÉE ET DE L'EMPLOI

(indices 2008T1=100, données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : ICN.

déterminant du profil de consommation, l'influence des revenus courants ne doit pas être négligée. L'existence de contraintes de liquidité, notamment, peut conférer au revenu courant un rôle sur la consommation nettement plus important que celui que lui attribue la théorie du cycle de vie. Par ailleurs, les attentes des individus quant à leurs revenus futurs ne sont pas indépendantes de leurs revenus actuels. Mais il arrive aussi que l'évolution du revenu disponible courant soit à l'exact opposé des incertitudes de court terme concernant les revenus futurs. C'est en l'espèce ce qui a été observé durant la récente crise : le revenu disponible courant a exercé une influence négative sur la consommation en 2008 et positive en 2009, pour des raisons largement expliquées à la section 1.2.

TAUX D'INTÉRÊT RÉEL

Le taux d'intérêt réel exprime pour sa part la substitution intertemporelle dans la consommation, soit le choix de consommer aujourd'hui plutôt que demain. De légèrement négative jusqu'à la mi-2008, son influence sur la consommation s'est retournée à partir du premier trimestre de 2009 et s'est renforcée graduellement jusqu'à la mi-2010. La forte réduction des taux d'intérêt à partir de l'automne 2008 et leur maintien à un niveau bas ont en effet favorisé la consommation courante plutôt que différée.

Conclusion

Bon an, mal an, la consommation privée est à l'origine de la moitié de la croissance de l'activité en Belgique. En dépit de chocs d'une ampleur exceptionnelle, elle a fortement amorti la chute de l'activité durant la récession économique de 2008-2009, conjointement à la résilience de l'emploi observée durant cette période. Le fonctionnement des stabilisateurs automatiques inhérents au système de sécurité sociale ont joué un rôle important à cet égard.

La consommation privée constitue donc une base stable permettant à l'économie de suivre une trajectoire de croissance soutenable à long terme. Toutefois, ces spécificités ne sont pas inhérentes à cette composante de la demande; elles ne se manifestent que dans un contexte économique exempt de déséquilibres profonds, dans lequel les agents peuvent former leurs anticipations sans devoir à prendre en compte une incertitude évitable. L'exemple de certains pays de la zone euro montre que lorsque des déséquilibres structurels se développent – que ce soit au niveau des finances publiques ou de la compétitivité des entreprises – et doivent être corrigés, l'évolution de la consommation privée risque d'en être gravement et durablement affectée, ce qui à son tour déforce le potentiel d'activité, de création de revenus et d'emplois.

Dès lors, pour maintenir l'interaction positive entre la capacité d'offre de l'économie et les sources internes de demande, compte tenu aussi des défis structurels posés par le vieillissement de la population et la mondialisation, il importe de préserver, voire de renforcer, les conditions d'un développement équilibré. Ces conditions portent sur de nombreuses variables, notamment la situation financière des ménages et des sociétés non financières, mais aussi celle du secteur financier, des administrations publiques ou, de manière générale, la compétitivité de l'économie.

En particulier, même si elle a été plus faible que dans la plupart des autres pays européens, l'importante augmentation de la dette publique observée entre 2007 et 2010 – due à des mesures de soutien en faveur du secteur financier, aux effets endogènes de la récession économique sur les finances publiques et, dans une mesure plus limitée, à d'autres mesures anticrise – doit faire place rapidement à un mouvement de consolidation, afin de ramener celle-ci sur une trajectoire soutenable à long terme. Sinon, conscient de la contrainte budgétaire intertemporelle que doivent aussi respecter les pouvoirs publics, le consommateur risque, selon le principe dit d'équivalence ricardienne, de relever rapidement son taux d'épargne en anticipant les efforts futurs qu'il devra consentir en termes d'accroissement d'impôts ou de réduction des transferts des pouvoirs publics.

Bibliographie

BNB (2002), « L'évolution du taux d'épargne en Belgique », *Revue économique*, III, 17-22.

BNB (2011), *Rapport 2010*, Bruxelles.

Bruggeman A. (2008), « Les revenus et le solde de financement des particuliers et des sociétés », BNB, *Revue économique*, septembre, 79-96.

De Mulder J. et M. Druant (2011), « Le marché belge du travail pendant et après la crise », BNB, *Revue économique*, juin, 91-106.

Eugène B., Ph. Jeanfils et B. Robert (2003), *La consommation privée en Belgique*, NBB, Working Paper 39.

European Commission (2011), « Developments and prospects for saving and investment trends across the European Union and the Euro Area », *European Economic Forecast*, Spring, 60-77.

Jeanfils Ph. et K. Burggraeve (2005), *Noname – A new quarterly model for Belgium*, NBB, Working Paper 68.

Kerdrain C. (2011), *How important is wealth for explaining household consumption over the recent crisis? An empirical study for the United States, Japan and the Euro Area*, OECD, Economics Department, Working Paper 869.

Nahmias L. (2010), « Crise financière et comportement d'épargne des ménages en France », BNP-Paribas, *Conjoncture*, octobre.

Röhn O. (2010), *New evidence on the private saving offset and Ricardian equivalence*, OECD, Economics Department, Working Paper 762.