

# Incidence du bas niveau des taux d'intérêt sur le comportement financier des ménages

P. Stinglhamber  
Ch. Van Nieuwenhuyze  
M.-D. Zachary

## Introduction

Le présent article analyse, au moyen des comptes financiers belges pour l'ensemble de l'année 2010, les opérations financières réalisées récemment par les particuliers dans un environnement caractérisé par de faibles taux d'intérêt. Ce bas niveau des taux d'intérêt sera commenté. On examinera ensuite son influence sur les décisions financières des ménages, et plus précisément sur l'ampleur et la composition de leurs nouveaux actifs et passifs financiers.

L'article comprend quatre parties.

La première examine les caractéristiques du niveau des taux d'intérêt. Outre une analyse de l'évolution sur longue période des taux d'intérêt nominaux et réels à court et à long termes, une attention particulière est accordée à la forme de la courbe des taux d'intérêt, donnée qui peut se révéler essentielle lors de la prise de nombreuses décisions financières.

La deuxième partie traite des opérations financières globales des particuliers – leur solde financier, la constitution d'actifs, les nouveaux engagements – et cherche, dans la sphère réelle, les facteurs explicatifs de leur évolution. Elle se concentre essentiellement sur l'incidence des taux d'intérêt sur le taux d'épargne.

La troisième partie étudie la récente formation d'actifs financiers par les ménages en Belgique et, plus particulièrement, le rôle que jouent les taux d'intérêt dans le choix des instruments d'épargne et de placement: d'une part, les caractéristiques des taux d'intérêt pourraient permettre de choisir entre les actifs financiers à court terme et ceux à long terme, d'autre part, elles joueraient un rôle clé dans la détermination de la préférence des épargnants dans l'éventail des formules d'épargne proposées selon la durée.

Enfin, la quatrième partie porte sur l'évolution des nouveaux engagements financiers des particuliers en Belgique. Pour le principal d'entre eux – les emprunts hypothécaires –, les taux d'intérêt pourraient non seulement être à l'origine de leur croissance soutenue observée ces dernières années, mais aussi déterminer le choix des emprunteurs entre les formules de crédit offertes.

## 1. Caractéristiques de l'environnement des taux d'intérêt

Durant la majeure partie de 2010, les taux d'intérêt nominaux à court et à long termes se sont situés à un niveau exceptionnellement bas en Belgique. Les taux d'intérêt à court terme ont touché un plancher absolu de 0,64 % en avril 2010, alors que ceux à long terme ont atteint un étiage historique de 2,82 % à la fin d'août 2010. Bien que les taux d'intérêt à long terme se soient ensuite redressés assez rapidement pour dépasser 4 % en raison d'une

incertitude grandissante sur la soutenabilité de l'endettement des administrations publiques en Europe, les taux d'intérêt nominaux en Belgique sont en moyenne restés à un très bas niveau en 2010.

Les taux d'intérêt réels, calculés dans le présent article comme l'écart entre les taux d'intérêt nominaux et le pourcentage de variation annuelle de l'indice des prix à la consommation national<sup>(1)</sup>, se sont aussi situés à un bas niveau en 2010. Les taux d'intérêt réels à court terme ont même été négatifs et se sont établis à un niveau inférieur à -2%. Ceux à long terme sont demeurés positifs, mais étaient clairement inférieurs à leur niveau moyen. Contrairement aux taux d'intérêt nominaux, les taux d'intérêt réels n'ont toutefois pas atteint un plancher historique. En 1974, lorsque l'inflation a soudainement dérapé à la suite de la première crise pétrolière, les taux d'intérêt réels ont atteint -6% environ.

La faiblesse des taux d'intérêt observé en 2010 est en premier lieu imputable à la politique monétaire accommodante de la BCE, laquelle a abaissé en sept étapes son taux directeur de 4,25 à 1% entre octobre 2008 et

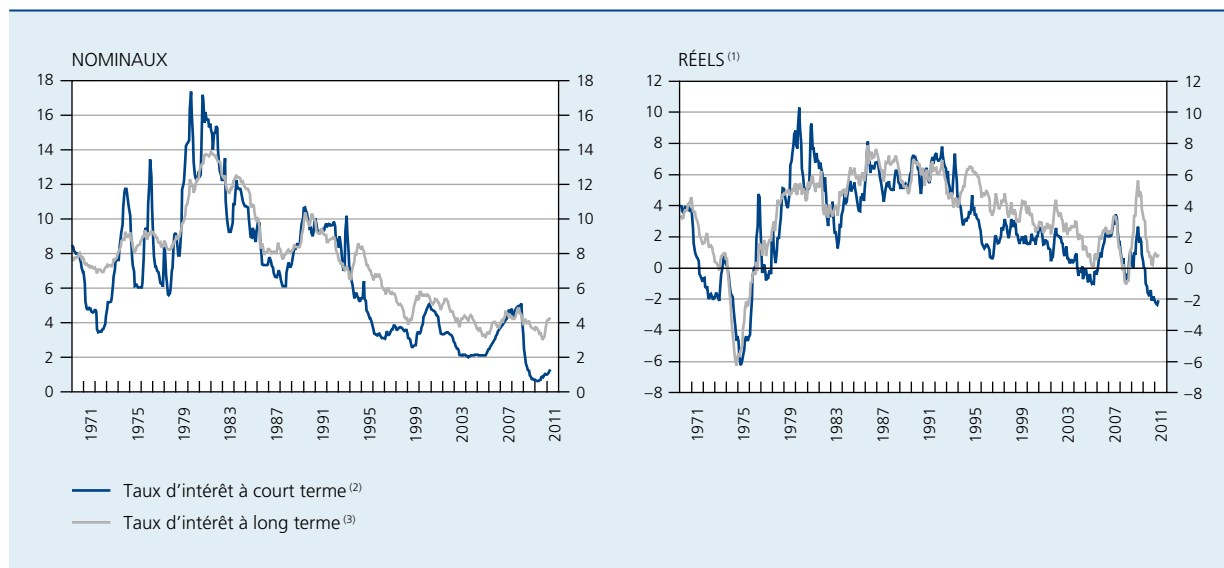
mai 2009. De plus, les opérations d'apport de liquidités menées par la BCE ont entraîné une détente sur le marché interbancaire, les taux interbancaires ayant même été temporairement inférieurs au taux directeur.

D'un point de vue historique, les bas niveaux des taux d'intérêt s'inscrivent dans une tendance baissière qui s'est amorcée au début des années 1980. Les hauts taux d'intérêt nominaux trouvaient alors leur origine dans les pourcentages d'inflation élevés et le dérapage des anticipations d'inflation qui ont fait suite aux crises pétrolières des années 1970. La tendance baissière qui a été relevée depuis peut s'expliquer par un repli de l'inflation et une meilleure maîtrise des anticipations d'inflation dus à la politique monétaire.

La conduite d'une politique monétaire extrêmement restrictive au cours de la première moitié des années 1980, en particulier aux États-Unis, où cette dernière est allée de pair avec une politique budgétaire expansionniste, a initialement entraîné une hausse des taux d'intérêt dans le monde, et donc aussi en Belgique. Cette politique a été fructueuse : l'inflation a fortement diminué et la volatilité des cycles conjoncturels s'est réduite, ce qui a débouché sur la période dite de la « grande modération » (« *period of the Great Moderation* »), qui s'est approximativement étendue de 1987 à 2007 et qui a été caractérisée par une politique économique prévisible, une faible inflation et des cycles modestes. Ces éléments auraient contribué à

(1) Il s'agit de taux d'intérêt réels ex post, c'est-à-dire des taux d'intérêt nominaux déduction faite de l'inflation observée. Les investisseurs et les épargnants basent toutefois leur décision sur les taux d'intérêt réels ex ante, en estimant l'évolution future de l'inflation. Étant donné qu'il est difficile de mesurer précisément de telles anticipations d'inflation, surtout à long terme, la préférence a été donnée à cette mesure simple des taux d'intérêt réels. Elle présente cependant l'inconvénient d'être assez volatile.

GRAPHIQUE 1 TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET À LONG TERMES



Source : BNB.

(1) Taux d'intérêt nominaux diminués du pourcentage de variation annuelle de l'indice des prix à la consommation national.

(2) Taux d'intérêt à trois mois sur le marché interbancaire belge jusqu'en décembre 1998 inclus (Bibor). À partir de 1999, Euribor à trois mois.

(3) Rendement de l'emprunt de référence de l'État belge à dix ans.

un abaissement du niveau des taux d'intérêt. Au début des années 2000, les taux d'intérêt dans le monde auraient également été comprimés par un trop-plein d'épargne (« *savings glut* » – Bernanke, 2005) mondial, dû aux réserves externes constituées par les pays asiatiques et les pays exportateurs de pétrole. En effet, ces surplus d'épargne permettaient jusqu'il y a peu un financement aisé des déficits, en premier lieu des « déficits jumeaux » – le déficit courant de la balance des paiements et le déficit public –, des États-Unis.

Le bas niveau des taux d'intérêt en 2010 s'est accompagné d'un écart positif entre les taux d'intérêt à long terme et ceux à court terme. Alors qu'au début de la crise financière, la courbe des taux était quasiment plate, l'écart entre les taux d'intérêt à long terme et ceux à court terme étant faible voire négatif, l'assouplissement de la politique monétaire à partir de la fin de 2008 a à nouveau conduit à une structure positive des taux d'intérêt, les taux augmentant en fonction de leur durée. En 2010, l'écart entre les taux d'intérêt à long terme et ceux à court terme atteignait environ trois points de pourcentage, contre un écart moyen de 0,9 point de pourcentage depuis 1970.

Ce différentiel de taux a sans doute une incidence sur les décisions financières des particuliers. La forme de la courbe des taux peut en effet être considérée comme une source d'information pour les évolutions macroéconomiques futures, en fonction de la théorie que l'on utilise pour expliquer la structure des taux :

- la théorie de la prime de liquidité :  
L'immobilisation à plus long terme de moyens financiers implique un risque de liquidité pour lequel les investisseurs présents sur le marché demandent une prime. Une courbe des taux raide est donc le modèle normal ;
- la théorie de la segmentation du marché (ou la théorie du « *preferred habitat* »):  
L'offre et la demande sur le segment à court et à long termes sont largement indépendantes; les instruments correspondants ne sont donc pas interchangeables. Un taux d'équilibre spécifique se forme pour chaque segment. Il est supposé que la majorité des investisseurs ont une préférence marquée pour la liquidité, avec une demande soutenue (et un prix élevé) pour les instruments à court terme, et donc une faible rémunération de ceux-ci. Certains investisseurs – les compagnies d'assurances, les fonds de pension – peuvent par contre à certaines périodes demander des instruments à très long terme (comme des obligations à 30 ans) et en comprimer les taux ;
- la théorie des attentes de taux d'intérêt :  
Selon cette théorie, les instruments ayant une échéance différente sont parfaitement interchangeables; le rendement d'un placement à long terme résulterait de

placements à court terme successifs. Les taux d'intérêt à long terme pourraient dès lors être considérés comme la moyenne des taux d'intérêt à court terme actuels et futurs.

Sur la base de cette dernière théorie, une courbe des taux raide – comme en 2010 – indiquerait des attentes de hausses de taux d'intérêt, alors qu'une courbe plate signifierait des attentes stables et une courbe inverse (les taux d'intérêt à court terme étant supérieurs à ceux à long terme) impliquerait des attentes à la baisse.

## 2. Les opérations financières globales des particuliers en Belgique : évolution et déterminants

Une faible rémunération, en termes tant nominaux que réels, n'a pas dissuadé les particuliers d'acquiescer une quantité considérable de nouveaux actifs financiers. En 2010, les ménages ont constitué des actifs financiers pour le montant particulièrement élevé de 34,2 milliards d'euros, contre 33,6 milliards d'euros en 2009. Les engagements financiers ont, quant à eux, progressé de 12,9 milliards d'euros, ce qui constitue une accélération par rapport à 2009, lorsqu'ils se sont accrus de 10 milliards d'euros. Ces développements se sont traduits par un surplus financier ou par la formation d'actifs financiers nets à hauteur de 21,3 milliards d'euros en 2010, contre 23,6 milliards en 2009.

Conceptuellement, la formation d'actifs financiers nets correspond au solde de financement du compte non financier des particuliers, qui résulte, d'une part, de l'épargne brute (revenu disponible brut diminué des dépenses de consommation) et, d'autre part, de la formation brute de capital, qui comprend principalement les investissements des ménages dans la construction de logements neufs ou dans la transformation de logements existants. Bien que le solde de financement des ménages ait été moins positif en 2010 qu'en 2009, il est demeuré proche de la moyenne des dix dernières années (4,2 % du PIB), ce qui peut principalement s'expliquer par la forte propension à épargner des particuliers au cours de la période 2009-2010. Par ailleurs, le solde de financement des particuliers a aussi été soutenu par une réduction de leur formation brute de capital.

La formation d'actifs financiers nets est donc étroitement liée au comportement d'épargne et d'investissement des particuliers. Le rôle des taux d'intérêt en la matière est examiné dans le cadre du présent article. L'on pourrait s'attendre à ce que, toutes autres choses restant égales, une hausse des taux d'intérêt augmente l'épargne brute

**TABLEAU 1** COMPTES NON FINANCIER ET FINANCIER DES PARTICULIERS

(en % du PIB, données brutes, sauf mention contraire)

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Compte non financier</b>					
1. Revenu disponible brut <sup>(1)</sup> .....	61,0	61,0	62,5	64,2	63,1
2. Dépenses de consommation .....	51,3	51,0	51,9	52,4	52,4
3. Épargne brute (1 – 2) <sup>(1)</sup> .....	9,7	10,0	10,6	11,7	10,7
<i>p.m. Taux d'épargne (en % du revenu disponible brut) .....</i>	<i>15,9</i>	<i>16,4</i>	<i>17,0</i>	<i>18,3</i>	<i>16,9</i>
4. Formation brute de capital .....	6,9	7,0	7,1	6,5	6,5
5. Solde de financement (3 – 4) .....	2,8	3,0	3,5	5,2	4,2
<b>Compte financier</b>					
1. Formation d'actifs financiers .....	5,9	7,1	6,6	9,9	9,7
2. Nouveaux engagements financiers .....	3,8	4,3	4,0	2,9	3,7
3. Solde financier (1 – 2) <sup>(2)</sup> .....	2,1	2,9	2,6	7,0	6,0

Sources: ICN, BNB.

(1) Y compris la variation des droits des particuliers sur les institutions de retraite professionnelle.

(2) Le solde du compte financier des particuliers ne correspond pas au solde de financement qui figure dans le compte non financier, en raison de différences entre le moment auquel les opérations sont enregistrées dans les deux comptes, d'ajustements statistiques, d'erreurs et d'omissions.

grâce à une rémunération accrue et freine la formation brute de capital du fait d'un coût plus élevé, ce qui implique une relation positive entre les taux d'intérêt et la formation d'actifs financiers nets. Or, un lien négatif a été observé au cours de la période 2009-2010, à savoir un repli des taux d'intérêt et une forte extension des actifs financiers nets. Ceci requiert une analyse plus approfondie des déterminants du comportement d'épargne et d'investissement des particuliers durant la période récente.

## 2.1 Épargne brute

La littérature économique n'accorde aux taux d'intérêt – qui sont souvent spécifiés en termes réels – qu'un rôle très modeste comme déterminant du volume de l'épargne. Deux raisons principales expliquent ce constat. D'une part, l'incidence des taux d'intérêt sur le comportement d'épargne est ambiguë, étant donné que des effets théoriquement opposés se manifestent. D'autre part, le comportement d'épargne est déterminé par une multitude d'autres facteurs.

L'incidence des taux d'intérêt (réels) sur le volume de l'épargne n'est pas claire en raison de l'existence, du moins en théorie, d'effets divers, comme les effets de

substitution, de revenu et de valorisation, qui peuvent se neutraliser :

- Une hausse des taux d'intérêt peut inciter les consommateurs recherchant une optimisation intertemporelle de leur consommation à reporter la consommation, et donc à accroître leur épargne, car ce report leur permettra d'augmenter ultérieurement leur consommation. En d'autres termes, une substitution a lieu dans le temps, avec un effet positif des taux d'intérêt sur l'épargne ;
- Par contre, une progression des taux d'intérêt provoque un effet de revenu, du moins pour les ménages qui disposent d'un patrimoine financier net positif, comme c'est le cas en Belgique pour l'ensemble du secteur. Des taux d'intérêt plus élevés augmentent en effet les revenus de la propriété, ce qui réduit l'épargne nécessaire pour financer la consommation future ;
- Enfin, un accroissement des taux d'intérêt entraîne également des effets de valorisation : les titres à revenu fixe et certaines actions perdent de leur valeur, ce qui peut inciter les consommateurs à réduire leur consommation et à augmenter leur épargne, en vue de reconstituer leur patrimoine.

S'agissant des autres déterminants du comportement d'épargne, il existe d'abord un lien positif entre le revenu disponible et le volume de l'épargne. L'épargne est en effet la part du revenu qui n'est pas consommée. Outre le revenu disponible actuel, les anticipations relatives au

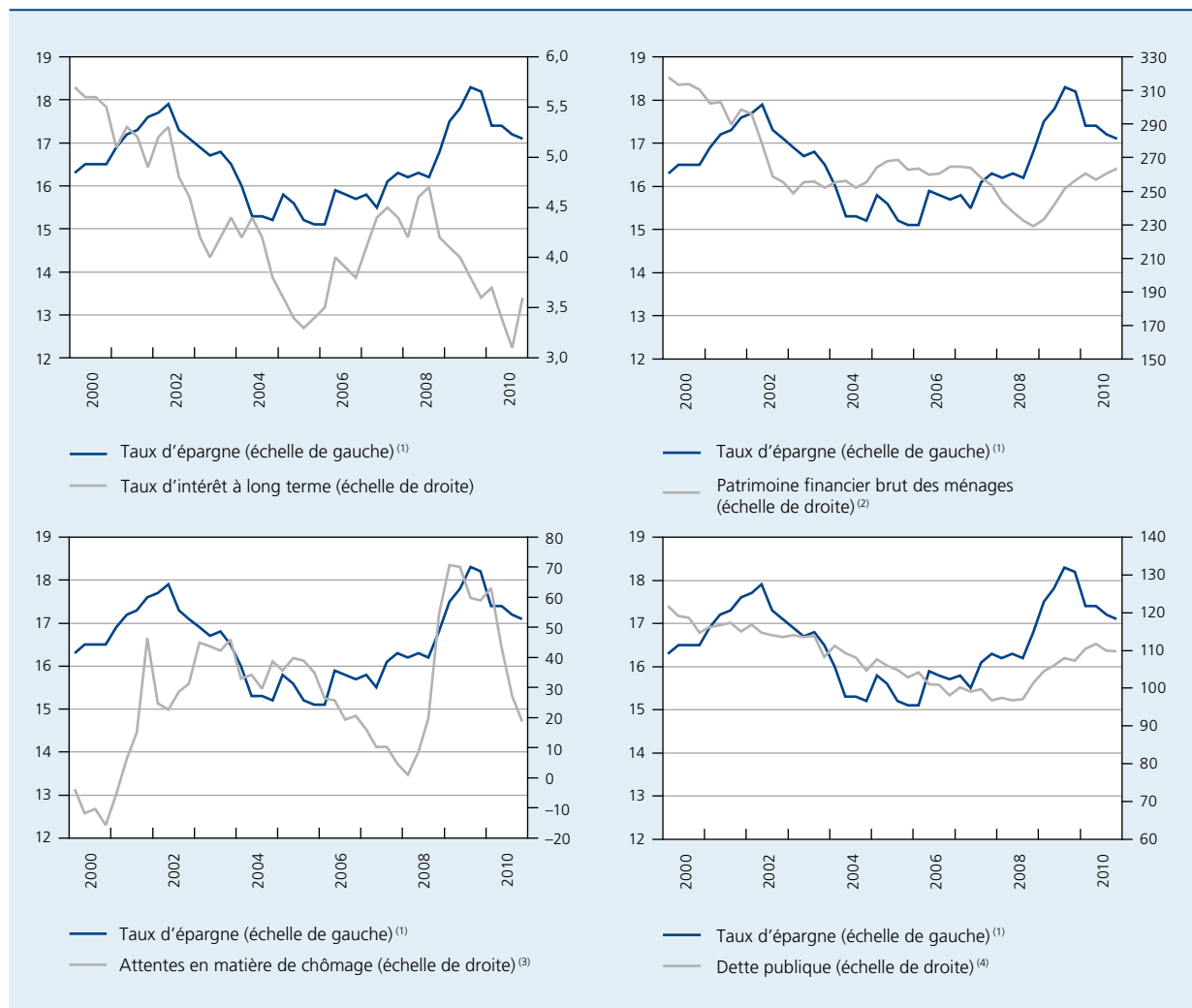
revenu jouent un rôle. Ainsi, selon la théorie du revenu permanent (Friedman, 1957), les dépenses de consommation seraient alignées sur le revenu moyen ou « permanent » au cours de la vie, l'épargne jouant un rôle d'amortisseur. Les écarts positifs du revenu disponible par rapport au revenu permanent feraient progresser l'épargne, alors que les écarts négatifs engendreraient une désépargne. Étant donné que le revenu peut fortement varier au cours de la vie, des facteurs démographiques jouent un rôle capital comme déterminants de l'épargne dans la théorie du cycle de vie (Ando et Modigliani, 1963). Les jeunes ménages désépargneraient au début de leur carrière car leur revenu est relativement faible et ils doivent financer des dépenses substantielles liées au logement et à

l'acquisition de biens de consommation durables. Pendant leur vie professionnelle, ils constituent des actifs financiers, qui seront dépensés après leur mise à la retraite.

Outre les taux d'intérêt et le revenu, il convient de mentionner d'autres déterminants du comportement d'épargne :

- Les effets de richesse : les augmentations de valeur du patrimoine mobilier et immobilier réduisent la nécessité d'épargner une part du revenu du travail pour constituer des actifs similaires ;
- La qualité de la sécurité sociale et plus particulièrement les provisions afférentes aux pensions. Des doutes à ce sujet peuvent favoriser l'épargne de précaution ;

GRAPHIQUE 2 TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS ET DÉTERMINANTS



Source : BNB.

(1) En pourcentage du revenu disponible brut. Données brutes, moyenne mobile sur quatre trimestres.

(2) En pourcentage du PIB.

(3) Pourcentage de consommateurs qui tablent sur une recrudescence du chômage diminué du pourcentage de ceux qui s'attendent à une baisse dans l'enquête mensuelle sur la confiance des consommateurs.

(4) Taux d'endettement basé sur les comptes financiers nationaux, calculé comme étant le total des emprunts et des titres autres que les actions émis par les administrations publiques, en pourcentage du PIB.

- Les anticipations rationnelles quant à la pression fiscale future. L'aggravation des déficits publics fait craindre de futures hausses d'impôts et incite dès lors les particuliers à accroître leur épargne. Il s'agit de l'équivalence ricardienne (Barro, 1974), selon laquelle les variations de l'épargne du secteur public engendrent des fluctuations contraires de l'épargne du secteur privé;
- La libéralisation financière. Une amélioration de l'accès au crédit à la consommation et au crédit hypothécaire réduit l'épargne en raison de la disponibilité accrue de moyens de financement.

La plupart des études empiriques font état d'un lien positif mais non significatif entre les taux d'intérêt et le comportement d'épargne<sup>(1)</sup>. Sur la base d'une corrélation simple, l'on observe aussi en Belgique un faible lien positif entre les taux d'intérêt (nominaux) à long terme et le taux d'épargne. Cette relation a toutefois été brisée soudainement par la crise financière. L'augmentation de la propension à épargner observée en 2009 et en 2010 est en effet survenue dans un contexte de baisse généralisée des taux d'intérêt.

Les taux d'intérêt ne semblent avoir été qu'un déterminant du comportement d'épargne parmi de nombreux autres qui sont apparus durant la crise, dont le tassement du patrimoine financier des ménages (effet de richesse), l'accroissement des incertitudes entourant les perspectives d'emploi (épargne de précaution) et la détérioration des finances publiques (anticipations rationnelles).

Le renforcement du comportement d'épargne observé depuis la crise financière semble d'abord être attribuable à l'évolution du patrimoine financier des ménages. À la suite du malaise boursier et des tensions prévalant sur les marchés financiers, les particuliers ont vu leur patrimoine financier brut diminuer de 71 milliards d'euros entre la mi-2007 et la fin de 2008, revenant de 860 à 789 milliards d'euros. Parallèlement, le taux d'épargne a crû, ce qui indique que les particuliers ont essayé de compenser la perte de patrimoine par une plus grande propension à épargner. Grâce notamment à la remontée des cours boursiers et au renforcement de l'effort d'épargne, le patrimoine financier brut s'est rétabli et a atteint 918 milliards d'euros à la fin de 2010, niveau qui, exprimé en pourcentage du PIB (260 %), correspond quasiment à celui relevé avant la crise financière. Ces gains en capital pourraient avoir entraîné un recul du taux d'épargne et, partant, une hausse de la consommation.

L'augmentation de la propension à épargner observée depuis la crise financière peut également être imputable à une plus grande incertitude économique, en particulier eu égard à la situation sur le marché du travail. Cette relation

peut être illustrée au moyen du sous-indicateur de l'enquête sur la confiance des consommateurs qui sonde les attentes des particuliers quant à l'évolution du chômage au cours des douze prochains mois. La progression de cet indicateur est le signe que les particuliers voient d'un œil moins favorable leur situation en termes de revenus futurs et qu'ils chercheront à épargner davantage afin de pouvoir compenser au mieux un éventuel recul de leur revenu. La détérioration de cet indicateur s'est accompagnée d'un accroissement du taux d'épargne. En 2010, le pessimisme des ménages a toutefois fortement régressé, ce qui peut en partie expliquer le repli du taux d'épargne.

En Belgique, l'on observe aussi une corrélation positive entre le comportement d'épargne des particuliers et le taux d'endettement des administrations publiques. Plus ce dernier est élevé, plus la propension des particuliers à épargner augmente. En effet, lorsque de lourds déficits budgétaires s'accumulent, les ménages tiennent compte du fait qu'à terme, les impôts devront être relevés ou que les prestations sociales devront être limitées. Les particuliers anticipent de ce fait une croissance moins rapide de leur revenu disponible futur, ce qui les incite à freiner leur consommation pour épargner davantage. La détérioration marquée des finances publiques à la suite de la crise financière semble donc elle aussi avoir contribué à l'augmentation de la propension des particuliers à épargner.

En résumé, les taux d'intérêt n'ont exercé au cours de la période récente qu'une incidence limitée sur le volume d'épargne global des particuliers en Belgique. Le renforcement du comportement d'épargne des particuliers et la constitution d'actifs financiers nets qui y est liée semblent, dans une large mesure, être attribuables au cours de la période 2009-2010 à l'incertitude économique découlant de la crise financière.

## 2.2 Formation brute de capital

La formation brute de capital est généralement soutenue par le bas niveau des taux d'intérêt (cf. le recours accru au crédit hypothécaire analysé dans la quatrième partie du présent article), pouvant conduire à une baisse du solde de financement et, partant, à un recul de la formation d'actifs financiers nets. Ici non plus, l'incidence des taux d'intérêt ne semble pas avoir contrebalancé le climat économique incertain prévalant durant la crise financière : en dépit de la contraction des taux d'intérêt, la formation brute de capital est en effet revenue de 7,1 % du PIB en 2008 à 6,5 % en 2010, entraînant dès lors un effet

(1) Cf. Loayza, Schmidt-Hebbel et Servén (2000) pour un aperçu.

favorable sur le solde de financement, ce qui se reflète dans le solde du compte financier des particuliers.

### 3. La formation d'actifs financiers par les particuliers en Belgique

Les choix de portefeuille des particuliers résultent des arbitrages qu'ils effectuent entre les différents actifs financiers qui leur sont proposés. Ces arbitrages sont fonction des rendements offerts et de l'aversion pour le risque. Ces deux critères de base peuvent être complétés par d'autres facteurs, tels que la fiscalité et les caractéristiques réglementaires. Par ailleurs, au cours du temps, les comportements des particuliers peuvent également varier et s'adapter aux innovations dues à une déréglementation des marchés financiers ou à l'essor de nouvelles méthodes de communication, ainsi qu'au développement de nouveaux produits financiers (OPCVM, produits d'assurance, etc.) (Artus et al., 1991; Ricart, 1994). Compte tenu de tous ces facteurs, les particuliers opèrent des choix entre les actifs porteurs d'un risque faible (billets et dépôts, épargne à taux réglementé, placements rémunérés au taux du marché monétaire et obligations) et ceux porteurs d'un risque élevé (actions et OPCVM d'actions, certains produits d'assurance, avoirs libellés en devise), ainsi qu'entre les actifs de court terme (billets et dépôts, dépôts d'épargne, dépôts à terme et titres à court terme) et les actifs de long terme (dépôts à terme et titres à long terme, actions, produits d'assurance).

L'objet de cette section est d'étudier spécifiquement à partir des données des comptes financiers des particuliers belges l'influence des taux d'intérêt sur les choix de portefeuille des ménages, en particulier dans la période récente où les taux d'intérêt sont relativement bas.

Une ventilation par instrument des actifs financiers nouvellement constitués par les particuliers au fil du temps permet de mettre en évidence les évolutions qui ont marqué les dernières années. Ces mouvements peuvent ensuite être confrontés à l'évolution des taux d'intérêt de référence, correspondant aux actifs décrits, dans le but d'identifier une éventuelle influence de ces taux dans les choix d'investissements opérés par les particuliers.

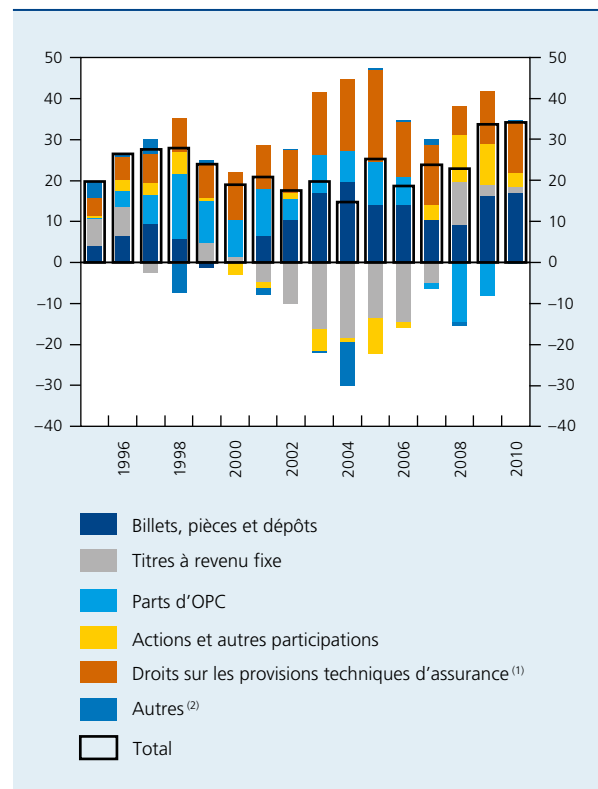
#### 3.1 Formation d'actifs financiers : ventilation par instrument

Une importante constitution d'épargne sous la forme de billets, pièces et dépôts a eu lieu au cours des années 2009 et 2010. L'engouement des particuliers pour les

dépôts d'épargne en particulier s'explique par les avantages associés à ce type d'instrument, à savoir la liquidité, appréciée en période d'incertitude, l'exonération du pré-compte mobilier et la garantie des dépôts. Ces caractéristiques font du dépôt d'épargne un instrument presque exempté de risque. Le succès des dépôts d'épargne au cours de la période récente s'explique aussi par la baisse de l'intérêt des particuliers pour les titres à long terme, notamment en raison de la baisse des taux proposés pour ce type d'instrument. En 2010, les particuliers ont constitué pour 16,9 milliards d'euros d'épargne sous la forme de billets, pièces et dépôts, contre 16,3 milliards en 2009. Le dépôt d'épargne constitue dès lors l'instrument de prédilection des ménages, leur offrant la flexibilité recherchée dans l'attente d'alternatives plus rémunératrices.

En ce qui concerne les titres à revenu fixe, un désengagement durable des particuliers vis-à-vis de ces instruments s'est manifesté de 2001 à 2007, principalement en

**GRAPHIQUE 3** FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS  
(milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Cette rubrique comprend essentiellement les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance vie et sur les fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle.

(2) Autres comptes à recevoir au sens du SEC 95, à savoir les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et sur les institutions financières, dont par exemple les intérêts courus et non échus.



raison de la faiblesse persistante du rendement de long terme sur ce type de placement, à laquelle s'ajoute le désinvestissement de titres détenus à l'étranger suite aux changements intervenus dans la fiscalité de l'épargne au niveau européen. L'acquisition de titres à revenu fixe peut prendre place dans des phases de méfiance des particuliers vis-à-vis des marchés boursiers d'actions. Ainsi, en 2008, ces marchés étaient devenus très volatils, favorisant un comportement de report sur des valeurs refuge. Ce mouvement est cependant temporaire car, lorsqu'il est partagé par l'ensemble des investisseurs, il provoque une augmentation des cours et une baisse des rendements sur ces instruments, les rendant moins attrayants. De fait, en 2010, les particuliers n'ont plus acquis que pour 1,7 milliard d'euros de titres à revenu fixe, contre 2,7 milliards en 2009.

Les mouvements concernant les parts d'OPC sont notamment tributaires des décisions en matière de fiscalité ainsi que des évolutions sur les marchés boursiers. En 2008 et en 2009, les particuliers avaient procédé à des cessions nettes de parts d'OPC en raison de l'effondrement des marchés boursiers et de mesures fiscales qui touchaient spécifiquement les fonds obligataires et certains fonds mixtes dont les revenus sont capitalisés. Ce mouvement s'est atténué en 2010, les particuliers ayant cédé pour 0,4 milliard d'euros net de parts d'OPC, contre 8,1 milliards en 2009.

Au cours des dernières années, les particuliers ont procédé à des placements nets auprès des compagnies d'assurance et des institutions de retraite professionnelle. L'épargne constituée de la sorte représente ainsi à présent une grande partie des avoirs financiers des particuliers. Durant les deux dernières années, certains produits à rendement garanti (ceux de la branche 21) ont vraisemblablement profité de taux contractuels élevés et se sont dès lors démarqués des titres à revenu fixe dont la rémunération s'aligne sur le marché. En 2010, les particuliers ont accru leurs droits sur les provisions techniques d'assurance de 12,5 milliards d'euros, soit un montant similaire à celui de l'année précédente, qui était de 12,7 milliards d'euros.

Les actions et autres participations représentent certes une part importante du portefeuille des particuliers. Les comptes financiers ne reflètent cependant pas les opérations sur les marchés secondaires, mais ils enregistrent les nouvelles émissions d'actions (essentiellement des actions non cotées) et les mouvements avec l'étranger par le biais des données de la balance des paiements. Par ailleurs, étant donné que l'évolution des taux d'intérêt ne semble pas déterminante dans les achats ou ventes d'actions par les particuliers (ils dépendent essentiellement de

l'évolution des cours boursiers et des perspectives de profit), les transactions sur les actions et autres participations ne seront pas étudiées dans la suite de cet article.

### 3.2 Incidence des taux sur la formation des actifs

Afin de cerner l'influence des taux d'intérêt sur la formation d'actifs financiers par les particuliers, les différents instruments sont passés en revue, au regard de l'évolution des taux d'intérêt correspondants. Seront successivement abordés les actifs non risqués à court et à long terme, la détention de monnaie fiduciaire et de dépôts à vue, les dépôts d'épargne réglementés et les dépôts à terme, ainsi que les produits d'assurance.

#### 3.2.1 Actifs non risqués à court et à long termes

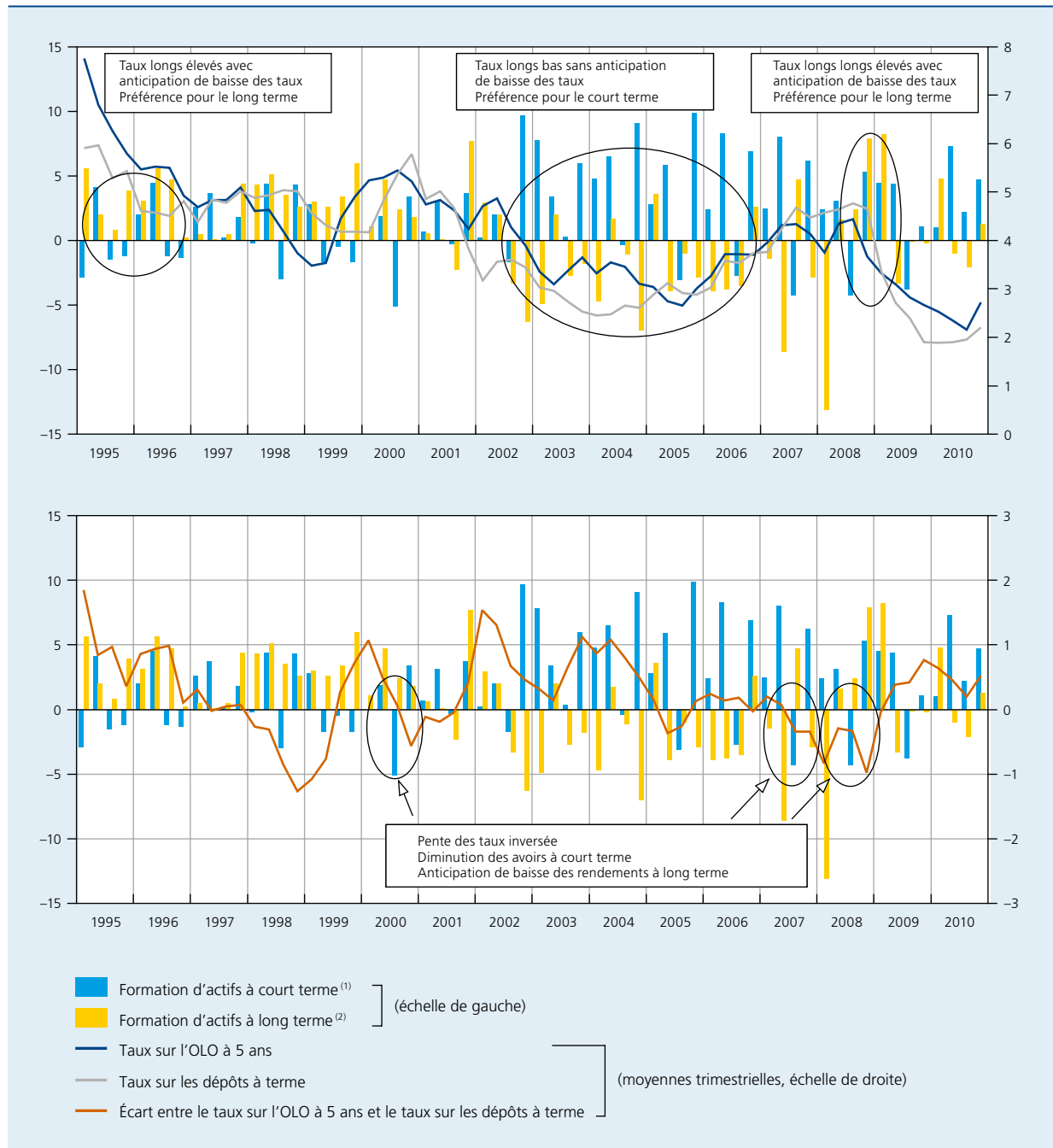
Le choix opéré par les particuliers entre actifs de court terme et actifs de long terme semble partiellement lié à l'évolution des taux d'intérêt. L'acquisition d'actifs financiers à revenu fixe à long terme paraît surtout influencée par le niveau des taux d'intérêt de long terme : les achats nets sont plus importants lors des périodes où les taux à long terme sont relativement élevés, ou lorsque le cycle des taux a amorcé une phase descendante. Ainsi, en 1995 et 1996, les particuliers ont surtout investi dans des actifs à long terme. Cette situation s'est répétée à la fin de 2008 et au début de 2009.

Par contre, durant les périodes de taux longs faibles et d'absence d'anticipation de baisse des taux d'intérêt, la préférence pour les placements courts est manifeste. Ainsi, les années 2002 à 2006 se caractérisent par des désinvestissements en titres longs, dus également, il est vrai, à des raisons fiscales (voir ci-dessus).

La courbe des taux peut avoir une influence complémentaire. Ainsi, anticipant une baisse des rendements à long terme, les particuliers ont réduit leurs avoirs à court terme pendant les quelques périodes caractérisées par une pente des taux réduite ou inversée. Ce fut le cas en 2000, en 2007 et en 2008. Par la suite, ces anticipations s'étant réalisées, l'on est passé à une situation caractérisée par des taux bas sans anticipation de baisse supplémentaire des taux, ce qui constitue un environnement propice pour des placements à court terme.



**GRAPHIQUE 4 FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS NON RISQUÉS PAR LES PARTICULIERS ET RENDEMENT À COURT ET À LONG TERMES**  
(milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Les actifs à court terme non risqués comprennent les placements en numéraire, les dépôts et titres à un an au plus et les OPC monétaires.

(2) Les actifs à long terme non risqués comprennent les dépôts et titres à plus d'un an et les parts d'OPC non monétaires.

### 3.2.2 Détention de monnaie fiduciaire et de dépôts à vue

En théorie, la détention de billets, de pièces et de dépôts à vue devrait dépendre de l'écart entre le taux de rémunération des dépôts à court terme (trois mois) et celui des dépôts à vue. Cet écart traduit le coût d'opportunité des encaisses à vue qui sont non rémunérées (monnaie fiduciaire) ou rémunérées à un taux bas et administré qui ne suit guère le taux du marché. Plus cet écart est important et positif, moins les particuliers devraient donc être incités à détenir des actifs financiers sous la forme de billets, de pièces et de dépôts à vue.

La relation ne paraît pas forte entre les deux variables. On observe toutefois chez les particuliers une tendance à la détention plus marquée de billets, de pièces et de dépôts à vue lorsque l'écart entre le taux sur les dépôts à terme à trois mois et celui sur les dépôts à vue est faible: cela a par exemple été le cas entre 2003 et 2010.

En 2010, l'épargne constituée par les particuliers sous la forme de dépôts à vue et de monnaie financière s'est accrue de 2,7 milliards d'euros, contre 5 milliards d'euros en 2009.

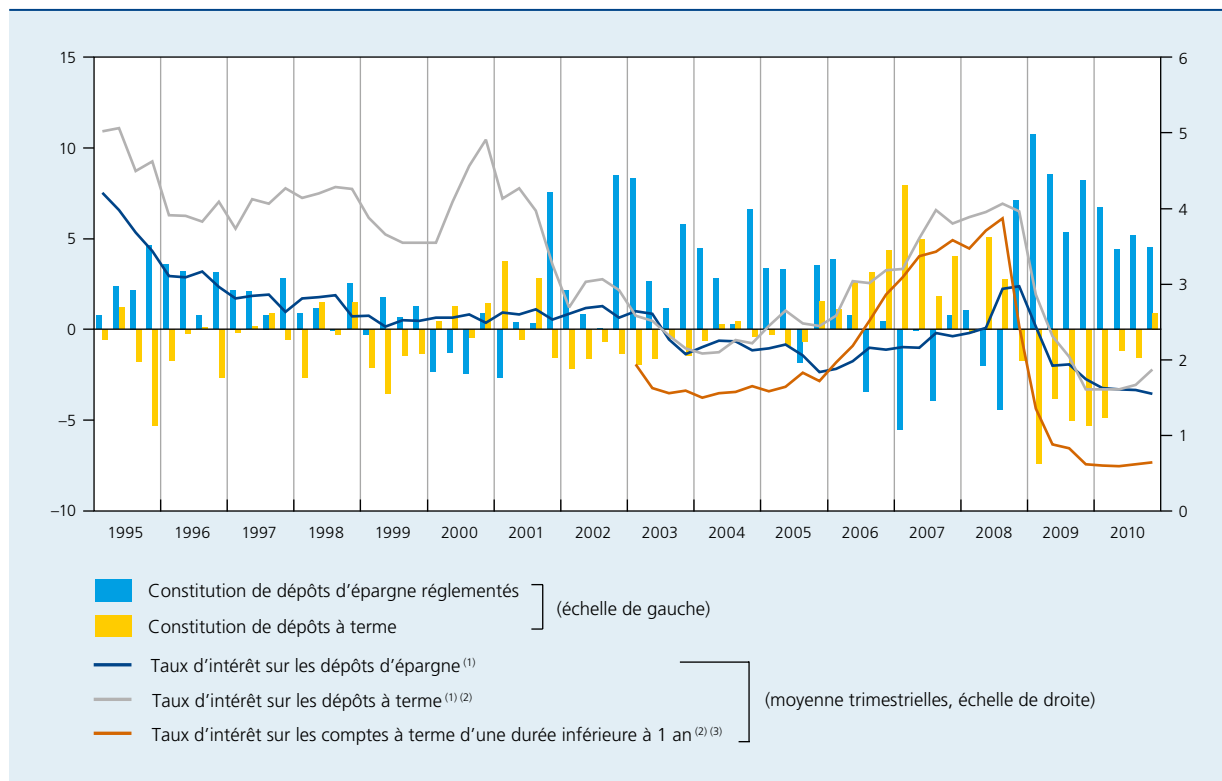
### 3.2.3 Dépôts d'épargne réglementés et dépôts à terme

Les données dont nous disposons indiquent que le choix des particuliers entre les dépôts d'épargne réglementés et les dépôts à terme est en revanche plus sensible au taux d'intérêt.

Les montants déposés par les particuliers sur les comptes d'épargne réglementés ont sensiblement augmenté à partir de la fin de 2008. Au cours des années 2009 et 2010, les dépôts d'épargne réglementés des particuliers ont enregistré un afflux de, respectivement, 32,9 et 20,9 milliards d'euros, leur encours s'établissant ainsi à un niveau historiquement élevé. Dans le même temps, les dépôts à terme faisaient l'objet de cessions nettes pour, respectivement, 21,6 et 6,7 milliards d'euros en 2009 et 2010.

**GRAPHIQUE 5** ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE, DÉPÔTS À TERME ET ÉVOLUTION DES TAUX

(données trimestrielles, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Taux d'intérêt implicite tel qu'il ressort des comptes de résultats des établissements de crédit.

(2) Déduction faite du précompte mobilier de 15 %.

(3) Taux sur les nouveaux dépôts des ménages selon les enquêtes MIR.

Ces glissements s'expliquent essentiellement par la baisse du coût d'opportunité des placements en dépôts d'épargne. En effet, l'écart entre le taux d'intérêt des dépôts à terme<sup>(1)</sup> et celui des dépôts d'épargne, qui se chiffrait à 1,3 % à la mi 2008, s'est fortement réduit dès la fin de la même année. Le taux d'intérêt offert sur les dépôts à terme étant davantage lié au marché que celui alloué aux dépôts d'épargne, il a suivi plus rapidement la baisse du taux d'intérêt directeur central de l'Eurosystème et des taux interbancaires. Dès la fin de 2008, l'écart entre le taux d'intérêt des dépôts à terme – après déduction du précompte mobilier – et celui des dépôts d'épargne non précomptés devenait négatif. En mars 2011, il était toujours de –81 points de base. Dans ce contexte, le dépôt d'épargne réglementé profite pleinement de sa liquidité élevée, laquelle est préférée par les investisseurs lorsqu'ils sont confrontés à une grande incertitude.

### 3.2.4 Investissement en produits d'assurance

Une tendance se dégage clairement dans l'évolution du patrimoine financier des particuliers ventilé selon le secteur de contrepartie: encore restreinte au milieu des années nonante, la part de marché des compagnies d'assurance et des institutions de retraite professionnelle dans la collecte de l'épargne a progressé de façon régulière au cours des quinze dernières années. Au terme de l'année 2010, les avoirs mis en réserve auprès de ces

institutions représentaient un quart du portefeuille des actifs financiers des ménages belges, contre un dixième en 1995.

En 2009 et en 2010, les ménages ont constitué une épargne sous la forme de produits d'assurance pour un montant annuel proche de 13 milliards d'euros. Une grande partie de ces produits, en particulier ceux à rendement garanti de la branche 21, ont profité de taux contractuels fixés dans le passé, qui sont plus élevés que les taux de long terme observés actuellement (cf. point 3.2.2. du rapport 2010 de la BNB). Ils se sont dès lors démarqués des titres à revenus fixe dont la rémunération s'aligne sur le marché. Cette différence explique en partie le succès récent de ces produits.

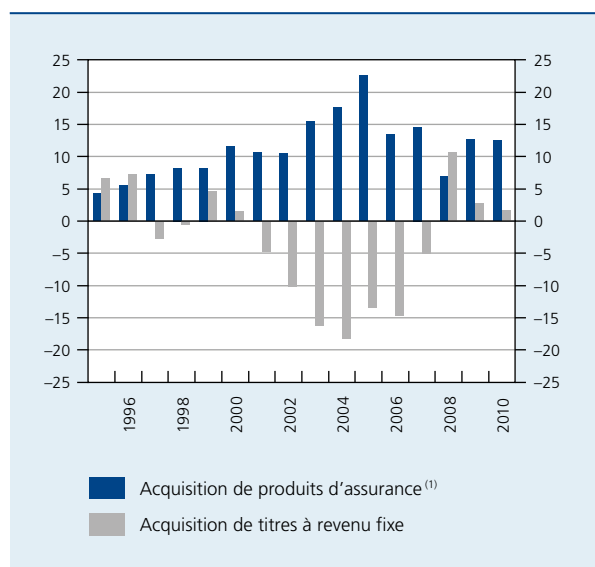
Durant les dernières années, les particuliers ont dès lors vraisemblablement opéré un arbitrage entre la détention de produits d'assurance et celle de titres à revenu fixe. Tandis que les nouveaux investissements en produits d'assurance dotés de taux rémunérateurs et fixés contractuellement augmentaient régulièrement, les particuliers procédaient à des cessions nettes de titres à revenu fixe dont les taux suivent les évolutions des taux de marché.

## 4. Les nouveaux engagements financiers des particuliers en Belgique

Le crédit hypothécaire représente la grande majorité des engagements financiers des ménages. Son encours a par ailleurs connu une forte hausse depuis 2005. L'ampleur des autres crédits – notamment ceux à la consommation – étant comparativement limitée, l'analyse de l'incidence des taux d'intérêt sur l'endettement des ménages se limitera au crédit au logement. Il apparaît que les taux d'intérêt constituent l'un des principaux déterminants de l'évolution globale du crédit hypothécaire. Leur niveau est aussi un facteur essentiel dans le choix du type de crédit. Ces deux influences seront successivement abordées dans la présente section.

Pour mettre en valeur ces relations, nous utiliserons les statistiques de l'Union professionnelle du crédit (UPC). Il s'agit de données mensuelles relatives au volume, au nombre et au montant moyen des emprunts contractés, ventilées selon la finalité du crédit (p.ex. achat ou

**GRAPHIQUE 6** ACQUISITION DE TITRES À REVENU FIXE ET DE PRODUITS D'ASSURANCE  
(milliards d'euros)



Source: BNB.

(1) Essentiellement, droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension ou les institutions de retraite professionnelle.

(1) On considère ici le taux d'intérêt sur les nouveaux dépôts à terme des ménages, tel qu'il ressort des enquêtes MIR. En effet, le taux d'intérêt implicite est calculé à partir de l'ensemble des dépôts à terme, y compris ceux des sociétés non financières. Il est donc moins pertinent pour notre analyse.

construction) et le type de taux qui lui est associé (fixe ou variable). Outre leur niveau de détail, ces statistiques présentent un second avantage sur les données issues des comptes financiers de la Belgique : elles se limitent au flux brut des nouveaux crédits octroyés, sans déduction du flux des remboursements concomitants.

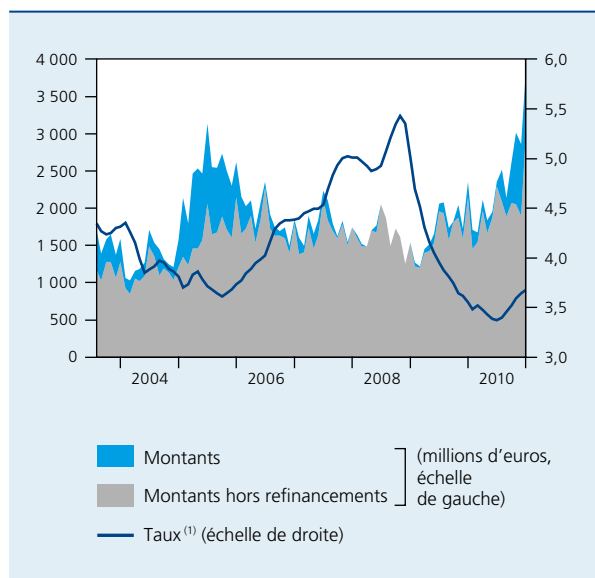
#### 4.1 Évolution générale

L'incidence du niveau des taux sur le crédit au logement est à la fois directe et indirecte.

##### 4.1.1 Effet direct

On peut d'emblée isoler le mécanisme des refinancements, qui ne sont rien d'autre que des renouvellements de crédits existants à des conditions plus avantageuses. Par nature, ils sont extrêmement sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. Pourtant, le niveau historiquement bas des taux observé tout au long de 2010 n'a pas donné lieu à des refinancements exceptionnels : une partie des crédits hypothécaires en cours avaient en effet déjà été précédemment renégociés. Ainsi, l'année 2005, avait donné lieu à des refinancements massifs de crédits pré-existants, stimulés par des taux déjà très bas sur les crédits au logement.

**GRAPHIQUE 7** ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'OCTROI DE CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE  
(moyennes mensuelles)



Sources : UPC, BNB.

(1) Moyenne des taux appliqués aux principales catégories de crédits hypothécaires, pondérée par les montants des nouveaux emprunts contractés dans chacune de ces catégories.

**TABLEAU 2** VOLUME, NOMBRE ET MONTANT MOYEN DES CRÉDITS OCTROYÉS

(évolution observée entre 2003 et 2010 sur les données trimestrielles corrigées des variations saisonnières)

	Volume	Nombre	Montant moyen
Coefficient de corrélation <sup>(1)</sup> vis-à-vis du taux d'intérêt <sup>(2)</sup> . . . .	-0,24	-0,45	0,44
Variation de l'octroi de crédit (en %) . . . . .	+134	+86	+26

Sources : UPC, BNB.

(1) Calculé sur la période comprise entre la mi-2003 et la fin 2010.

(2) Moyenne des taux appliqués aux principales catégories de crédits hypothécaires, pondérée par les montants des nouveaux emprunts contractés dans chacune de ces catégories.

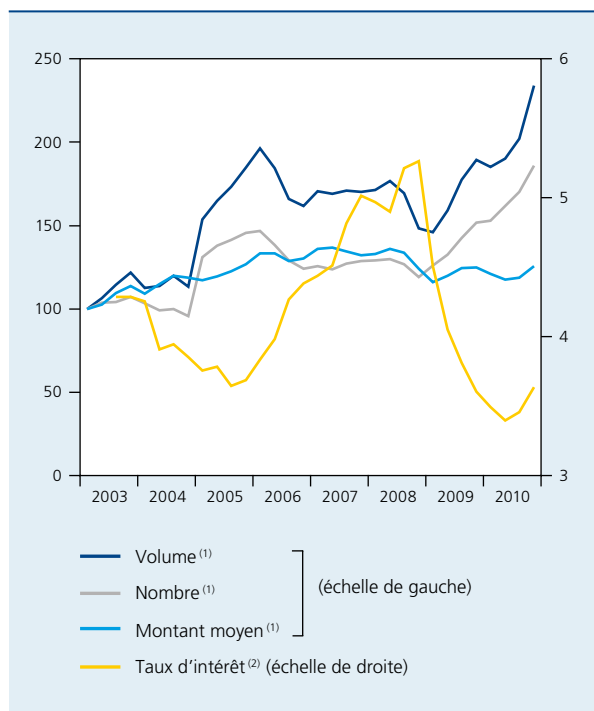
Si les refinancements influencent notablement la production de nouveaux crédits, ils n'ont aucun effet sur le niveau d'endettement des ménages. La suite de l'analyse se concentre donc sur les nouveaux crédits à l'exception des refinancements. Une fois cette déduction opérée, le volume global des crédits octroyés reste sensible à l'évolution des taux. Les données trimestrielles indiquent une corrélation négative (-0,24 sur la période courant depuis la mi-2003) entre le niveau des taux et le montant total des crédits hypothécaires octroyés au cours du mois. Cette relation résulte de l'action cumulée des taux sur deux facteurs : le nombre de crédits octroyés et leur montant moyen.

De ces deux facteurs, c'est le nombre de crédits octroyés qui détermine majoritairement les fluctuations du volume global. Les taux influencent le nombre de crédits octroyés de deux manières :

- D'abord, la faiblesse des taux augmente l'attrait de l'achat par rapport à la location. En effet, les ménages optent pour la location ou l'acquisition de leur logement en comparant le loyer aux coûts associés à l'achat. Ces coûts se composent notamment des charges d'intérêt afférentes à l'emprunt du montant correspondant à la valeur du bien. Si ces charges diminuent, la proportion de ménages préférant acheter plutôt que louer augmente.
- Des charges d'emprunt réduites permettent aussi aux propriétaires d'obtenir une meilleure rentabilité de leur investissement, rendant l'arbitrage entre placements financiers et placements immobiliers plus favorable à ces derniers. Le crédit hypothécaire est alors utilisé comme complément à l'apport personnel de l'investisseur.

**GRAPHIQUE 8** DÉCOMPOSITION DE L'ÉVOLUTION DU VOLUME DE CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES OCTROYÉS

(moyennes trimestrielles; indices 1<sup>er</sup> trimestre 2003 = 100, sauf pour le taux d'intérêt)



Sources : UPC, BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières.

(2) Moyenne des taux appliqués aux principales catégories de crédits hypothécaires, pondérée par les montants des nouveaux emprunts contractés dans chacune de ces catégories.

Ces deux mécanismes, qui agissent dans le même sens, sont confirmés par l'analyse empirique : on observe une corrélation négative entre le taux d'intérêt moyen des prêts hypothécaires et le nombre de crédits octroyés (-0,45 sur la période courant depuis la mi-2003).

Outre leur effet sur le nombre de crédits octroyés, les taux peuvent avoir une incidence sur le montant moyen emprunté. En l'occurrence, deux mécanismes œuvrent en sens contraires :

- a) Un faible taux d'intérêt incite les ménages à emprunter une somme supérieure pour une mensualité inchangée, ce qui leur permet de réduire leur apport personnel ou de s'offrir un bien immobilier plus cher.
- b) Cependant, la démocratisation du crédit est susceptible de concerner prioritairement des emprunteurs visant des biens ne nécessitant pas des crédits importants, ce qui aura tendance à réduire le montant moyen emprunté.

Le second effet semble toutefois dominer le premier, car la corrélation entre les valeurs moyennes du taux et du montant des crédits accordés est positive (0,44 sur la période courant depuis la mi-2003, ou 0,10 si l'on se limite aux seuls crédits obtenus en vue d'un achat).

Différents motifs peuvent amener un ménage à contracter un crédit hypothécaire : une construction neuve, l'achat d'un bien existant, le financement de travaux de transformation, l'acquisition d'un terrain, etc. Ce sont essentiellement les prêts accordés en vue d'un achat sur le marché secondaire qui sont responsables de la hausse du volume global des crédits observée au cours des dernières années. Leur montant a quasiment doublé entre 2003 et 2010. Ces crédits financent généralement des transactions de particulier à particulier, et donnent nécessairement lieu à la constitution d'actifs financiers pour un montant équivalent dans le chef des vendeurs. Au total, la position financière globale des particuliers n'est donc guère affectée par ces échanges.

Le taux d'intérêt nominal n'est pas toujours intégralement supporté par l'emprunteur. Ainsi, la fiscalité peut modifier la charge effective des intérêts. Certains emprunteurs profitent de l'aubaine pour contracter un crédit à bon compte ; d'autres n'auraient sans doute pas concrétisé leur projet sans le soutien des pouvoirs publics.

Ainsi, la forte augmentation des crédits au logement en 2005 peut notamment s'expliquer par le fait que les crédits conclus à partir de cette année-là aient bénéficié d'un régime fiscal plus avantageux. L'ancien et complexe système de la déduction des intérêts et de la réduction d'impôt pour remboursements de capitaux et assurances a alors été remplacé par une simple déduction de base par personne, quels que soient le montant de l'emprunt et la valeur du bien immobilier acquis.

Par ailleurs, à partir de 2009, l'introduction du dispositif des crédits verts avec bonification d'intérêt a indéniablement soutenu les prêts hypothécaires contractés en vue d'une transformation, un type de crédits qui a largement contribué à la croissance du nombre de crédits accordés au cours des deux dernières années. Depuis lors, l'État intervient en effet à hauteur de 1,5 point de pourcentage dans le taux des crédits contractés pour financer des investissements générateurs d'économies d'énergie dans l'habitation. En outre, le solde des intérêts de ces crédits est fiscalement déductible à 40 %. D'après l'UPC, 60 000 contrats ont bénéficié de ce régime en 2010, représentant environ 1 milliard d'euros, sous la forme de crédits à la consommation ou de prêts hypothécaires.

#### 4.1.2 Effets indirects

L'évolution des taux exerce aussi des effets indirects sur la demande et sur l'offre de crédits.

L'effet indirect d'une baisse des taux sur la demande de crédit s'exerce en trois étapes :

- 1) La faiblesse des taux permet à davantage de ménages d'accéder au crédit, par les mécanismes directs décrits plus haut.
- 2) Cela a évidemment des répercussions sur la demande de logement; on recense plus de candidats acquéreurs. L'équilibrage du marché se réalise alors par une hausse du prix des logements.
- 3) À son tour, cette hausse risque de stimuler davantage le crédit hypothécaire. En effet, dans la mesure où l'apport personnel de l'emprunteur reste inchangé, le montant emprunté doit nécessairement augmenter pour financer l'achat d'un bien plus cher.

Ce processus génère donc une spirale susceptible de conduire à la formation d'une bulle immobilière si les

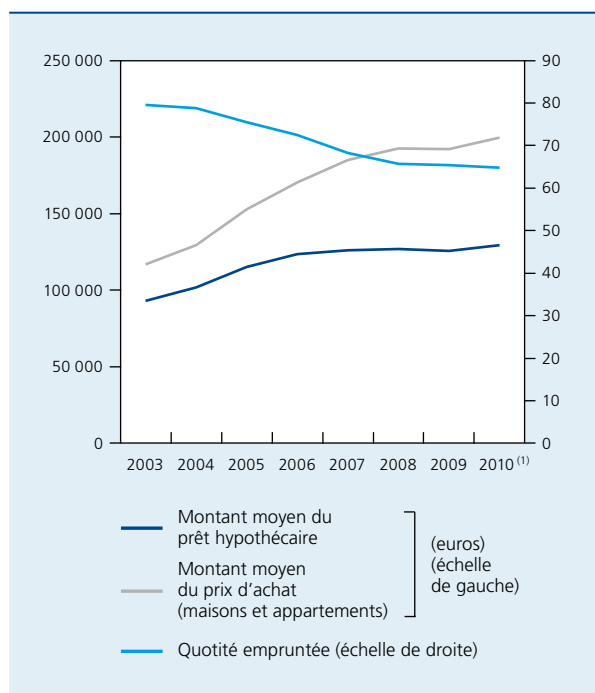
établissements prêteurs accompagnent le mouvement en continuant d'octroyer des crédits hypothécaires en négligeant la capacité de remboursement des emprunteurs. C'est ce type de mécanisme qui a déclenché la crise des *subprimes* aux États-Unis. Ce cercle vicieux peut heureusement être enrayer si les banques font preuve de prudence en limitant l'octroi de crédit.

En Belgique, la flambée des prix de l'immobilier résidentiel observée dans la seconde partie de la dernière décennie n'a pas donné lieu à une hausse proportionnelle du montant moyen emprunté en vue d'un achat. En effet, la quotité empruntée, le rapport entre le montant emprunté et celui de l'achat, a diminué au cours de cette période, ce qui traduit une limitation de l'offre de crédit.

En effet, limiter la quotité empruntable est un des leviers utilisés par les banques pour modérer l'octroi de crédit. De façon générale, l'offre de crédit est déterminée par la capacité et la volonté des banques à consentir des prêts. Une attitude plus prudente dans l'octroi du crédit peut mettre fin à un cycle de hausse des prix résultant d'une demande accrue de crédit.

Examinons concrètement la façon dont l'évolution des taux observée depuis 2005 a affecté en Belgique l'octroi des crédits hypothécaires destinés à l'achat :

**GRAPHIQUE 9** QUOTITÉ EMPRUNTÉE LORS D'UN ACHAT IMMOBILIER  
(en % du prix d'achat, sauf mention contraire)



Sources : SPF Économie, PME, Classes moyenne et Énergie, UPC.

(1) Estimation.

1) L'extrême faiblesse des taux d'intérêt a encouragé l'acquisition de biens immobiliers, la demande de crédits atteignant en 2005 un niveau très élevé. Dans le même temps, les banques continuaient d'assouplir leurs conditions d'octroi, accordant ainsi de nombreux crédits.

2) Cette activité soutenue a poussé à la hausse les prix des logements. Dans le courant de l'année 2006, la remontée des taux a toutefois freiné la demande de crédits. Les prix de l'immobilier ont pourtant continué de grimper rapidement, soutenus par une série d'autres facteurs. Notamment, la mesure de régularisation fiscale (DLU) a incité les ménages à rapatrier des fonds, dont une partie a certainement été réinvestie dans l'immobilier. D'autre part, la crise financière a incité certains ménages à privilégier l'investissement dans l'immobilier, réputé très sûr. Ces éléments seraient à la base de la hausse sensible de l'apport personnel dans le cadre d'un achat immobilier, observée ces dernières années.

3) Si le nombre de crédits octroyés diminuait, leur montant moyen continuait à progresser. Les banques ont alors commencé à durcir leurs conditions d'octroi de crédit immobilier, stabilisant le montant moyen

octroyé. Les prix de l'immobilier se sont d'ailleurs tassés entre 2008 et 2009. Ce n'est qu'en 2010, sous l'effet d'une nouvelle baisse des taux enregistrée tout au long de 2009, que le nombre de crédits octroyés est reparti à la hausse.

#### 4.2 Choix du type de crédit hypothécaire

Si le niveau moyen des taux exerce un effet sur le volume des crédits octroyés, le profil de la courbe des taux influence pour sa part le choix de la formule de fixation du taux associé au crédit.

La hausse générale des taux observée à partir de fin 2005 a été proportionnellement plus importante sur les crédits assortis de taux variables que sur ceux assortis de taux fixes. À partir de fin 2006, l'écart entre les taux longs et les taux courts, généralement positif dans un contexte de courbe des rendements « normale », s'est même inversé,

augmentant fortement l'attrait des formules à taux fixe. Ainsi, en 2007 et 2008, les ménages ont affiché une nette préférence pour ces produits. En agissant de la sorte les emprunteurs ne tiennent pas compte de certaines anticipations à la baisse, qui pourraient découler de la structure des taux du moment. En 2009, du fait notamment de la faiblesse des taux à court terme et de la baisse des taux variables annuels en découlant, la part de marché des nouveaux crédits à taux variable annuel a progressé de manière spectaculaire. Depuis, la tendance s'est à nouveau inversée: la reprise d'une hausse des taux variables annuels a suscité chez les emprunteurs la crainte de nouvelles hausses à court ou à moyen terme des indices de référence et les a incités à opter pour la sécurité en privilégiant le taux fixe.

### Conclusion

Le comportement financier adopté récemment par les ménages en Belgique peut être analysé sur la base des comptes financiers belges pour l'ensemble de l'année 2010. Leurs décisions financières étaient alors prises dans un environnement caractérisé par de faibles taux d'intérêt.

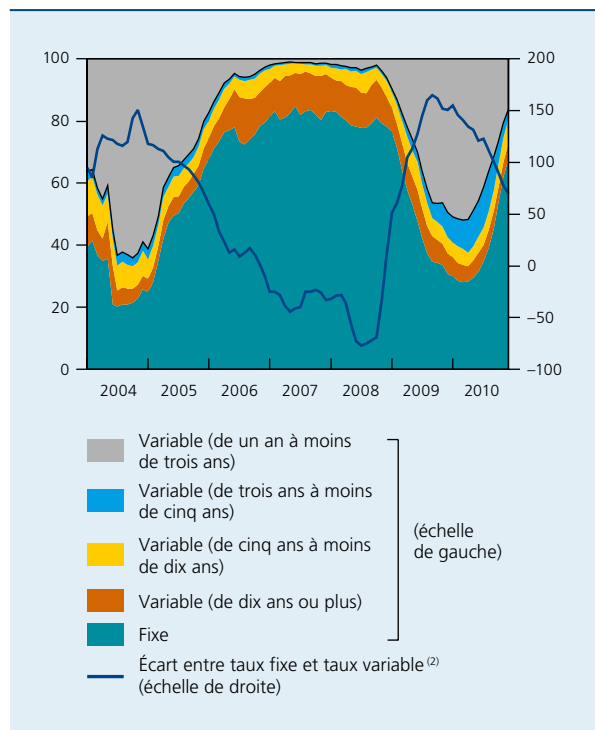
Durant la majeure partie de 2010, les taux d'intérêt à court et à long termes se sont situés à un niveau exceptionnellement bas en Belgique. Les taux d'intérêt nominaux ont atteint des planchers historiques. En termes réels, seul l'étiage de 1974 n'a pas été égalé. La courbe des taux a, quant à elle, été relativement raide.

Dans un premier temps, il a été examiné si ce bas niveau des taux d'intérêt exerçait une incidence sur les opérations financières globales des particuliers. Au cours de la récente période, les taux d'intérêt n'ont eu dans la sphère réelle qu'une influence limitée sur le volume d'épargne global des particuliers en Belgique. Le renforcement du comportement d'épargne des particuliers et la constitution d'actifs financiers nets qui y est liée au cours de la période 2009-2010 semblent, dans une large mesure, être attribuables à l'incertitude économique découlant de la crise financière.

En revanche, les taux d'intérêt jouent un certain rôle dans la sélection des instruments d'épargne et de placement opérée par les particuliers. Tel est le cas lorsqu'ils doivent choisir entre les instruments à court terme et ceux à long terme: les placements à long terme bénéficient d'une nette préférence lors de périodes caractérisées par des taux d'intérêt à long terme élevés ou lorsque le cycle des taux a amorcé une phase descendante. Pendant les quelques périodes caractérisées par une pente des taux réduite ou inversée, les particuliers ont diminué leurs

**GRAPHIQUE 10** ÉCART DE TAUX ET RÉPARTITION DES NOUVEAUX CONTRATS HYPOTHÉCAIRES SELON LE TYPE DE TAUX <sup>(1)</sup>

(données mensuelles; en % du nombre total, sauf mention contraire)



Sources: UPC, BNB.

- (1) Pour les taux variables, le terme mentionné correspond à la période de fixation initiale du taux.  
 (2) Différence en points de base entre, d'une part, le taux d'intérêt sur les nouveaux crédits accordés aux ménages dont le taux est initialement fixé pour une durée supérieure à dix ans, et d'autre part, le taux d'intérêt sur les nouveaux crédits dont le taux est initialement fixé pour une durée égale à un an.



avoirs à court terme compte tenu du fait qu'ils anticipaient alors une baisse des rendements à long terme.

C'est surtout dans le choix entre les instruments d'épargne à court terme que les taux d'intérêt sont les plus influents, comme l'atteste l'important arbitrage entre les dépôts à terme et les dépôts d'épargne réglementés, la récente contraction des taux d'intérêt à court terme ayant clairement été à l'avantage de ce dernier instrument.

La formation de droits sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension est stimulée par le niveau actuel des taux d'intérêt, étant donné que certains contrats existants offrent un rendement garanti supérieur au taux actuel du marché.

Enfin, les taux d'intérêt exercent une certaine incidence sur les engagements contractés par les particuliers, en premier lieu les emprunts hypothécaires. C'est essentiellement le nombre de crédits hypothécaires qui progresse considérablement lorsque les taux d'intérêt sont faibles. Par ailleurs, le bas niveau des taux d'intérêt peut aussi entraîner des hausses de prix sur le marché de l'immobilier résidentiel, induisant un recours accru au crédit hypothécaire. Toutefois, les crédits ne suivent pas parfaitement l'évolution des prix de l'immobilier, en raison notamment d'une politique de crédit plus restrictive menée par les banques.

## Bibliographie

Ando A. et F. Modigliani (1963), « The life cycle hypothesis of saving: Aggregate implications and tests », *The American Economic Review*, 53 (1), 55-84.

Artus P., F. Legros, E. Bleuze et J-P. Nicolai (1991), « Épargne des ménages, choix de portefeuille et fiscalité en France », Presses de Sciences Po, *Revue économique*, 42 (4), 663-700.

Barro, R. (1974), « Are government bonds net wealth ? », *Journal of Political Economy*, 82 (6), 1095-1117.

Bernanke B. (2005), *The global saving glut and the US current account deficit*, Lecture at the Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 March.

Friedman M. (1957), *A theory of the consumption function*, NBER, Princeton University Press, General Series 63.

Loayza N., K. Schmidt-Hebbel et L. Servén (2000), « What drives private saving across the world ? », *Review of Economics and Statistics*, 82 (2), 165-181.

Ricart R. (1994), « Choix de portefeuille des ménages et actifs à faible risque: Une évaluation de la déréglementation des marchés financiers », Presses de Sciences Po, *Revue économique*, 46 (6), 1401-1422.