

# L'incidence des taux d'intérêt bas sur les ménages belges

V. Baugnet  
Ph. Du Caju  
M.-D. Zachary

## Introduction

En réponse à la crise financière et à la récession qui ont frappé l'économie mondiale à partir de 2008, la BCE, comme la plupart des banques centrales des économies avancées, a mis en œuvre une politique monétaire ultra-accommodante. Celle-ci s'est traduite par une baisse sans précédent des taux d'intérêt et par des injections massives de liquidités. À partir du début de 2015, alors que les instruments de politique monétaire conventionnelle montraient leurs limites, la BCE a encore renforcé sa politique en lançant des programmes de rachats d'actifs de grande envergure. Ce contexte de mise à disposition de liquidités abondantes a aussi contribué à doper les cours des actifs financiers et immobiliers.

Cet article analyse les conséquences de l'environnement de taux d'intérêt bas sur les ménages en Belgique, en se concentrant sur la période récente. Ces derniers ont-ils subi une perte de revenu à la suite du moindre rendement de leur épargne ? Ou ont-ils au contraire plus largement bénéficié de l'allègement du coût de leurs emprunts, couplé à une valorisation plus favorable de leur patrimoine ? Ont-ils modifié leurs comportements d'épargne et de consommation ? Le repli généralisé des rendements financiers les a-t-il incités à s'orienter vers des placements financiers plus risqués ? Telles sont les questions auxquelles cet article se propose de répondre.

L'objet de cet article n'est donc pas de traiter des causes de l'environnement de taux d'intérêt bas. La politique monétaire accommodante n'est d'ailleurs pas à elle seule à l'origine de celui-ci ; la faiblesse de la demande globale,

la surcapacité de production, de même que le haut niveau de l'endettement public et privé, qui peine à se résorber, sont autant d'éléments cycliques qui ont caractérisé la conjoncture européenne de ces dix dernières années et qui ont pesé sur le niveau des taux d'intérêt. Des facteurs d'ordre structurel, tels que le vieillissement de la population ou le ralentissement de la croissance potentielle, qui génèrent un excès d'épargne sur l'investissement, grèvent eux aussi, et depuis plus longtemps encore, le niveau des taux d'intérêt.

Quantifier de manière précise l'impact des taux d'intérêt bas sur les comptes de ménages s'avère un exercice difficile, dans la mesure où ceux-ci se répercutent tant sur les marchés financiers que sur l'économie réelle, au travers de plusieurs canaux et mécanismes qui interagissent, se renforcent ou se compensent, sans qu'il soit véritablement possible de les isoler les uns des autres. On ne peut d'ailleurs pas déterminer quelles auraient été les conditions macroéconomiques (croissance, inflation, revenu des ménages, etc.) si les taux d'intérêt étaient demeurés à des niveaux plus élevés, notamment en l'absence des mesures de politique monétaire. C'est la raison pour laquelle l'influence des divers facteurs sur les revenus, le patrimoine et le comportement des ménages sera exposée ici de manière prudente, sans tenter d'en quantifier exactement l'importance relative.

La première partie décrit l'environnement macroéconomique récent en matière de taux d'intérêt (nominaux et réels) et de prix des actifs financiers et immobiliers. La deuxième partie schématise d'un point de vue théorique l'incidence d'une baisse des taux d'intérêt sur

le comportement des ménages, en présentant notamment les effets de revenu, de substitution et de richesse. La troisième partie décrit l'évolution des revenus et du patrimoine des ménages depuis 2008, en abordant les questions de l'arbitrage entre la consommation et l'épargne et de l'allocation de cette épargne. Puisque les ménages diffèrent les uns des autres par leur niveau d'endettement ou par la taille et la nature de leur patrimoine, la quatrième partie se penche sur les effets distributifs des taux d'intérêt bas, en exploitant des données d'enquêtes microéconomiques.

## 1. Environnement macroéconomique

### 1.1 Taux d'intérêt bas

Les institutions financières ont largement répercuté la baisse des taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de la BCE sur les taux de détail à la clientèle. Tel a notamment été le cas pour les tarifs pratiqués par les banques belges sur deux contrats typiquement proposés aux ménages: les comptes d'épargne (réglementés) et les crédits hypothécaires à taux fixe d'une durée supérieure à dix ans<sup>(1)</sup>. D'octobre 2008 à avril 2016, tandis que la BCE ramenait son taux directeur de 4,25 à 0 %, le taux (de base) sur le carnet d'épargne en Belgique est retombé de 2,49 à 0,08 % et le taux sur les crédits

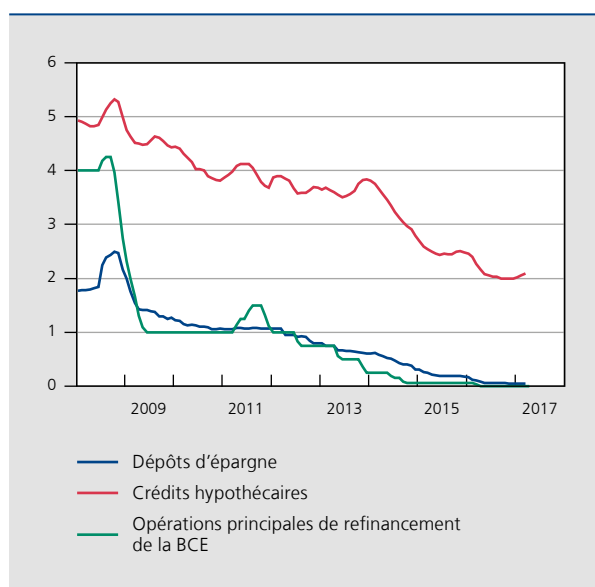
hypothécaires de 5,33 à 2,16 %. Depuis lors, ces tarifs sont demeurés grosso modo inchangés: en mars 2017, le carnet d'épargne affichait un taux de base de 0,04 %, tandis que le taux des crédits hypothécaires s'établissait à de 2,09 %. Pour ces deux types de produits, il s'agit d'un niveau proche du minimum historique.

Jusqu'au début de 2014, les tarifs appliqués aux dépôts et aux crédits ont évolué parallèlement. À partir du printemps de 2014, les taux sur les crédits se sont repliés de manière plus prononcée que les taux sur les dépôts d'épargne. L'écart entre ces deux taux s'est resserré, revenant aux alentours de 200 points de base, alors qu'il oscillait généralement autour de 300 points. Dans la mesure où la tarification des dépôts d'épargne est liée aux taux à court terme alors que celle des crédits hypothécaires illustrés ici dépend des taux longs, cette situation s'explique largement par l'aplatissement de la courbe des rendements. Les mesures de politique monétaire non conventionnelles annoncées puis mises en œuvre au début de 2015 ont en effet davantage fait refluer les taux longs, tandis que les taux à court terme ont été contraints par la borne du zéro. En Belgique, un plancher légal est en outre fixé pour la rémunération des livrets d'épargne, qui ne peut être inférieure à 0,11 % (prime de fidélité comprise).

En théorie, c'est le taux d'intérêt réel et non le taux nominal qui détermine le comportement des agents économiques. Par exemple, dans leur choix de consommer aujourd'hui plutôt que demain, les ménages prennent en considération le pouvoir d'achat que leur procurera leur épargne dans le futur, compte tenu des mouvements attendus des prix.

Le graphique 2 illustre à cet égard les taux d'intérêt de détail appliqués aux ménages en termes réels, c.-à-d. déflatés par l'inflation. Le fait saillant sur le plan des taux d'intérêt réels est davantage leur niveau moyen, historiquement faible, que leur évolution. Au cours de la période allant de 2008 à 2016, le taux réel sur les dépôts à court terme a la plupart du temps été négatif (-1 % en moyenne); autrement dit, la rémunération des comptes d'épargne n'a pas été suffisante pour couvrir l'inflation, et les ménages qui ont laissé dormir leur épargne sur des livrets ont subi une perte de pouvoir d'achat. Le coût réel du remboursement d'un emprunt hypothécaire a en moyenne été de 1,8 %, soit également un niveau excessivement bas dans une perspective historique. À titre de

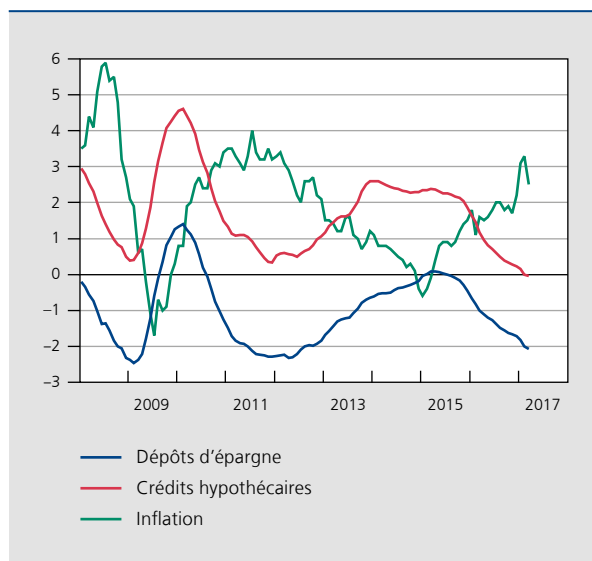
**GRAPHIQUE 1** TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEUR DE LA BCE ET TAUX DE DÉTAIL AUX MÉNAGES EN BELGIQUE (pourcentages)



Sources: BCE, BNB.

(1) L'enquête MIR dont sont issus ces taux collecte ces informations mensuellement auprès des établissements de crédit depuis 2003; pour faciliter les comparaisons entre pays et permettre la confection d'un agrégat au niveau de la zone euro, des catégories harmonisées de dépôts et de prêts, qui regroupent les produits typiques proposés par les banques des différents pays, ont été établies. Les dépôts d'épargne dont il est question ici correspondent à des dépôts remboursables avec préavis d'une durée inférieure à trois mois; les crédits hypothécaires correspondent quant à eux à des crédits au logement assortis d'une durée initiale de fixité du taux supérieure à dix ans.

**GRAPHIQUE 2 TAUX D'INTÉRÊT RÉELS<sup>(1)</sup> AUX MÉNAGES ET INFLATION EN BELGIQUE**  
(pourcentages)



Sources: BNB, DGS.

(1) Les taux d'intérêt sont ici déflatés par l'inflation IPCH moyenne des douze derniers mois. Théoriquement, il y aurait lieu de déflater les taux d'intérêt nominaux par l'inflation attendue plutôt que par l'inflation passée. Outre le fait que les anticipations d'inflation sont par définition incertaines et non mesurables, les ménages sont généralement considérés comme « myopes » par rapport à l'évolution attendue des prix; en d'autres termes, ils considèrent l'inflation passée comme la meilleure anticipation de l'inflation future.

comparaison, de 1995 à 2007, le taux réel s'était élevé, en moyenne, à 3,8 % sur les emprunts hypothécaires et à 0,7 % sur les comptes d'épargne.

## 1.2 Hausse du prix des actifs financiers et immobiliers

Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt et les mesures non conventionnelles de la BCE ont exercé une influence sur le prix des actifs, qu'ils soient financiers ou immobiliers. L'incidence des taux d'intérêt bas sur les diverses catégories d'actifs est en grande partie due à des effets de rééquilibrage de portefeuille qui découlent d'une quête de rendement (*search for yield*), dans le cadre de laquelle les actifs à faible rendement sont remplacés par des instruments qui rapportent plus. Ces opérations génèrent d'importants effets de prix, avec pour résultat une augmentation du prix des actifs à plus haut rendement (effets de valorisation). L'environnement de taux d'intérêt bas a induit des effets de prix positifs sur les marchés des obligations et des actions, ainsi que sur celui de l'immobilier. Toutefois, alors que des rendements relativement modestes sont observés sur le marché des obligations, ceux-ci continuent d'être plus élevés sur le marché de l'immobilier et sur celui des actions, en

raison des primes de risque toujours supérieures (profils de risque différents).

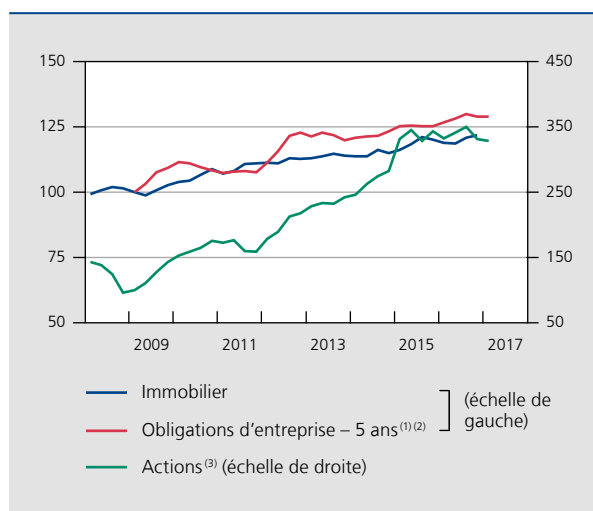
La mise en place par la BCE de mesures non conventionnelles afin de faire face aux risques d'une trop longue période de faible inflation, notamment le programme des opérations monétaires sur titres en 2012 et celui d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme*, qui comprend des rachats mensuels de titres souverains – *Public Sector Purchase Programme*, ainsi que d'obligations d'entreprise – *Corporate Sector Purchase Programme*) en 2015, ont contribué à faire grimper les prix des obligations, tant souveraines que d'entreprise, sur les marchés financiers. Cet effet haussier est clairement visible à partir de 2012. De fait, les rachats de titres opérés par la BCE et, par conséquent, l'augmentation de la demande d'actifs éligibles dans le cadre de ces programmes poussent leurs prix à la hausse. Le mécanisme de rééquilibrage de portefeuilles qui en découle, en accroissant la demande d'actifs en général, gonfle les prix, y compris ceux des instruments financiers qui ne sont pas directement ciblés par les programmes de la BCE. Ainsi, par rapport à un indice estimé à 100 au début de 2009, le prix des obligations d'entreprise en Belgique (d'une maturité de cinq ans) est passé à 129 à la fin de mars 2017, tandis que celui des actions (actions cotées de sociétés non financières) a bondi à 329 sur la même période.

Tout comme les prix des actifs financiers, et partiellement en vertu de mécanismes similaires, les prix immobiliers ont pu être influencés positivement par la politique monétaire accommodante. En Belgique, les prix de l'immobilier résidentiel sur le marché secondaire ont progressé de 2,5 % en moyenne au cours de la période comprise entre 2008 et 2016; par rapport à un indice de 100 au début de 2009, le prix de l'immobilier résidentiel est passé à 122 à la fin de 2016. Cette évolution positive en moyenne masque l'un ou l'autre épisode de baisse des prix, qui a certes chaque fois été discret et de courte durée. Cela a été le cas au plus fort de la récession, à la fin 2008 et au début 2009, lorsque les prix avaient accusé une diminution cumulée de 3,5 %, et, plus récemment, de la fin de 2015 à la mi-2016, quand les prix se sont repliés de 2 %.

En comparaison des évolutions enregistrées avant la crise (croissance moyenne de 6,8 % sur la période 1995-2007), l'inflation immobilière récente se révèle très modérée, suggérant une influence finalement limitée de la politique monétaire sur les prix immobiliers. Il apparaîtra dans la suite de cet article que les conditions macroéconomiques générales, et en particulier l'évolution du revenu disponible des ménages – qui constitue, avec

### GRAPHIQUE 3 PRIX DES ACTIFS FINANCIERS ET IMMOBILIERS EN BELGIQUE

(indices 2009T1=100)



Sources : DGS, Thomson Reuters Datastream.

(1) Le prix des obligations a été approximé à partir de leur rendement, en considérant qu'il s'agissait d'obligations zéro coupon :  $1 / ((1 + \text{rendement})^{\text{maturité}})$ . Les prix estimés ont ensuite été normalisés en prenant comme base le premier trimestre de 2009.

(2) Moyenne pondérée des obligations à 4/5 ans et à 5/6 ans.

(3) Il s'agit d'un panier d'actions d'entreprises non financières.

les taux d'intérêt et les pressions démographiques, un facteur déterminant de la hausse des prix immobiliers –, ont pour leur part été nettement plus défavorables au cours de la période récente qu'avant la crise. De même, alors que des modifications de l'environnement fiscal (en matière de déductibilité des charges d'emprunt, de frais de donation, de régularisation du patrimoine via l'introduction de la DLU, etc.) avaient soutenu la demande, et donc les prix des biens immobiliers au cours de la période antérieure à la crise, tel n'a plus été le cas durant la dernière décennie. Au contraire, la période récente a été marquée par la mise en œuvre de mesures macroprudentielles destinées à contenir l'expansion des transactions immobilières.

## 2. Choix entre épargne et consommation : théorie et résultats d'enquêtes

### 2.1 Éléments théoriques

Les variations des taux d'intérêt peuvent influencer le comportement des ménages, et notamment leur choix entre consommation et épargne, au travers de divers mécanismes. On distingue généralement trois principaux

canaux : l'effet de revenu, l'effet de substitution et l'effet de richesse.

#### *Effet de revenu, effet de substitution et effet de richesse*

L'effet de revenu traduit le fait qu'une baisse des taux d'intérêt réduit les revenus de l'épargne déjà constituée ou à constituer pour atteindre un certain niveau de revenu dans le futur. Par conséquent, lorsque les taux diminuent, le ménage aura tendance à consommer moins pour pouvoir épargner plus. Notons toutefois que ceci est vrai pour un ménage qui dispose d'une capacité d'épargne positive, c.-à-d. dont les revenus excèdent sa consommation courante; pour un emprunteur, en revanche, un repli des taux d'intérêt implique qu'il devra rembourser ses emprunts à un taux moins élevé, ce qui lui permettra de consommer davantage.

L'effet de substitution se mesure quant à lui en termes de coût d'opportunité du transfert de la consommation d'aujourd'hui vers demain. Une baisse des taux d'intérêt rend l'épargne moins attractive et le crédit moins cher. Ceci incite à consommer davantage aujourd'hui plutôt que demain. Ce comportement n'est possible que si les ménages peuvent facilement recourir à l'emprunt pour financer leur consommation, ce qui est loin d'être toujours le cas. L'existence de contraintes de liquidité tend donc à tempérer l'effet de substitution.

Un troisième canal est celui de l'effet de richesse. Une baisse (hausse) des taux d'intérêt entraîne mécaniquement une variation positive (négative) de la valeur des actifs, qu'ils soient financiers ou immobiliers. Pour un ménage qui détient des actifs, le simple fait de « se sentir » plus (moins) riche, même sans réaliser la vente de ceux-ci, peut l'inciter à consommer davantage (moins).

L'incidence d'une variation des taux d'intérêt sur l'épargne (et sur la consommation) est donc ambiguë<sup>(1)</sup>. Elle dépendra à la fois de l'importance relative des trois canaux susmentionnés (effet de revenu, effet de substitution et effet de richesse) et du type d'agent considéré (épargnant ou emprunteur).

#### *Autres motifs d'épargne : précaution, retraite, transmission patrimoniale*

La décision d'épargner ne dépend pas que de l'évolution des taux d'intérêt; elle répond également à

(1) La causalité entre l'épargne et les taux d'intérêt s'opère également en sens inverse : ainsi par exemple, l'augmentation de l'espérance de vie alors que l'âge du départ à la retraite demeure stable incite les agents à épargner davantage en prévision de leurs vieux jours, ce qui pousse les taux d'intérêt à la baisse.

d'autres motifs. Ainsi, lorsque les ménages épargnent pour compenser une diminution de leurs revenus ou en prévision de dépenses aléatoires ou imprévues – pertes de revenus liées au chômage, dépenses induites par des accidents de la vie inopinés –, ils seront plus sensibles aux risques futurs (de revenu, de consommation) qu'au rendement de cette épargne. L'incertitude entachant les flux de revenus futurs s'applique également aux pensions. On observe à cet égard que les ménages tendent à épargner davantage lorsque la dette publique s'accroît, car ils anticipent que les pouvoirs publics devront lever des impôts pour stabiliser ou réduire cet endettement, ou que, à défaut, ils ne pourront honorer leurs dépenses, notamment en matière de pensions ou d'autres revenus de remplacement. D'autres motifs personnels, comme la volonté de transmettre un patrimoine à ses descendants, amoindrissent également la sensibilité des ménages aux variations de rendement de l'épargne. Par ailleurs, des facteurs tels que la structure d'âge de la population, l'attitude face au risque, le degré d'alphabétisation financière ou la fiscalité vont également influencer la décision de théauriser des ménages, ainsi que la forme que prendra cette épargne.

## 2.2 Motifs d'épargne des ménages – résultats d'enquêtes

Pour illustrer l'importance relative des différents motifs d'épargne théoriques des ménages, on peut se référer aux résultats d'enquêtes menées auprès de ces derniers. L'enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (Household Finance and Consumption Survey – HFCS) présente une série de pistes. Cette enquête représentative a été mise sur pied par l'Eurosystème et est organisée en Belgique par la Banque. Ainsi, en 2010 et en 2014, quelque 2 300 ménages ont été interrogés sur leur comportement financier, leurs revenus, leurs avoirs et leurs engagements.

À la question de savoir quelles étaient leurs raisons d'épargner, la constitution d'une provision en vue de faire face à des événements imprévus (*precautionary savings*) est ressortie comme étant le principal motif. Entre 2010 et 2014, ce type d'épargne a même gagné en importance. Alors qu'en 2010, 54,1 % mentionnaient ce motif, ils étaient 58,8 % à le faire en 2014. L'intensification de l'épargne de précaution peut être le signe que l'incertitude des ménages s'est accrue.

Épargner en prévision des vieux jours (*consumption smoothing* au cours du cycle de vie) se révèle être un deuxième moteur essentiel. La part des ménages qui

ont mentionné ce motif est restée stable à 35 % entre 2010 et 2014.

L'enquête fait également apparaître que les ménages épargnent afin de financer des achats importants (acquisition d'un logement propre ou autres gros achats), pour se payer des voyages ou des vacances et pour soutenir financièrement leurs enfants ou leurs petits-enfants (p. ex. pour couvrir leurs frais de scolarité ou lorsqu'ils achètent une maison). L'importance de ces motifs d'épargne s'est accrue entre 2010 et 2014, ce qui peut être une illustration de l'effet de revenu décrit ci-dessus.

Globalement, les résultats des enquêtes HFCS indiquent un renforcement des motifs d'épargne entre 2010 et 2014. Cela tient à l'avivement de l'incertitude planant sur les flux de revenus futurs, qui génère une hausse de l'épargne de précaution. Ceci suggère également la matérialisation d'un effet de revenu lié au bas rendement de l'épargne, qui aurait poussé les ménages à épargner davantage pour couvrir leurs dépenses futures.

**TABLEAU 1** MOTIFS D'ÉPARGNE DES MÉNAGES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages des ménages)

	HFCS I (2010)	HFCS II (2014)
Provision pour des événements imprévus .....	54,1	58,8
Provision pour les vieux jours .....	35,6	35,5
Voyages et vacances .....	23,6	28,3
Études ou soutien des (petits-)enfants	22,9	27,3
Autres achats importants .....	15,9	26,9
Constitution d'un héritage .....	14,2	13,8
Achat d'un logement propre .....	12,0	11,2
Remboursement de dettes .....	5,0	5,9
Dépenses qui entrent en ligne de compte pour des subventions .....	10,5	5,7
Investissement dans une activité d'indépendant .....	1,2	2,0
Investissement dans des actifs financiers .....	2,1	2,0
Autres .....	4,5	6,4

Source: BNB (HFCS 2010 et 2014).

(1) Motifs pour lesquels les ménages épargnent ou épargneraient (dans le cas où ils n'ont pas de ressources au moment de l'interview); plus d'une option par ménage est possible.

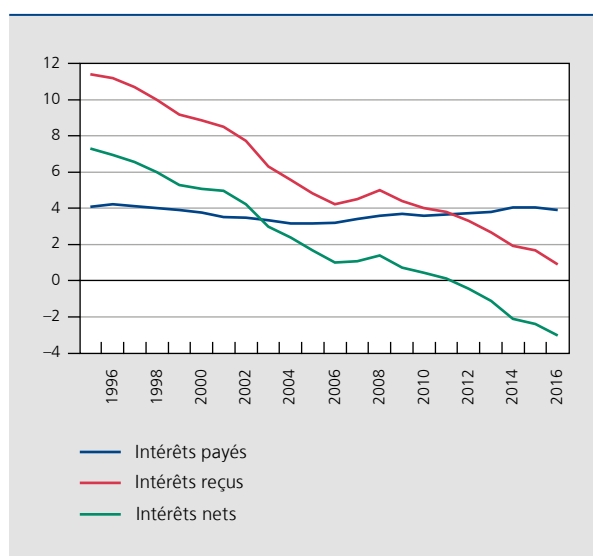
### 3. Incidence sur les revenus, le patrimoine et le comportement des ménages

#### 3.1 Baisse des revenus d'intérêts et effets de valorisation des actifs

La chute des taux d'intérêt nominaux a entraîné un recul considérable des revenus (nets) d'intérêts des ménages<sup>(1)</sup>. Depuis 2012, les charges d'intérêts payées sur les emprunts sont même supérieures aux revenus perçus sur les actifs porteurs d'intérêts. Il s'agit d'un cas de figure inédit pour les ménages belges, qui sont historiquement un secteur créditeur net au niveau des actifs porteurs d'intérêts et qui perçoivent donc des revenus nets d'intérêts. Ainsi, en 1995, les revenus nets d'intérêts des ménages représentaient quelque 10 milliards d'euros, soit 7,3 % de leur revenu disponible; en 2008, ceux-ci s'élevaient encore à 3 milliards d'euros, soit 1,4 % de leur revenu disponible. En 2016, ce montant, désormais négatif, a atteint environ 7 milliards, soit 3 % du revenu disponible des ménages.

Cette situation s'explique par la baisse régulière des revenus d'intérêts sur toute la période, tandis que les charges d'intérêts, exprimées en proportion du revenu disponible, sont demeurées globalement stables, voire ont légèrement augmenté. Ceci peut de prime abord sembler surprenant, vu l'évolution quasiment parallèle des tarifs bancaires débiteurs et créditeurs illustrée précédemment.

**GRAPHIQUE 4** CHARGES ET REVENUS D'INTÉRÊTS DES MÉNAGES  
(pourcentages du revenu disponible)



Source : BNB.

Un premier élément d'explication est que l'encours sur lequel l'infléchissement des tarifs bancaires s'est appliqué est nettement plus élevé à l'actif (les dépôts) qu'au passif (les crédits) des ménages. À la fin de 2008, à l'entame de la crise, la valeur des actifs porteurs d'intérêts détenus par les ménages (soit 356 milliards d'euros) était deux fois supérieure à celle de leurs engagements (177 milliards). Ceci a concouru mécaniquement à réduire le volume d'intérêts nets.

Un deuxième élément est lié aux caractéristiques propres des avoirs et engagements financiers des ménages, et en particulier au caractère fixe ou variable du taux qui leur est attaché. Sur les carnets d'épargne et les comptes courants, les tarifs sont régulièrement ajustés aux conditions de marché, de manière quasiment automatique. L'incidence d'une diminution des taux est donc assez directe et complète, et ce tant pour les nouveaux dépôts que pour ceux qui ont été constitués préalablement. L'adaptation des tarifs est certes moins rapide sur les dépôts à terme, dont le taux est généralement fixé pour une période d'un à deux ans, mais cette forme d'épargne n'est pas aussi populaire que les dépôts d'épargne traditionnels. Entre 2008 et 2016, l'épargne des ménages sous la forme de dépôts à terme est retombée de 8 à 4 % du total de leurs avoirs financiers, tandis que celle constituée sous la forme de dépôts d'épargne est passée de 17 à 19 %.

Sur les crédits hypothécaires, en revanche, l'incidence d'une baisse des tarifs sur les charges effectives d'emprunt se matérialise de façon plus limitée. Certes, les nouveaux emprunteurs peuvent directement bénéficier de conditions d'emprunt plus avantageuses, mais le nombre de nouveaux contrats ne représente jamais qu'une maigre fraction du total des emprunts en cours. Pour que les emprunteurs existants puissent profiter de la réduction des taux, il faut qu'ils aient conclu un contrat assorti d'un taux variable ou qu'ils procèdent à un refinancement du contrat si celui-ci a été conclu à un taux fixe ou semi-fixe. Or, en Belgique, les contrats à taux fixe restent davantage plébiscités : en 2008, à l'entame de la crise, 96 % de l'encours des nouveaux crédits hypothécaires des ménages étaient assortis d'un taux fixe ou semi-fixe (fixité initiale de cinq ans ou plus) et à peine 3 % d'un taux variable annuel (les emprunts assortis d'une fixité initiale comprise entre un et cinq ans représentant 1 % des contrats). Quant aux

(1) Les chiffres présentés ici sont issus des comptes financiers de la Belgique; ils correspondent aux flux effectivement payés ou reçus par les ménages. Ces chiffres diffèrent de ceux des comptes nationaux, dans lesquels les flux d'intérêts effectifs sont décomposés entre un flux théorique, estimé en appliquant un taux de référence sur l'encours correspondant, et une marge représentative du coût du service financier, en vertu de la répartition des SIFIM (services d'intermédiation financière indirectement mesurés). Dans les comptes nationaux, seul le flux théorique est enregistré dans les revenus/paiements d'intérêts, tandis que la marge est considérée comme une consommation de services financiers par les ménages.

refinancements, dans la mesure où cette démarche implique des frais, elle n'est pas automatique de la part des ménages: en moyenne sur la période 2008-2016, environ 11 % des contrats ont fait l'objet d'un refinancement chaque année, avec de fortes fluctuations d'une année à l'autre. La prédominance des contrats à taux fixe dans l'endettement hypothécaire des ménages belges et les coûts associés au refinancement des crédits peuvent donc avoir limité la transmission de la diminution des taux d'intérêt aux charges d'emprunt effectives.

Enfin, un troisième facteur explicatif tient à l'évolution de l'endettement des ménages. Si les charges d'intérêts ne se sont pas contractées parallèlement aux revenus d'intérêts, c'est avant tout parce que l'endettement des ménages a continué d'augmenter de façon régulière entre 2008 et 2016, absorbant ainsi une partie de la diminution des tarifs (cf. section 3.3).

L'évolution des autres revenus financiers – il s'agit essentiellement des dividendes, des loyers et des revenus de la propriété attribués aux assurés – n'a pas permis de compenser la régression des revenus d'intérêts. Au total, les revenus financiers des ménages se sont repliés de manière quasiment continue de 2009 à 2016. Bien que les revenus financiers ne constituent qu'une portion limitée des ressources des ménages<sup>(1)</sup> – cette part était d'environ 15 % à l'entame de la crise –, le recul a été suffisamment important pour grever sensiblement leur revenu disponible. En moyenne, la contribution des revenus financiers à la hausse du revenu disponible nominal a été négative à concurrence de 0,5 % de 2009 à 2016; autrement dit, si les revenus financiers ne s'étaient pas contractés de la sorte, le revenu disponible nominal aurait grimpé de 2 % chaque année (au lieu du rythme annuel moyen de 1,5 % qui a été observé). Certes, la croissance du revenu disponible est avant tout déterminée par les rémunérations du travail, qui représentent environ 60 % de celui-ci. On épinglera que celles-ci ont aussi été bridées depuis l'éclatement de la crise: la progression des rémunérations a été particulièrement faible en 2009 et en 2010, à la suite de l'explosion du chômage, et, à partir de 2013, en raison des diverses mesures de modération salariale.

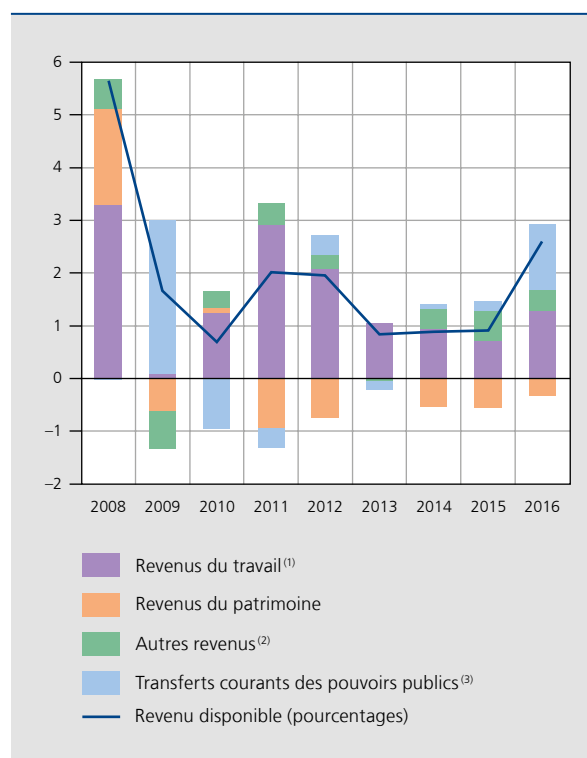
Le renchérissement des actifs financiers et immobiliers, qui est mécaniquement lié à la diminution des taux d'intérêt, a néanmoins contribué à gonfler le patrimoine des ménages, au travers d'effets dits de valorisation.

En ce qui concerne le volet financier des avoirs des ménages, si les effets de valeur ont globalement été

(1) Les revenus financiers ne sont par ailleurs pas répartis de manière homogène entre les diverses strates de la population (cf. à ce propos la section 4).

## GRAPHIQUE 5 DÉCOMPOSITION DU REVENU DISPONIBLE DES MÉNAGES

(contribution à la croissance du revenu disponible nominal, sauf mention contraire)



Source: ICN.

- (1) À l'exclusion des cotisations sociales à charge des employeurs.
- (2) Les autres revenus englobent le revenu mixte brut des indépendants et l'excédent brut d'exploitation des ménages.
- (3) Y compris les cotisations sociales à charge des employeurs.

positifs ces dernières années, le patrimoine financier des ménages a accusé deux lourdes baisses en valeur: l'une au moment de l'éclatement de la bulle technologique et l'autre lors de la crise financière de 2008. Depuis, la valorisation de leur patrimoine a été positive année après année, dans un contexte de hausse régulière des cours des actifs financiers. Cela a permis aux ménages, dans un premier temps, d'éponger les pertes de valeur liées à la crise (de 2009 à 2012) et, dans un second temps, à partir de 2013, d'à nouveau engranger des plus-values.

Les effets de valeur peuvent être décomposés selon les instruments financiers utilisés: actions, titres de créances, parts de fonds d'investissement ou produits d'assurance. Il ressort de l'analyse des comptes financiers que c'est essentiellement la valorisation de leur portefeuille d'actions et de leurs parts de fonds d'investissement qui a permis aux ménages d'accumuler des gains au cours des années 2013 à 2016.

Les ménages ont également bénéficié d'effets de valorisation positifs sur leurs avoirs immobiliers, les prix de l'immobilier résidentiel ayant grimpé quasi sans discontinuer à partir de 2008. Certes, ces effets n'ont pas été aussi sensibles que durant la période ayant précédé la crise (de 2005 à 2007 en particulier), où ils avaient atteint, chaque année, de 8 à 12 % de la valeur du patrimoine immobilier. Bien que toujours positifs, ils se sont en effet réduits dans le sillage de la crise de 2008, et ont été de moins en moins marqués au cours des années les plus récentes. En 2014 (dernière année pour laquelle des données sont disponibles), les effets de valorisation auraient ainsi représenté moins de 1 % de la valeur du patrimoine immobilier.

Au total, les ménages ont donc vu la valeur de leur patrimoine s'accroître significativement grâce à la progression soutenue du prix des actifs. Entre 2008 et 2016, leur patrimoine financier a enflé de 34 %, dont plus de la moitié à la suite d'effets de valorisation, le solde étant dû à de nouveaux apports. Quant à la hausse de 21 % de leur patrimoine immobilier, les effets de valorisation en ont représenté près des deux tiers.

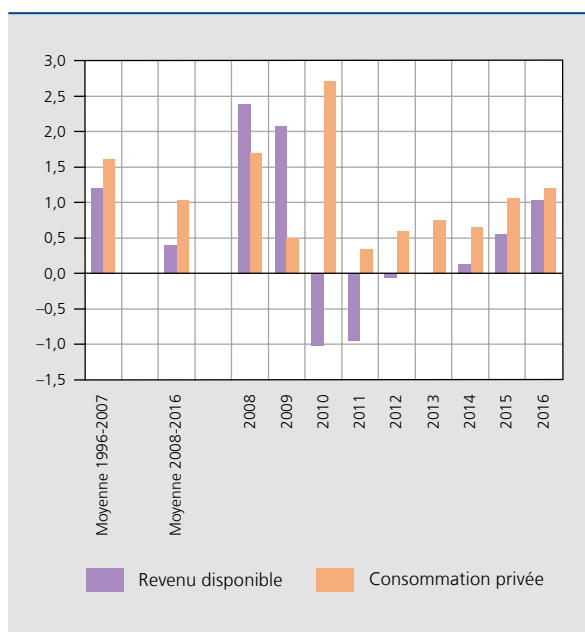
### 3.2 Choix entre épargne et consommation

Pour appréhender dans quelle mesure la chute des revenus financiers a pu influencer le comportement des ménages en matière de consommation et d'épargne, il faut prendre en considération l'évolution de leurs revenus financiers, et, plus largement, celle de leur revenu disponible, et ce en termes réels, c.-à-d. en tenant compte des mouvements des prix. C'est en effet cet indicateur qui constitue la mesure la plus adéquate du pouvoir d'achat des ménages.

Depuis le début de la crise, les ménages belges ont traversé une période inhabituellement longue d'atonie de leur pouvoir d'achat. En moyenne de 2008 à 2016, le pouvoir d'achat a crû de 0,4 %, soit un rythme trois fois moindre que celui enregistré durant la décennie qui avait précédé la crise. Cette moyenne masque toutefois des évolutions contrastées d'une période à l'autre. Dans l'immédiate après-crise (en 2008 et en 2009), le pouvoir d'achat avait encore rebondi de plus de 2 %, car l'inflation avait fortement reflué et les stabilisateurs automatiques avaient soutenu le revenu des travailleurs. En 2010 et en 2011, le pouvoir d'achat des ménages s'est contracté de 1 % par an, avant de stagner pendant trois années consécutives (de 2012 à 2014), ce qui constitue une situation inédite dans une perspective historique. Il a fallu attendre 2015 pour que le pouvoir d'achat augmente à nouveau, d'abord timidement (0,6 %), puis de manière plus vive en 2016, où il a progressé de 1,2 %.

**GRAPHIQUE 6** REVENU DISPONIBLE ET CONSOMMATION DES MÉNAGES

(pourcentages de variation annuelle, en termes réels)



Source : ICN.

Confrontés à l'érosion de leur pouvoir d'achat, les ménages ont revu à la baisse leurs dépenses de consommation. Le ralentissement de la croissance de la consommation s'est toutefois opéré de manière moins abrupte que celui du revenu disponible. En moyenne au cours de la période 2008-2016, les dépenses de consommation ont continué de croître, de 1 % par an.

La croissance de la consommation ayant dépassé, année après année, celle du revenu disponible, le taux d'épargne s'est régulièrement infléchi. Le décalage entre la consommation et le revenu est loin d'être un phénomène exceptionnel; il traduit en premier lieu le traditionnel comportement de lissage de la consommation dans le temps. Face à des fluctuations de leurs flux de revenus qu'ils jugent temporaires, les ménages n'adaptent que marginalement leurs dépenses de consommation. Par solde, les fluctuations du revenu courant se répercutent dans la variation de l'épargne. Une autre manière de comprendre ce comportement est de considérer le caractère incompressible de certains postes de dépenses des ménages tels que le logement ou l'alimentation; ces dépenses ne peuvent être limitées en cas d'amputation (temporaire) des flux de revenu, et c'est alors l'épargne qui joue le rôle de poste d'ajustement.

Dans le cas présent, la baisse régulière, année après année, du taux d'épargne semble cependant davantage

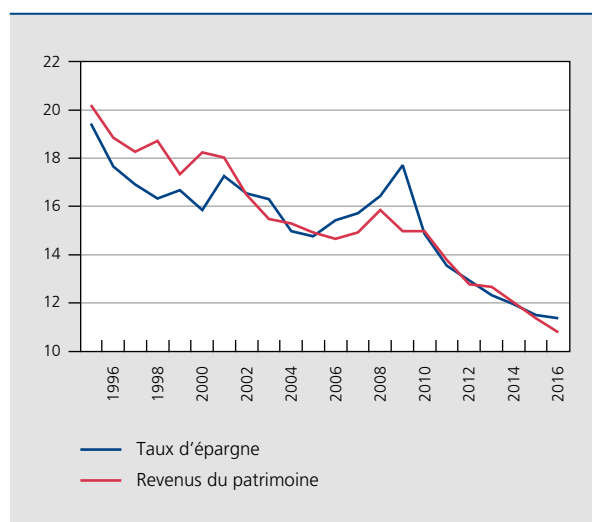


exprimer une tendance de fond qu'être le reflet d'un décalage momentané entre les flux de revenus et de consommation. On observe par ailleurs que l'affaiblissement du taux d'épargne correspond presque exactement aux pertes encourues en termes de revenus financiers. Rapportée au revenu disponible, la part des revenus financiers est retombée de 15,8 % en 2008 à moins de 10,8 % en 2016, ce qui représente un recul de 5 points de pourcentage. Au cours de la même période, le taux d'épargne est revenu de 16,4<sup>(1)</sup> à 11,4 %. D'un point de vue agrégé, la contraction des revenus financiers ne semble donc pas s'être traduite par une modération de la consommation, mais plutôt par une réduction de l'épargne. Ceci confirme le résultat d'analyses récentes<sup>(2)</sup> qui montrent que la capacité d'épargne des ménages est étroitement liée aux revenus financiers, étant entendu que les revenus du travail sont, eux, traditionnellement plutôt consommés.

En écornant les revenus financiers, la baisse des taux a en quelque sorte agi comme un mécanisme redistributif au détriment des ménages dont les revenus sont plus largement issus du patrimoine et en faveur de ceux qui ne disposent que de peu voire d'aucun revenu financier et qui tirent l'essentiel de leurs ressources de leur travail. Ceci suggère que les effets de la diminution des taux d'intérêt ne sont pas identiques selon le profil du ménage ; à cet égard, les effets de répartition sont exposés en détail dans la quatrième partie du présent article.

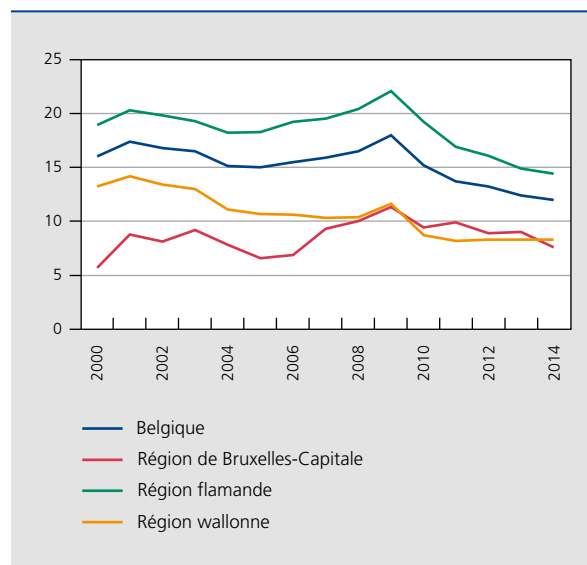
L'examen de l'évolution du taux d'épargne à l'échelle régionale fournit, d'une certaine façon, un éclairage sur

**GRAPHIQUE 7 REVENUS DU PATRIMOINE ET TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES**  
(pourcentages du revenu disponible)



Source : ICN.

**GRAPHIQUE 8 TAUX D'ÉPARGNE PAR RÉGION<sup>(1)</sup>**  
(pourcentages du revenu disponible)



Source : ICN.

(1) Les comptes régionaux sont disponibles avec un certain décalage par rapport aux comptes nationaux ; la dernière observation disponible pour les taux d'épargne régionaux remonte à 2014.

l'évolution du taux d'épargne par classe de revenus. En effet, le taux d'épargne affiche d'importantes disparités régionales, étroitement liées au revenu moyen ou médian au sein des trois régions. Il est structurellement plus élevé en Région flamande que dans les deux autres régions : ainsi, en 2008, le taux d'épargne s'établissait à 20,4 % en Région flamande, contre 10,4 % en Wallonie et 10 % en Région bruxelloise. L'écart de revenus entre les trois régions (par rapport à la moyenne du pays) était de +6 % pour un habitant de la Flandre, de -5 % pour un Bruxellois et de -10 % pour un Wallon. Dans le sillage de la crise, c'est en Flandre que le taux d'épargne a le plus baissé : il se situait en 2014 près de 5 points de pourcentage en deçà de son niveau moyen d'avant la crise. Partant d'un niveau plus faible, le taux d'épargne des ménages wallons a pour sa part reculé de moins de 4 points ; enfin celui des ménages bruxellois était, en 2014, inchangé par rapport à son niveau moyen d'avant la crise. Sur le plan régional, on observe donc que c'est au niveau des ménages de la région la plus riche que le taux d'épargne a le plus fortement chuté.

(1) Le taux d'épargne observé en 2009 était exceptionnellement élevé (17,7 %). À ce moment-là, l'incertitude liée aux retombées de la crise financière atteignait son paroxysme, provoquant un gonflement de l'épargne de précaution. En outre, les revenus des ménages belges avaient, à l'entame de la crise, pleinement bénéficié des stabilisateurs automatiques (transferts des pouvoirs publics, indexations des salaires sur la base de l'inflation passée), alors même que l'inflation courante refluit très rapidement. Il en a découlé une croissance robuste du revenu des ménages en termes réels, dont une partie a aisément pu être épargnée.

(2) Cf. Basselier et Langenus (2014).

L'enquête de confiance auprès des consommateurs, réalisée mensuellement par la Banque permet également d'appréhender les facteurs qui ont façonné leurs décisions d'épargne au cours de la période récente. Les ménages sont en effet simultanément questionnés sur leurs prévisions d'épargne, leur appréciation quant à la conjoncture économique générale, aux perspectives de chômage, à leur situation personnelle, à leurs perspectives d'achats importants et à l'évolution des prix. En outre, une sous-question spécifique porte sur « l'opportunité ou non du moment pour épargner », qui aborde, de façon indirecte, les conditions de rémunération (ou de rendement) de l'épargne.

Sur une longue période, les résultats des enquêtes montrent que les prévisions d'épargne sont bien plus fortement dictées par la situation financière personnelle du ménage (présente, passée et future) que par la conjoncture économique générale. Un autre élément qui ressort comme influençant les prévisions d'épargne est l'évolution générale des prix<sup>(1)</sup>: lorsque les ménages font face à une inflation élevée, ils envisagent de réduire leur épargne, ce qui confirme qu'ils se soucient du pouvoir d'achat que leur confèrera celle-ci dans le futur. Le rendement de l'épargne joue également un rôle dans la décision d'épargner, mais son influence s'avère plus limitée que celle des facteurs d'ordre personnel.

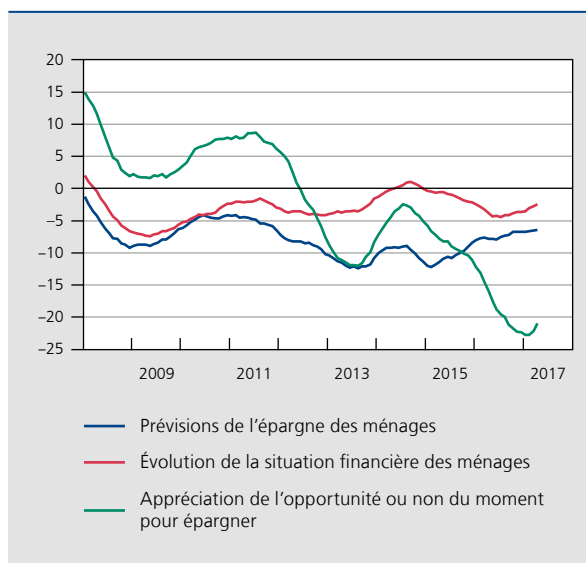
Depuis 2008, les ménages ont régulièrement porté une appréciation négative sur leurs prévisions d'épargne, comme en témoigne une volonté d'épargner inférieure à son niveau moyen historique. Ceci est allé de pair avec une perception négative de leur situation financière personnelle, qui, à l'exception d'un court intermède durant la seconde moitié de 2014, a aussi toujours été moins favorable que la moyenne. Est venue s'y greffer, depuis la mi-2012, une appréciation négative quant à l'opportunité du moment pour épargner, ce qui traduit la perception d'un faible rendement de l'épargne.

Depuis le début de 2015, on observe cependant une certaine déconnexion entre les prévisions d'épargne et l'appréciation de l'opportunité du moment pour épargner. Même si les ménages estiment que les conditions de rémunération de l'épargne sont de moins en moins attractives, cela ne semble plus les inciter à épargner moins (ou à consommer plus).

Les résultats de cette enquête suggèrent donc que l'effet de substitution intertemporelle du bas niveau des taux d'intérêt aurait certes globalement joué un rôle dans la diminution du taux d'épargne en Belgique, mais que ce canal aurait été relativement peu efficace au cours des deux dernières années. Ceci confirme les analyses consacrées aux déterminants de la consommation

## GRAPHIQUE 9 DÉTERMINANTS DE L'ÉPARGNE SELON LES ENQUÊTES AUPRÈS DES MÉNAGES

(données normalisées par rapport à la moyenne de long terme<sup>(1)</sup>, moyenne mobile des douze derniers mois)



Source : BNB.

(1) Une valeur positive (négative) signifie que les ménages ont formulé une réponse plus favorable (défavorable) qu'en moyenne historique.

en Belgique<sup>(2)</sup> et dans la zone euro<sup>(3)</sup>: le taux d'intérêt n'influence que partiellement les décisions d'épargne et de consommation des ménages, qui sont avant tout déterminées par des facteurs liés à leur situation personnelle, au premier rang desquels on retrouve leurs flux de revenus.

### 3.3 Modifications de portefeuille et hausse de l'endettement

Lorsqu'ils ont la possibilité d'épargner, les ménages ont le choix entre plusieurs instruments financiers (indépendamment des investissements réalisés dans le secteur de l'immobilier). Leur préférence va dépendre d'une série de facteurs, au nombre desquels figurent le degré d'incertitude (lorsqu'il augmente, les placements se dirigent davantage vers de l'épargne de précaution, ce qui illustre la préférence pour la liquidité), le rendement offert (orientation vers des produits plus rémunérateurs si le niveau général des taux est bas, *search for yield*), leur propre situation (constitution d'une épargne à long terme en prévision de la retraite), etc.

(1) Il est intéressant de constater que c'est davantage l'inflation courante que l'inflation attendue qui influe sur le choix d'épargner, ce qui confirme une certaine myopie des agents économiques par rapport à l'évolution attendue des prix.

(2) Cf. Burggraeve et Jeanfils (2005).

(3) Cf. ECB (2016).

Dans les premières années qui ont suivi la crise financière de 2008, les particuliers se sont plutôt tournés vers des produits peu risqués (comptes et dépôts, produits d'assurance de la branche 21), constituant ainsi une épargne de précaution ou attendant de meilleures opportunités de placements. Ce faisant, ils ont accru la part peu risquée de leur portefeuille financier. Cette situation a prévalu jusqu'en 2012. Toutefois, à partir de 2013, confrontés à des rendements de plus en plus bas sur les produits à moindre risque, les ménages, en quête de meilleurs rendements, ont progressivement orienté leurs nouveaux placements vers des instruments plus risqués (principalement des parts de fonds d'investissement, mais également des actions et d'autres participations). La part des actifs moyennement ou fortement risqués parmi leurs nouveaux investissements s'est donc élargie au fil des derniers trimestres, jusqu'à atteindre, à la fin de 2015, un plafond de 82 % de leurs nouveaux investissements financiers cumulés sur les quatre derniers trimestres. À la fin de 2016, cette part avoisinait encore près de 73 %. Les apports sur les comptes et dépôts sont toutefois restés substantiels, traduisant toujours un degré d'incertitude élevé, une préférence structurelle pour la liquidité ou l'attente de meilleures opportunités. Sur ce segment, les ménages ont majoritairement privilégié, en 2015 et en 2016, les apports sur des comptes à vue, tandis que les

comptes d'épargne réglementés ont été moins alimentés. La différence marginale de taux d'intérêt entre les deux produits et la plus grande liquidité des comptes à vue n'y sont sans doute pas étrangères.

Les sources d'informations macroéconomiques utilisées ci-avant ne nous renseignent guère sur la répartition du patrimoine accumulé et des dettes entre les ménages. Pour cela, il faut recourir à des données au niveau des ménages; les enquêtes HFCS peuvent à cet égard compléter les constats effectués sur la base de données macroéconomiques.

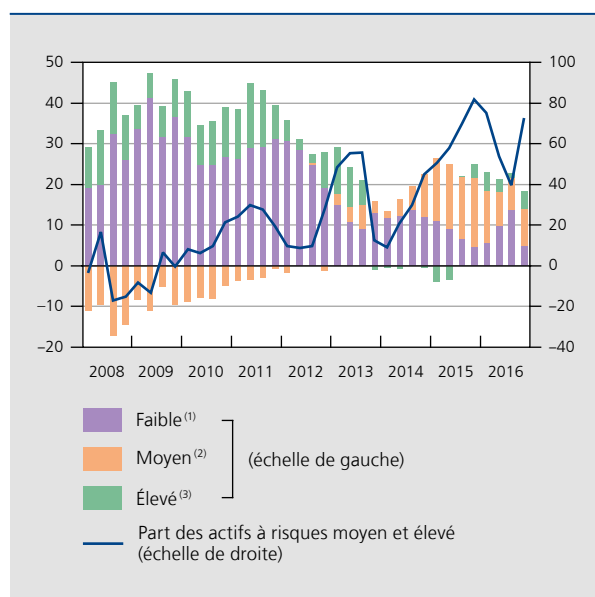
Dans l'analyse microéconomique des actifs (et des dettes) des ménages, différentes composantes sont prises en considération: quels ménages détiennent ces actifs et quelle en est la valeur? Les aspects suivants sont examinés plus en détail:

- le taux de participation: il s'agit de la proportion des ménages (en pourcentage de la population totale des ménages) qui détiennent une composante donnée du patrimoine; le taux de participation dresse donc un aperçu de la répartition des postes bilanciaux entre les ménages;
- la valeur médiane conditionnelle: elle ne concerne que les ménages qui participent à une composante donnée du patrimoine et fournit, pour ceux-ci, la valeur médiane en euros de cette composante. La médiane est la valeur d'une variable donnée, telle que la moitié des ménages en détiennent moins et l'autre moitié plus. La médiane est donc la valeur pour un ménage se situant au centre de la distribution;
- la marge d'erreur: cette marge est ici égale à deux fois l'erreur type du paramètre estimé (valeur médiane), ce qui assure un intervalle de fiabilité d'environ 95 %.

Les avoirs immobiliers des ménages sont constitués en premier lieu de leur résidence principale (pour les propriétaires de leur logement), puis de leurs autres biens immobiliers. Il peut s'agir ici de résidences secondaires, de résidences de vacances ou de biens mis en location. En 2014, d'après la HFCS, 70,3 % des ménages belges étaient propriétaires de leur logement. Considérant le ménage médian dans le groupe des ménages propriétaires de leur logement en Belgique, la valeur (médiane conditionnelle) de l'habitation s'élève à 249 700 euros, soit un montant quasiment inchangé depuis 2010 (248 300 euros). Outre leur logement propre, 18,5 % des ménages belges possédaient en 2014 d'autres avoirs immobiliers, ce qui représente une hausse par rapport à 2010 (16,4 %). Les marges d'erreur autour de la valeur médiane (176 800 euros) pour ces autres avoirs immobiliers sont relativement larges, en raison de la vaste répartition de la valeur et de la grande diversité des types de biens immobiliers complémentaires (d'un modeste chalet à plusieurs propriétés de rapport),

**GRAPHIQUE 10** NOUVEAUX PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES: VENTILATION PAR CATÉGORIE DE RISQUE

(milliards d'euros, sommes mobiles sur quatre trimestres)



Source: BNB.

(1) Faible: Comptes et dépôts, titres de créance, produits d'assurance de la branche 21.

(2) Moyen: Parts de fonds d'investissement.

(3) Élevé: Actions et produits d'assurance de la branche 23.

**TABEAU 2 PATRIMOINE IMMOBILIER ET DETTE HYPOTHÉCAIRE**

(milliers d'euros, sauf mention contraire)

	Patrimoine immobilier		Dettes hypothécaires	
	Logement propre	Autre(s) bien(s) immobilier(s)	Logement propre	Autre(s) bien(s) immobilier(s)
<b>HFCS I (2010)</b>				
Participation dans des biens immobiliers et crédit hypothécaire (pourcentages des ménages)	69,6	16,4	28,5	3,2
Valeur médiane conditionnelle	248,3	173,3	66,7	56,9
Marge d'erreur (deux fois l'erreur type)	(9,5)	(29,4)	(10,3)	(24,6)
<b>HFCS II (2014)</b>				
Participation dans des biens immobiliers et crédit hypothécaire (pourcentages des ménages)	70,3	18,5	31,9	4,7
Valeur médiane conditionnelle	249,7	176,8	79,1	59,2
Marge d'erreur (deux fois l'erreur type)	(1,4)	(29,1)	(11,2)	(12,7)

Source : BNB (HFCS 2010 et 2014).

ainsi que du nombre relativement faible d'observations dans l'échantillon.

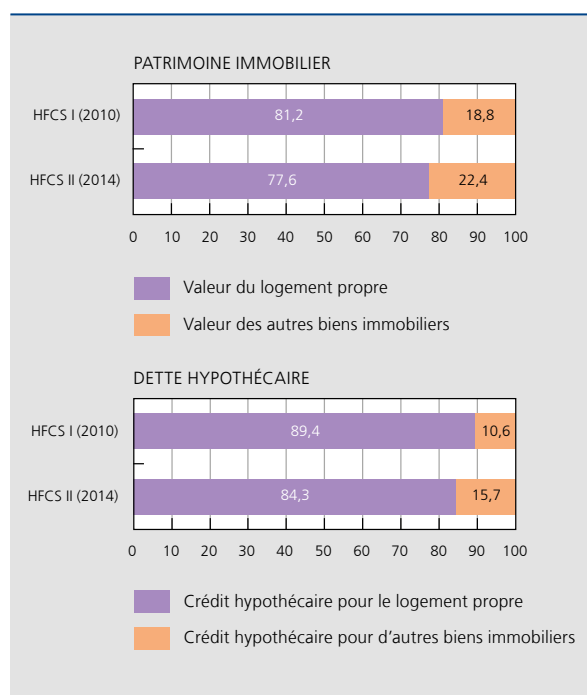
En ce qui concerne les dettes, l'enquête établit une distinction parallèle entre les crédits hypothécaires, destinés à financer le logement propre, et les emprunts contractés pour couvrir l'achat d'autres biens immobiliers. Le taux de participation des ménages belges au marché du crédit hypothécaire en vue de financer l'achat d'un logement propre est passé de 28,5 % en 2010 à 31,9 % en 2014. S'agissant des ménages qui ont souscrit un emprunt hypothécaire pour l'acquisition de leur logement propre, le solde restant dû médian a grimpé de 66 700 à 79 100 euros. Concomitamment à l'augmentation de la détention d'autres biens immobiliers, les crédits destinés à acquérir ce type de biens ont eux aussi progressé. En 2010, 3,2 % des ménages avaient souscrit à ce type d'emprunt. En 2014, cette part a atteint 4,7 %, tandis que le solde restant dû médian a gonflé de 56 900 à 59 200 euros. L'accroissement du nombre de crédits et des soldes restant dus explique donc que la charge d'intérêts globale payée par les ménages soit demeurée au même niveau (voir section 3.1), en dépit de la baisse des taux d'intérêt.

Selon les résultats des enquêtes HFCS, la propriété d'un logement propre est donc restée globalement stable entre les deux vagues, mais on a observé une hausse des avoirs sous la forme de biens immobiliers autres que le logement propre, ainsi qu'une augmentation de la participation et des soldes restant dus pour les crédits hypothécaires. Outre la faiblesse des taux d'intérêt, des motifs de sécurité et de rendement (*search for yield*) ont

également joué un rôle. Lors de la première vague de l'enquête HFCS, les ménages avaient d'ailleurs indiqué qu'ils maintenaient leur confiance dans l'immobilier

**GRAPHIQUE 11 COMPOSITION DU PATRIMOINE IMMOBILIER ET DE LA DETTE HYPOTHÉCAIRE DES MÉNAGES**

(part en pourcentage dans la valeur totale du patrimoine immobilier et de la dette hypothécaire)



Source : BNB (HFCS I (2010) et II (2014)).

comme investissement, par opposition à d'autres placements (cf. Du Caju, 2012).

L'intérêt clairement accru des ménages pour l'investissement en immobilier hors logement propre se manifeste aussi dans la composition de leur patrimoine réel. La part des biens immobiliers hors logement propre figurant dans leur portefeuille s'est élargie entre 2010 et 2014, passant de 18,8 à 22,4 %.

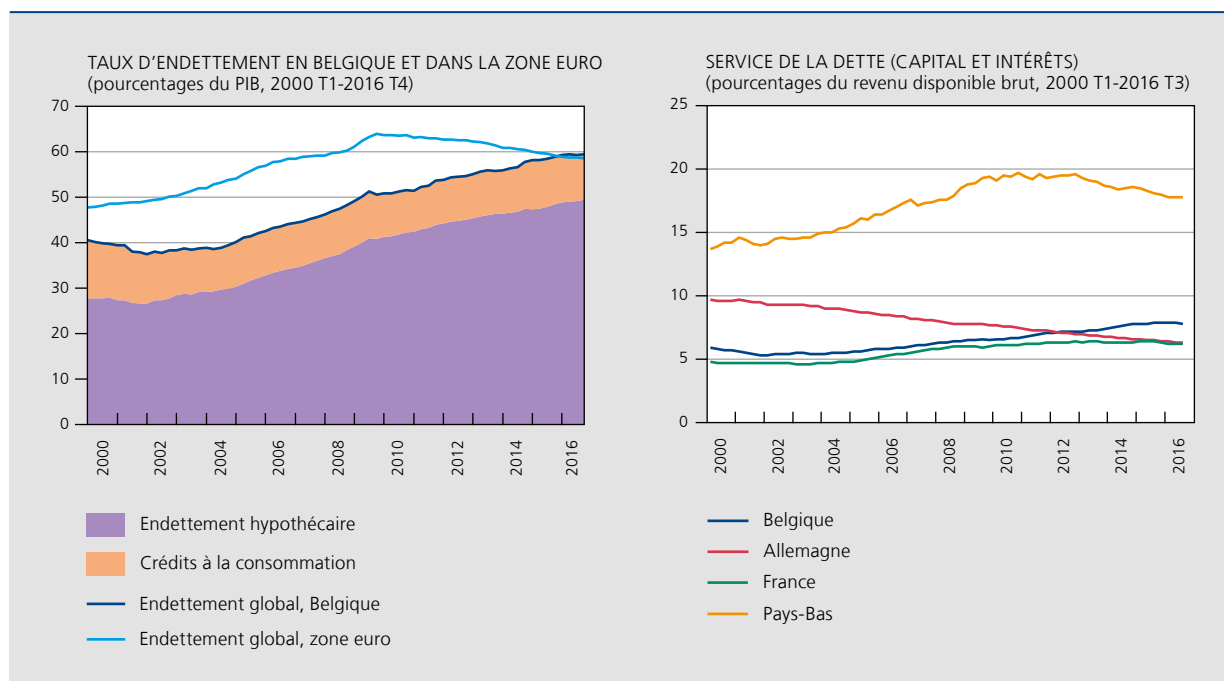
Conformément à l'évolution des investissements en autres biens immobiliers et à l'importance renforcée de ces actifs dans le patrimoine, la composition de la dette des ménages s'est elle aussi quelque peu modifiée entre 2010 et 2014. Les crédits hypothécaires contractés pour financer l'acquisition d'autres biens immobiliers que le logement propre ont représenté une plus grande part de la dette des ménages en 2014 (15,7 %) qu'en 2010 (10,6 %).

Les biens immobiliers autres que le logement propre occupent donc désormais une place plus large dans le portefeuille des ménages. Cette tendance s'est accompagnée d'une augmentation de la part des crédits hypothécaires destinés à financer ces autres biens immobiliers dans l'encours total de la dette hypothécaire. La quête de sécurité et de rendement qui explique cette situation peut avoir été renforcée par la fiscalité favorable. Ainsi, des

moyens financiers issus de régularisations fiscales et de montants rapatriés de l'étranger peuvent avoir couvert ces investissements. Les revenus de ces investissements sont d'ailleurs assez peu taxés (sur la base du revenu cadastral s'ils servent de seconde résidence ou s'ils sont mis en location comme logement). Les revenus locatifs effectifs ne sont taxés que si le bien immobilier est mis en location à des fins professionnelles. Enfin, fiscalement, on peut également déduire de ces revenus les intérêts hypothécaires.

Comme le montrent les résultats des enquêtes HFCS, les ménages se sont de plus en plus endettés afin de financer leurs investissements en logement et leurs transactions sur le marché immobilier secondaire. Depuis 2005, leur taux d'endettement rapporté au PIB a grimpé de façon quasi ininterrompue. Au troisième trimestre de 2016, il atteignait près de 60 % du PIB. Ce sont principalement les prêts immobiliers qui sont à l'origine de la hausse du niveau global d'endettement des ménages en Belgique. En effet, entre 2005 et 2016, la dette liée aux autres crédits s'est quasi stabilisée en pourcentage du PIB, et elle n'a plus contribué à l'alourdissement de l'endettement global. D'un point de vue agrégé, cette tendance n'a pas encore mis en cause la soutenabilité de la dette des ménages en Belgique. Au niveau macroéconomique, ces derniers demeurent solvables (mais vulnérables à des changements de prix), car l'augmentation du ratio d'endettement (dettes rapportées aux actifs) est allée de

**GRAPHIQUE 12 ENDETTEMENT DES MÉNAGES**



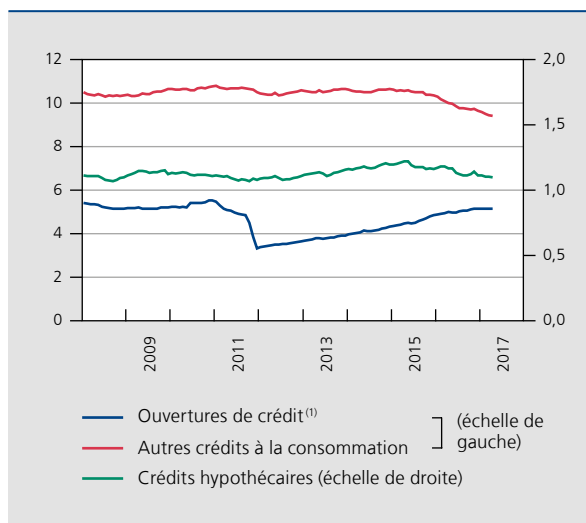
Sources : BCE, BRI, BNB.

pair avec une expansion – plus modérée toutefois – de leur patrimoine (actifs immobiliers et financiers). En outre, le niveau de leur patrimoine financier net (patrimoine financier duquel on soustrait la dette) reste élevé (251 % du PIB à la fin de 2016).

Par ailleurs, à partir de 2008, la baisse des taux d'intérêt a absorbé une partie de l'accroissement du service de la dette. En effet, compte tenu de l'alourdissement de l'endettement, le service de la dette des ménages en Belgique a continué de s'amplifier ces dernières années. À dater de 2005, l'évolution est attribuable à l'avivement de la dette des ménages (à savoir, la prise de nouveaux crédits), tandis que les charges d'intérêts ont légèrement décliné à compter de 2008, en raison de la faiblesse des taux d'intérêt. Ce mouvement contraste avec la situation qui prévaut dans les pays voisins, où le service de la dette adopte une trajectoire descendante relativement au PIB (Allemagne, Pays-Bas) ou s'est stabilisé (France) depuis plusieurs années. En Belgique, le service de la dette atteignait 7,9 % du PIB en moyenne en 2016, ce qui constitue un maximum historique, contre 6,3 % en Allemagne, 6,2 % en France et 17,8 % aux Pays-Bas (où une grande partie des crédits hypothécaires, aussi appelés crédits bullet, sont assortis d'un terme fixe et le capital n'est restitué qu'au terme de l'emprunt et non pas par mensualité, ce qui explique le niveau élevé du service de la dette, puisqu'il comprend ce capital).

L'endettement des ménages s'accroissant, il est fondamental de surveiller les évolutions du taux de défaut sur les crédits des particuliers. Celui-ci est notamment mesuré par le nombre de contrats en défaut de paiement rapporté au nombre total de contrats en cours. En ce qui concerne les prêts hypothécaires, le taux de défaut reste assez stable, s'établissant à un bas niveau (autour de 1,1 %) depuis de nombreux mois. Pour le moment, il n'indique globalement pas la présence de risques spécifiques, ce qui n'exclut pas que certaines catégories de ménages puissent être davantage mises sous pression. Le faible niveau de cet indicateur reflète, d'une part, le fait que les ménages belges donnent la priorité au remboursement (qui est souvent automatique) de leur dette hypothécaire en cas de difficultés financières, préférant – au besoin – temporiser le remboursement de leurs autres dettes. D'autre part, il intègre aussi probablement le caractère prudent des banques dans leurs octrois de crédits, puisque celles-ci tiennent compte des capacités de remboursement des clients et limitent ainsi les risques. Les établissements de crédit se conforment en cela aux recommandations émises par la Banque en matière de politique d'octroi de prêts hypothécaires, vu les vulnérabilités qui subsistent sur le marché immobilier (proportion relativement importante de prêts assortis d'un profil de risque élevé).

**GRAPHIQUE 13 DÉFAUTS DE PAIEMENT SUR LES CRÉDITS AUX MÉNAGES**  
(pourcentages du nombre de crédits)



Source : BNB.

(1) Les ouvertures de crédit affichent une rupture de série à la fin de 2011, conséquence d'une extension du champ d'application de la Centrale des crédits aux particuliers. Depuis la fin de 2011, tous les découverts autorisés sur les comptes à vue doivent en effet être enregistrés, alors que ce n'était pas le cas auparavant.

Les défauts de paiement par année d'octroi rapportent le nombre de crédits en défaut après un temps défini (six mois, un an, etc.) à la totalité des crédits offerts durant l'année considérée. Contrairement à l'indicateur précédent, ils ne prennent pas en compte les régularisations éventuelles. Ventilés par type de crédit (crédits hypothécaires, crédits à la consommation, ouverture de crédit), ces indicateurs font état d'une stabilisation ou d'une diminution des taux de défaut au cours des dernières années, à l'exception des ouvertures de crédit, qui n'affichent toutefois pas de hausse substantielle. Cette situation est en outre corroborée par les règlements collectifs de dette, dont le nombre de procédures en cours n'a augmenté que de 0,6 % en 2015 et qui étaient en recul en 2016 (-2,2 %) et en 2017 (-0,6 % au premier trimestre de l'année), alors que ces procédures avaient enregistré une croissance annuelle de plus de 10 % entre 2009 et 2011.

Si les indicateurs globaux relatifs aux taux de défaut ne traduisent pas d'inquiétude particulière, deux points spécifiques méritent toutefois d'être soulevés.

Le premier concerne une éventuelle remontée des taux d'intérêt, qui gonflerait les charges d'intérêts de la dette. De ce point de vue, le risque à court terme reste relativement limité en Belgique, étant donné que, pendant la période récente (2012-2016), la grande majorité des nouveaux contrats hypothécaires ont été soit conclus avec

un taux fixe, soit accompagnés d'une période de fixité initiale supérieure ou égale à dix ans. Si on considère tous les contrats conclus au cours de ces vingt dernières années (de janvier 1997 à décembre 2016), près des trois quarts d'entre eux remplissaient ce critère. De 2012 à 2016, ils ont représenté 85 % de l'ensemble des nouveaux contrats.

Le second point a trait à un éventuel choc négatif sur les revenus des ménages (p. ex. un nouvel accroissement du taux de chômage). La capacité de remboursement des ménages s'en trouverait dès lors amoindrie. Si, d'un point de vue macroéconomique, le risque de défaillance est assez faible, il n'en va pas de même pour certaines catégories de ménages pour lesquels le service de la dette rapporté au revenu est très élevé. Les recommandations émises par les institutions de surveillance macroprudentielle visent donc plus spécialement les crédits associés à un plus grand risque de défaut.

#### 4. Effets de répartition des taux bas

L'environnement de taux bas influence la situation financière des ménages de multiples façons. Afin de jauger l'incidence différenciée de celui-ci, une distinction très réductrice est parfois opérée entre les ménages qui épargnent et ceux qui empruntent, les épargnants ayant à subir une perte de revenus d'intérêts tandis que les emprunteurs peuvent rembourser plus facilement leurs crédits. Les effets finaux du bas niveau des taux d'intérêt sont toutefois tellement complexes qu'une analyse trop simpliste est susceptible de livrer une image fortement biaisée. Ainsi, la politique actuelle de taux bas peut également contribuer à stabiliser l'environnement financier qui soutient la croissance et l'emploi, exerçant par là même une incidence sur les revenus du travail des ménages (ou sur leur préservation). La distinction entre épargnants, emprunteurs et salariés ne présente du reste qu'une pertinence limitée puisque les ménages peuvent appartenir simultanément à plusieurs catégories.

Les données de l'enquête HFCS permettent d'illustrer simplement toute la complexité de cette matière. Les ménages qui bénéficient de revenus du travail en qualité de salariés et qui, dans le même temps, disposent d'un revenu provenant d'actifs financiers (et perçoivent à ce titre des intérêts ou des dividendes) ou remboursent des dettes (et paient donc des intérêts) représentent neuf ménages sur dix. Or, il s'avère qu'un tiers des ménages relèvent des trois catégories à la fois : ils perçoivent un salaire, touchent des revenus financiers et remboursent des dettes. Qui plus est, la grande majorité des ménages qui remboursent des dettes perçoivent également un revenu tiré d'actifs financiers et, inversement, près de la

moitié des ménages bénéficiant d'un revenu tiré d'actifs financiers remboursent également des dettes. Sans oublier que la plupart des salariés perçoivent aussi des revenus financiers. Les constats qui précèdent montrent bien que la population ne peut être subdivisée strictement en groupes selon qu'une évolution donnée des taux d'intérêt leur est profitable ou non. De nombreux épargnants disposant d'un revenu provenant d'actifs financiers perçoivent dans le même temps un salaire et/ou remboursent des dettes. Ils subissent donc des inconvénients mais tirent aussi des avantages de la faiblesse des taux d'intérêt, ce qui tend à compliquer la distinction entre les « gagnants » et les « perdants ».

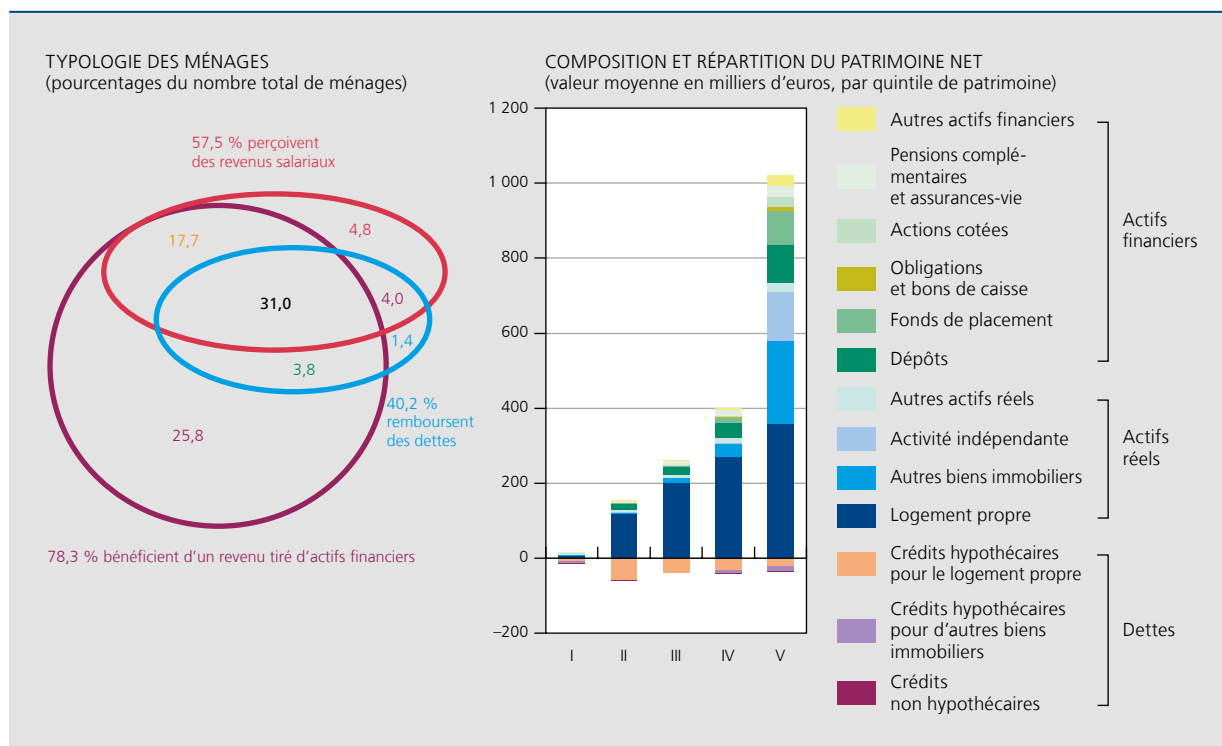
Cela étant, la faiblesse des taux d'intérêt entraîne bel et bien des effets de revenu négatifs en ce qu'elle pèse sur les revenus issus d'actifs financiers. Elle augmente toutefois également la valeur des obligations et des actions, exerçant ainsi des effets de valorisation positifs. Le rapport d'opposition, favorable au patrimoine, entre le prix et les taux d'intérêt ne s'applique pas aux dépôts vu que la valeur des actifs à court terme n'est pas sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. Les taux bas poussent également les prix de l'immobilier à la hausse, générant là encore des gains de capital. Sous cet angle, un bien immobilier peut être considéré comme un actif assorti d'une longue échéance. De même, la politique de taux bas induit aussi certains effets de revenu positifs, dans la mesure où elle facilite le remboursement des dettes. La conclusion de nouveaux crédits se fait à des conditions plus avantageuses ; les prêts (hypothécaires) en cours assortis d'un taux variable en tirent aussi directement profit, tandis que les prêts à taux fixe peuvent faire l'objet d'un refinancement. Comme la composition et la taille du patrimoine net varient d'un ménage (ou groupe de ménages) à l'autre, l'incidence de revenus ou de charges d'intérêts moindres et d'effets de valorisation positifs sera différente pour chacun d'eux.

L'enquête HFCS permet d'analyser la composition du patrimoine net des ménages, et ce pour l'ensemble de sa distribution<sup>(1)</sup>. En d'autres termes, il est possible de voir en quoi consiste le patrimoine net des ménages fortunés comparativement à celui des ménages moins aisés. Pour ce faire, les ménages sont répartis en cinq quintiles, en fonction de la valeur de leur patrimoine net total. La taille et la composition varient en effet considérablement d'un quintile à l'autre. Les avoirs des ménages du quintile le plus bas – c.-à-d. les 20 % de ménages les moins nantis – sont limités et consistent pour l'essentiel en des dépôts et autres actifs réels (véhicules ou autres objets de valeur).

(1) Pour une description de l'enquête et une analyse des résultats portant sur 2010 et 2014, cf. Du Caju (2013) et Du Caju (2016).

**GRAPHIQUE 14 ASPECTS DE RÉPARTITION COMPLEXES LIÉS AUX TAUX D'INTÉRÊT BAS**

(typologie des ménages et composition de leur patrimoine net en 2014)



Source : BNB (HFCS I (2010) et II (2014)).

Le patrimoine des trois quintiles intermédiaires, que, par facilité, nous nommerons « classe moyenne », comporte principalement le logement propre, auquel s’ajoutent surtout des dépôts ainsi que, dans une moindre mesure, des pensions complémentaires et des assurances-vie individuelles. La classe moyenne assume par ailleurs la plus grande charge hypothécaire, en termes moyens. Les ménages plus riches, du quintile le plus élevé, possèdent une habitation dont la valeur dépasse en moyenne celle des ménages des quintiles inférieurs, mais cette habitation représente une proportion plus réduite (moins de la moitié) de leur patrimoine total. Leurs avoirs sont également constitués d’autres biens immobiliers en sus du logement propre et d’actifs financiers divers. Les prêts hypothécaires liés à l’acquisition d’un autre bien immobilier sont surtout contractés par des ménages du quintile de patrimoine net supérieur.

Si on s’intéresse à la concentration des différents actifs auprès des ménages les plus nantis, l’enquête HFCS révèle que, en 2014, selon les estimations, 88,1 % de la valeur des actions cotées figurant dans le portefeuille des ménages belges étaient détenus par les 20 % de ménages possédant le patrimoine net total le plus important. Par ailleurs, les parts de fonds de placement et les obligations

sont assez fortement concentrées dans le quintile de patrimoine net le plus élevé, même si le quintile immédiatement en-dessous est aussi bien représenté. S’agissant de l’immobilier, il appert que les biens immobiliers autres que le logement propre sont également très concentrés auprès des ménages relativement riches. Ainsi, 81,3 % de la valeur de ce type de biens immobiliers sont aux mains des ménages du quintile de patrimoine net supérieur. La forte concentration observée sur le plan des actions ou des biens immobiliers autres que le logement propre auprès des 20 % de ménages les plus fortunés ne s’applique toutefois pas, ou alors seulement dans une moindre mesure, au logement propre (ou à la valeur de celui-ci) ni aux dépôts détenus et aux pensions complémentaires et assurances-vie individuelles. La concentration de ces catégories de patrimoine est beaucoup moins marquée. Le bien immobilier servant de logement propre semble être l’actif présentant la concentration la plus faible (autrement dit la répartition la plus égale). À peine 37,5 % de ces biens appartiennent aux 20 % de ménages les plus riches. Les dépôts, les pensions complémentaires et les assurances-vie individuelles sont légèrement plus concentrés, quoique nettement moins que les actions. Ces actifs sont répartis sur l’ensemble des quintiles, même s’il va sans dire que leur valeur est en moyenne moindre dans le



quintile de patrimoine le plus faible. Ainsi, 55 % environ de la valeur totale des dépôts sont détenus par le quintile de tête. Dans la mesure où les enquêtes sous-estiment généralement le patrimoine financier total, ces actifs sont en réalité très probablement plus concentrés.

La composition et la répartition du patrimoine illustrées ci-avant apportent un certain éclairage sur la question de savoir quels groupes de ménages ont été influencés, et dans quel sens, par la faiblesse des taux d'intérêt et par les effets de valorisation des actifs. Les résultats semblent indiquer que les effets de valorisation positifs se manifestent principalement dans le quintile de patrimoine le plus élevé. Les actions, les obligations et les fonds de placement se retrouvent presque uniquement dans le quintile le plus fortuné, si bien que les gains de capital associés à ces titres profitent de manière plutôt exclusive aux ménages qui le composent. Les pensions complémentaires et les assurances-vie individuelles – qui sont typiquement axées sur le plus long terme et dont la valeur s'accroît donc lorsque les taux d'intérêt diminuent – sont réparties un peu plus uniformément entre les quintiles de patrimoine supérieurs. L'immobilier, et en particulier le logement propre, est la principale composante du patrimoine pour l'ensemble des quintiles. Tous bénéficient donc des gains de capital qui en découlent, mais c'est le quintile le plus nanti qui en tire l'avantage le plus important en termes absolus, les biens immobiliers de ces ménages affichant les valeurs les plus élevées. Le bas niveau des taux d'intérêt rend l'acquisition de biens immobiliers moins onéreuse. Cet allègement du coût de financement du logement profite essentiellement aux quintiles de patrimoine net intermédiaires, puisque le quintile le plus bas ne compte que peu de ménages ayant contracté un prêt hypothécaire ou possédant une maison. Les ménages des quintiles intermédiaires assument, en termes absolus et par rapport à leurs actifs, une plus grande charge hypothécaire que les ménages issus du quintile le plus riche.

De manière générale, les effets de répartition de l'environnement de taux bas sont difficiles à évaluer. Sous l'effet de la faiblesse des taux d'intérêt, les ménages les plus fortunés tirent certes moins de revenus de leurs actifs financiers, mais ce sont eux qui profitent le plus des plus-values réalisées. La réduction des charges d'intérêts bénéficie surtout aux ménages des quintiles intermédiaires, qui peuvent rembourser plus aisément leurs crédits immobiliers. Les taux d'intérêt de leurs dépôts se contractent, mais la valeur de leur logement augmente en contrepartie. Les ménages les moins nantis perdent des revenus d'intérêts sur leurs dépôts, quand ils en détiennent. Peu d'entre eux sont propriétaires de leur logement, mais lorsque tel est le cas, le taux d'intérêt qu'ils acquittent sur leur emprunt diminue.

## Conclusion

En réponse à la crise financière et à la récession qui ont frappé l'économie mondiale à partir de 2008, la BCE a mis en œuvre une politique monétaire ultra-accommodante. Celle-ci s'est traduite par un repli sans précédent des taux d'intérêt et par des injections massives de liquidités, ce qui a aussi contribué à doper les cours des actifs financiers et immobiliers.

Cet environnement particulier a eu une incidence sur le revenu, sur le patrimoine et sur le comportement financier des ménages belges. D'une part, la diminution des taux a considérablement amputé leurs revenus d'intérêts nets, étant donné que leurs revenus d'intérêts se sont fortement contractés tandis que leurs charges d'emprunt sont demeurées globalement stables proportionnellement à leur revenu disponible. D'autre part, les ménages ont engrangé des effets de valorisation positifs sur leur patrimoine, ce qui a quelque peu atténué l'effet baissier sur leurs revenus.

D'un point de vue macroéconomique, la baisse des revenus financiers a comprimé le revenu disponible des ménages de manière quasi ininterrompue entre 2009 et 2016. Les ménages n'ont néanmoins pas freiné d'autant leurs dépenses de consommation, mais ont plutôt restreint leur épargne. En érodant les revenus financiers, la baisse des taux d'intérêt a en quelque sorte agi comme un mécanisme redistributif au détriment des ménages dont les revenus sont plus largement issus de leur patrimoine et en faveur de ceux qui ont peu, voire pas, de revenus patrimoniaux et qui tirent l'essentiel de leurs ressources de leur travail.

Les enquêtes microéconomiques confirment que l'environnement de taux d'intérêt bas et de renchérissement des actifs a eu un effet différencié sur les ménages, en fonction de la hauteur et de la composition de leur patrimoine. Ainsi, les ménages les plus nantis, qui disposent d'un patrimoine financier étendu, sont ceux qui ont le plus perdu à la suite du recul des rendements, mais ils sont également ceux qui ont le plus profité d'effets de valorisation positifs, autrement dit de plus-values, sur leurs portefeuilles d'actifs. Les ménages appartenant aux classes de patrimoine intermédiaire, qui sont très souvent propriétaires de leur logement, ont surtout bénéficié de la réduction des charges d'emprunt, qui a largement compensé la moindre rémunération de leur épargne. Enfin, les ménages des quintiles de patrimoine inférieur, qui sont plus rarement propriétaires de leur logement et qui ne disposent que d'une maigre, voire d'aucune, épargne financière, ont été comparativement moins affectés, que ce soit positivement ou négativement, par l'environnement de taux bas.

En ce qui concerne la composition de l'épargne, les nouveaux placements financiers se sont de plus en plus orientés vers des produits associés à un risque supérieur, traduisant une quête de rendement de la part des ménages (*search for yield*). Dans le même temps, les apports nets sur les comptes et dépôts sont demeurés positifs, reflétant une situation caractérisée par un haut degré d'incertitude. Ces derniers placements répondent aux besoins en épargne de précaution des particuliers; ils sont peut-être aussi l'expression de leur temporisation dans l'attente de meilleures opportunités.

L'environnement de taux bas a également stimulé les investissements immobiliers des ménages. Les investissements

de rapport, c.-à-d. ceux dans d'autres biens que celui destiné au logement propre, se sont plus particulièrement accrus. Le financement de ces investissements a entraîné un alourdissement de l'endettement des ménages.

Ces développements pourraient comporter certains risques, comme un risque de défaut de crédit résultant d'un choc négatif sur les revenus des ménages, ou un risque de taux induit par une remontée des taux d'intérêt qui pèserait sur les charges de remboursement de leurs dettes. Ces risques sont susceptibles de toucher davantage certaines catégories de ménages et certains types de crédits, à propos desquels les autorités macroprudentielles ont émis des recommandations spécifiques.

## Bibliographie

Basselier R. et G. Langenus (2014), « Changements récents dans le comportement d'épargne des ménages belges: l'incidence de l'incertitude », BNB, *Revue économique*, décembre, 57-67.

Baugnet V. et L. Dresse (2011), « Évolution de la consommation privée durant les trois dernières années », BNB, *Revue économique*, septembre, 47-58.

Bean C., Ch. Broda, T. Ito et R. Kroszner (2015), *Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates*, CEPR, Geneva Reports on the World Economy 17.

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

Du Caju Ph. (2012), « Constitution d'actifs par les ménages durant la crise financière », BNB, *Revue économique*, juin, 87-101.

Du Caju Ph. (2013), « Structure et répartition du patrimoine des ménages: une analyse menée sur la base de la HFCS », BNB, *Revue économique*, septembre, 43-66.

Du Caju Ph. (2016), « La répartition du patrimoine en Belgique: premiers résultats de la seconde vague de la Household Finance and Consumption Survey (HFCS) », BNB, *Revue économique*, septembre, 29-47.

ECB (2016), *Savings and investment behavior in the euro area*, Occasional Paper Series 167, January.