

Changements récents dans le comportement d'épargne des ménages belges : l'incidence de l'incertitude

R. Basselier
G. Langenus

Introduction

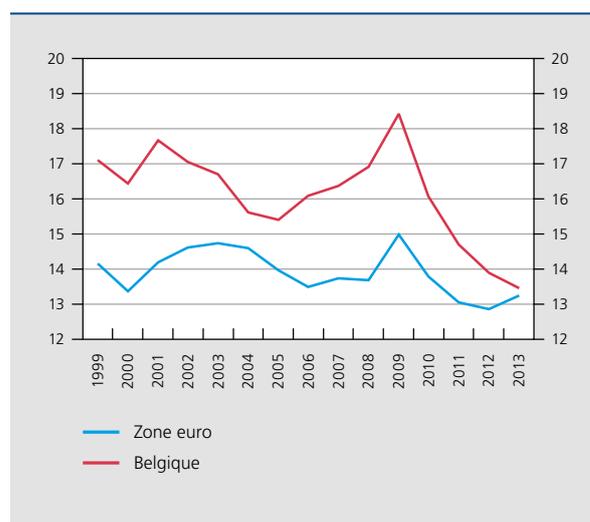
Le comportement d'épargne des ménages belges a profondément changé au cours de ces dernières années. Exprimée en pourcentage du revenu disponible brut, leur épargne a gonflé substantiellement à la veille de la Grande Récession et au cours de celle-ci, passant d'un peu plus de 15 % au milieu de la décennie précédente à 18,4 % en 2009. Les statistiques trimestrielles indiquent que le taux d'épargne a même culminé à plus de 19 % au premier trimestre de cette année-là. Au terme de la Grande Récession, le taux d'épargne des ménages s'est progressivement replié, pour retomber à un bas niveau historique d'en moyenne 13,5 % du revenu disponible en 2013.

Si le taux d'épargne des ménages de la zone euro affiche, dans une certaine mesure, la même évolution – progression avant la Grande Récession et recul après celle-ci –, les fluctuations ont tout de même été nettement plus prononcées en Belgique. Cela dit, l'écart positif avec le taux d'épargne des ménages de la zone euro a diminué systématiquement depuis 2009.

De toute évidence, différents facteurs de nature structurelle et cyclique sont à l'origine des changements dans le comportement d'épargne des ménages. Le présent article cherche en particulier à évaluer dans quelle mesure l'incertitude entourant les perspectives économiques générales et en matière de revenus a contribué à ces développements. L'article présente d'abord succinctement le cadre théorique pertinent, avant d'analyser, dans la partie empirique, les facteurs influençant le taux d'épargne.

GRAPHIQUE 1 TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(données annuelles, pourcentages du revenu disponible)



Sources : CE, ICN.

1. Consommation et épargne : cadre théorique

Différentes théories tentent d'expliquer le niveau et l'évolution de l'épargne des ménages. Les plus répandues relèvent de l'école néoclassique. Elles supposent une certaine forme de comportement rationnel prospectif chez les ménages, en particulier dans la théorie du revenu permanent et l'hypothèse du cycle de vie, associées

respectivement aux noms de Friedman (1957) et d'Ando et Modigliani (1957, 1963). Selon ces théories, les consommateurs ne fondent pas nécessairement leurs décisions de consommation sur leur revenu disponible actuel, mais plutôt sur un certain concept de revenu permanent ou de richesse permanente, qui peut être défini comme la valeur actuelle du patrimoine immobilier et financier futur, les revenus actuels du travail ainsi que la valeur actualisée des revenus du travail que les ménages s'attendent à percevoir tout au long de leur vie. La consommation n'est dès lors pas influencée par des fluctuations à court terme des revenus, mais réagit plutôt à des chocs de revenu permanent. Cela peut expliquer les variations du taux d'épargne: si les consommateurs estiment que les chocs de revenu (positifs ou négatifs) ne sont que temporaires, ils pourraient ne pas ajuster complètement leurs habitudes de consommation, mais plutôt choisir de modifier leur taux d'épargne. Ce comportement implique également qu'une modification éventuelle de la politique (sur le plan fiscal ou monétaire) influera différemment sur la consommation selon que les consommateurs percevront ce changement comme étant de nature transitoire ou plus permanente. Sous des hypothèses plus strictes, en particulier quant aux préoccupations pour le bien-être des générations futures, l'«équivalence ricardienne» est d'application et les ménages réagissent intégralement aux restrictions budgétaires imposées par l'État, ce qui implique que tout changement dans l'épargne publique opéré par ajustement fiscal serait compensé par un mouvement équivalent de l'épargne privée (Barro, 1974).

Dans ces modèles néoclassiques, l'épargne (ou l'endettement) des ménages fait dans une certaine mesure office d'amortisseur, s'ajustant au fil du temps pour lisser la consommation. Toutefois, dans les faits, les ménages réagissent souvent plus vivement aux chocs de revenu actuel que ne le prévoit la théorie (Beznoska et Ochmann, 2012). Différents éléments peuvent expliquer ces écarts par rapport aux théories néoclassiques relatives à la consommation. Premièrement, les économistes comportementaux ont souligné que les ménages seraient moins prospectifs et rationnels en pratique qu'en théorie. D'après Trevisan (2013), les consommateurs ont tendance à s'appuyer sur des informations facilement disponibles, et ne prennent pas la peine de rassembler et d'interpréter l'ensemble des informations nécessaires pour prendre une décision. Plutôt que d'être déterminée par des raisonnements «rationnels», la consommation privée serait guidée dans une plus large mesure par des règles empiriques simples, les engagements, l'habitude et l'imitation (McFadden, 2013).

Deuxièmement, les théories néoclassiques évoquées ci-dessus partent du principe que les marchés financiers

fonctionnent parfaitement. En particulier, les ménages seraient toujours capables d'emprunter sur la base de leurs revenus futurs anticipés. Or, il est évident que dans les faits, certains consommateurs n'ont peut-être pas un accès complet au crédit, notamment parce que les banques perçoivent le risque de défaut comme étant trop élevé. Cette explication n'a cessé de gagner en pertinence depuis la crise financière et la récession, qui ont vu les banques devenir de plus en plus réticentes à accorder des prêts. Pour ces consommateurs en proie à des contraintes de liquidité, le lien entre consommation et revenus actuels s'est manifestement renforcé (Dreger et Reimers, 2011). Même pour les ménages dont l'épargne est suffisante, les contraintes de liquidité sont susceptibles de peser sur la consommation: certains ménages peuvent être tentés d'épargner davantage pour pouvoir financer certains achats (durables) futurs, plutôt que de devoir emprunter (Echeverría, 2002).

La troisième explication possible de la sensibilité excessive de la consommation aux revenus actuels a trait à l'incertitude. Dans le monde réel, les concepts de revenu permanent doivent être estimés, les ménages ne les connaissant pas avec certitude. L'incertitude entourant ces estimations est de nature à renforcer l'épargne de précaution, surtout en période de recul de l'activité. À cet égard, les modèles de Friedman et de Modigliani ont été complétés par les modèles de «stock régulateur», qui tiennent compte de l'épargne de précaution. Il convient de remarquer que le revenu n'est pas constant et peut varier tout au long de la vie active. Les ménages sont généralement réticents à prendre des risques, et ont tendance à éprouver une aversion pour cette incertitude quant aux revenus. Par conséquent, ils épargnent davantage, pour être capables de compenser les chocs soudains sur les revenus. L'épargne de précaution a également gagné en importance durant les années de crise, les chocs négatifs (importants) étant alors considérés comme plus probables et plus fréquents (Mody et al., 2012).

Le chapitre suivant se concentrera sur ce troisième élément et s'attachera à quantifier le niveau d'incertitude sur la base d'une série d'indicateurs.

2. Mesure de l'incertitude

Il est généralement admis que la Grande Récession a singulièrement accru l'incertitude. Comme l'évoque brièvement le chapitre précédent, l'incertitude peut inciter les ménages à épargner davantage, par peur d'une diminution de leurs revenus. L'incertitude n'est pas directement observable, mais plusieurs approches existent pour la quantifier. Ainsi, pour estimer l'incertitude sur les marchés

financiers, il est fréquent d'examiner le VIX, c'est-à-dire la volatilité implicite des options sur l'indice S&P 500.⁽¹⁾ Pour mesurer l'incertitude économique de façon plus large, la BCE (2013) distingue deux approches différentes :

- la « variance des projections » appliquée en utilisant soit les écarts types d'un ensemble de projections réalisées par différents prévisionnistes professionnels, soit la variance de la distribution des probabilités agrégées de ces projections qui prennent également en compte l'évaluation propre aux prévisionnistes de la variance de leurs anticipations ;
- l'« incertitude des ménages et des entreprises » basée sur l'hétérogénéité des réponses à certaines questions individuelles des enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs.

Au niveau de la zone euro, les indicateurs d'incertitude considérés ont augmenté considérablement lorsque la crise financière a éclaté en 2008, puis, après s'être repliés au cours de 2009 et de 2010, ils ont à nouveau progressé au second semestre de 2011 sur fond de crise de la dette dans la zone euro (BCE, 2013). La suite du présent chapitre décrit différents indicateurs pour la Belgique et examine dans quelle mesure ils affichent la même évolution que les indicateurs d'incertitude de la zone euro.

2.1 Confiance et incertitude des consommateurs

Dans les années 1970, la Banque nationale de Belgique a lancé une enquête spécifique consacrée à la confiance des consommateurs. Dans le format actuel, tous les mois, un échantillon différent composé de 1 850 ménages est sondé. Outre des questions visant à établir le profil de la personne interrogée (sexe, âge, situation professionnelle, revenus et niveau de formation), 17 questions sont posées concernant la situation économique et le niveau du chômage, la situation financière personnelle et la capacité d'épargne du ménage, les évolutions des prix et les principales dépenses (telles que l'achat de véhicules, de mobilier ou d'autres biens durables, de même que la construction ou la rénovation de l'habitation). Ces questions portent sur les évolutions passées, (l'appréciation de) la situation actuelle et les perspectives pour les douze mois suivants. Les réponses sont qualitatives, à l'exception de deux d'entre elles concernant les évolutions des prix passées et à venir, pour lesquelles les personnes interrogées sont invitées à estimer un taux d'inflation. Seules quatre questions sont utilisées pour calculer l'indicateur de confiance des consommateurs de la Banque nationale de Belgique :

1. Comment voyez-vous l'évolution de la situation financière de votre ménage au cours des douze prochains mois ?
2. Comment voyez-vous l'évolution du chômage, en Belgique, au cours des douze prochains mois ?
3. Comment voyez-vous la situation économique générale de la Belgique au cours de douze prochains mois ?
4. Pensez-vous que vous pourrez mettre de l'argent de côté, c'est-à-dire épargner, au cours des douze prochains mois ?

En règle générale, six possibilités de réponse sont proposées : « forte amélioration » (PP), « légère amélioration » (P), « pas de changement », « légère dégradation » (M), « forte dégradation » (MM) ou « sans avis ». Pour chaque question, le solde des réponses est ensuite calculé selon la formule suivante :

$$Q_{ts} = (PP_t + \frac{1}{2} P_t) - (\frac{1}{2} M_t + MM_t)$$

où t peut prendre des valeurs comprises entre 1 et 4 et représente la question visée.

Le solde général de la confiance des consommateurs est alors défini comme la moyenne pondérée des soldes, corrigés des variations saisonnières, des questions 1 à 4. Cependant, le solde agrégé occulte l'hétérogénéité sous-jacente des réponses. Celle-ci est évaluée sur la base d'indicateurs d'incertitude spécifiques mesurant la variabilité des réponses, comme celui suggéré par la Commission européenne (2013) :

$$Q_{ti} = -\frac{1}{6} \cdot \sum_{i=1}^6 \alpha_i \cdot \log(\alpha_i)$$

où α_i équivaut à la proportion d'individus donnant l'une des six réponses possibles. Ici aussi, t peut prendre des valeurs comprises entre 1 et 4 et représente l'une des quatre questions.

L'indicateur vaut zéro si toutes les personnes interrogées optent pour la même réponse, ce qui reflète une absence d'incertitude. À l'inverse, l'indicateur atteint sa valeur maximale si les réponses se répartissent en proportions égales sur les différentes possibilités ; dans ce cas de figure, l'incertitude atteint son niveau le plus haut. Dans le graphique 2, l'indicateur d'incertitude, illustré par la ligne bleue, est normalisé, c'est-à-dire qu'il a été diminué de sa valeur moyenne à long terme et

(1) Le VIX est calculé et publié par le Chicago Board Options Exchange.

divisé par son écart-type. Sa valeur fluctue par conséquent autour de zéro. Lorsque l'indicateur se situe au-dessus (en-dessous) de zéro, l'incertitude est relativement plus élevée (faible) qu'en moyenne au cours de la période d'observation.

Le graphique 2 reproduit l'indicateur d'incertitude (Q_{it}) ainsi que le solde des réponses (Q_{is}) pour les quatre questions utilisées pour calculer l'indicateur du sentiment général des consommateurs. Il apparaît clairement que l'image qui se dégage varie quelque peu en fonction de la question concernée. Le graphique montre également que la relation entre le solde et l'indicateur d'incertitude varie d'une question à l'autre. Ainsi, dans le cas des anticipations relatives à la situation financière personnelle, l'incertitude est relativement plus élevée durant les périodes où le solde est plus faible, c'est-à-dire lorsque les perspectives sont plutôt mornes. Il en va de même pour la question qui porte sur les perspectives économiques générales. C'est toutefois l'inverse pour les anticipations en matière de chômage: les perspectives plus favorables (recul du chômage) ont tendance à coïncider avec une incertitude accrue, comme l'atteste l'hétérogénéité plus marquée des réponses à l'enquête.

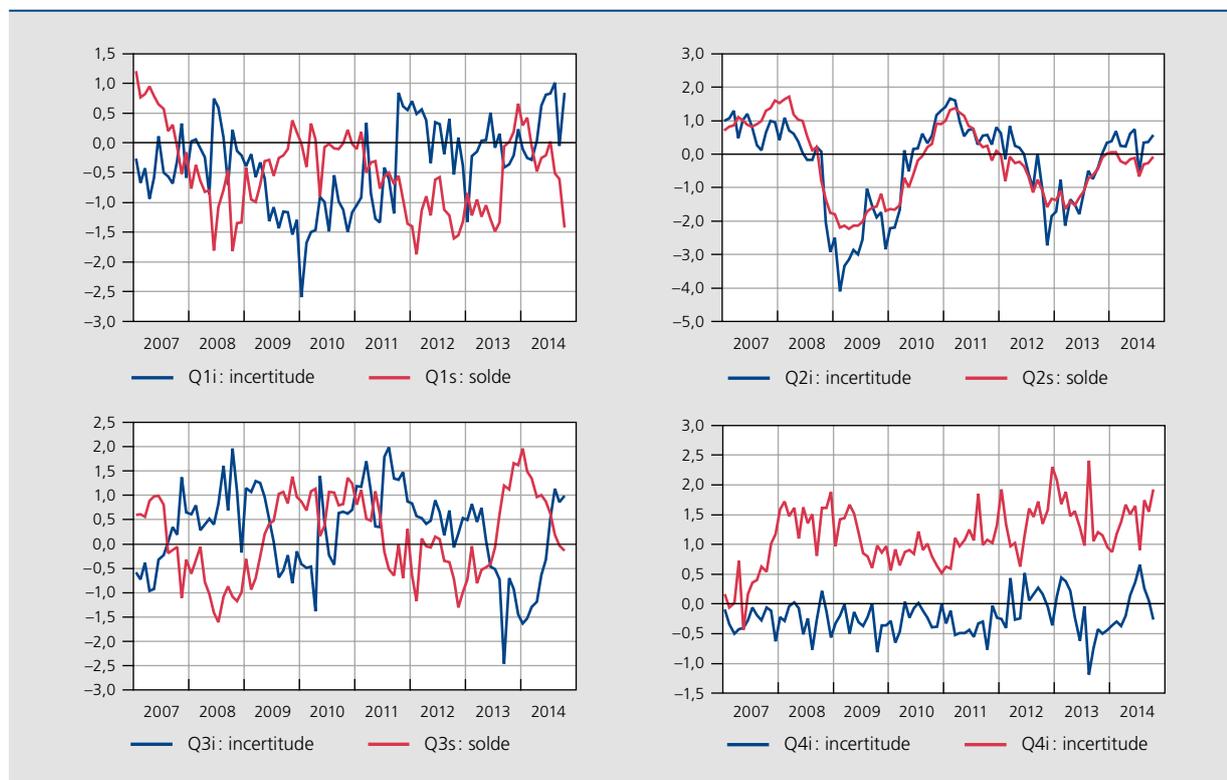
2.2 Indicateur de politique économique

Une autre approche visant à calculer l'incertitude repose sur la couverture médiatique. L'idée générale est que les médias s'étendront davantage sur l'incertitude si celle-ci est effectivement élevée ou orientée à la hausse. De surcroît, une couverture médiatique accrue est en soi de nature à accroître l'incertitude économique.

À cet égard, l'étude majeure de Baker, Bloom et Davis (2013) propose un indicateur synthétique d'incertitude en matière de politique économique (Economic Policy Uncertainty indicator, EPU), qui vise à estimer l'incertitude, sous une forme plus large, en matière de politique économique. Tobback et al. (2014) ont élargi cette approche et l'ont appliquée à la Belgique. Ils ont créé une version affinée de l'indice EPU existant en appliquant la fouille de texte (text mining) à la presse écrite belge néerlandophone. Ce processus a débouché sur deux indicateurs complémentaires de l'indice EPU initial (rebaptisé ici « indice EPU naïf »). L'indice « EPU modality » complète la liste d'éléments linguistiques exprimant l'incertitude par des mots ou des verbes qui indiquent également une certaine

GRAPHIQUE 2 INDICATEUR D'INCERTITUDE ET SOLDE DES RÉPONSES AUX QUESTIONS DE L'ENQUÊTE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

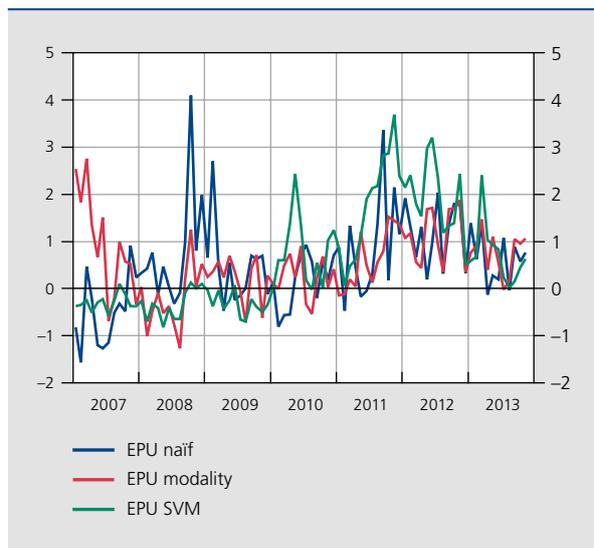
(Q1: situation financière; Q2: chômage; Q3: perspectives économiques générales; Q4: capacité d'épargne)



Note: toutes les variables ont été normalisées sur la période débutant en 1990. Un solde supérieur à zéro signifie que le jugement porté sur l'avenir est positif; une mesure de l'incertitude supérieure à zéro indique que l'incertitude s'est accrue.

Source: BNB, calculs propres.

GRAPHIQUE 3 INDICE D'INCERTITUDE EN MATIÈRE DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE



Note : toutes les variables ont été normalisées.
Source : Tobback et al. (2014).

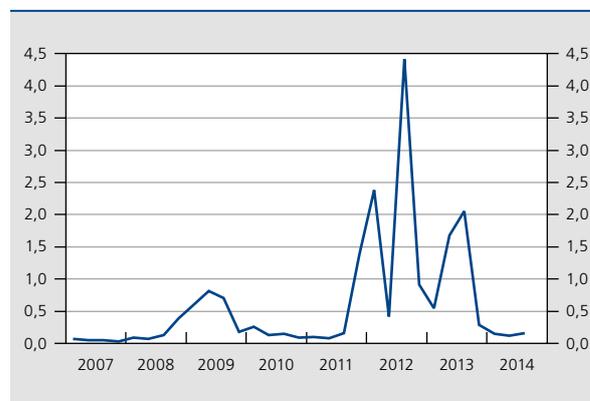
incertitude sans la mentionner explicitement. L'indice « EPU SVM » repose sur une méthode de classification du même type que les machines à vecteurs de support (Support Vector Machines, SVM) qui recherche des occurrences de structures spécifiques dans les textes examinés et sélectionne automatiquement les mots au plus haut pouvoir sélectif. Le graphique 3 montre que c'est surtout l'indicateur naïf qui atteint des niveaux records en périodes de crise typiques, à savoir à la fin de 2008 (crise financière) et dans le courant de 2012. L'indice *modality* a atteint dès 2007 un pic significatif qu'il n'a plus dépassé depuis. Quant à l'indice SVM, il affiche une volatilité sensible durant la crise de la dette en Europe.

2.3 Variance des projections

Un troisième indicateur d'incertitude examiné par le présent article est le degré de divergence entre les projections individuelles. On recourt à cet effet aux projections détaillées émises par les différents prévisionnistes dans la *Belgian Prime News*, une publication trimestrielle de la BNB. Chaque trimestre, les établissements financiers participant formulent des projections portant notamment sur la croissance annuelle du PIB pour l'année en cours et pour l'année suivante. Le degré d'incertitude est défini en l'occurrence comme l'écart-type moyen des différentes estimations, pour les années t et $t+1$, de chaque établissement. Les résultats sont présentés dans le graphique 4. Sans surprise, l'incertitude des projections a augmenté

GRAPHIQUE 4 DIVERGENCE ENTRE LES PROJECTIONS DES PRÉVISIONNISTES PROFESSIONNELS

(écart-type moyen des estimations des différents prévisionnistes pour les années t et $t+1$ pour la *Belgian Prime News*).



Source : BNB, *Belgian Prime News*.

à la fin de 2008 ainsi qu'en 2009. Toutefois, après une amélioration initiale au cours de l'année 2010, une nouvelle augmentation très forte du coefficient de variation des différentes projections des établissements a pu être observée à la fin de 2011.

3. Épargne et incertitude

3.1 Variables de long terme

Pour évaluer l'incidence de l'incertitude sur l'épargne des ménages, on estime d'abord un modèle à correction d'erreurs (*error correction model* – ECM) standard en utilisant un certain nombre de déterminants de long terme potentiels. Conformément à l'approche proposée par la CE (2013), on tente ensuite d'enrichir le modèle en intégrant des indicateurs d'incertitude dans la dynamique de court terme⁽¹⁾. Dans ce qui suit, on procédera à des estimations à l'aide de données trimestrielles pour déceler l'incidence précise de l'incertitude susceptible de se répercuter sur la dynamique de court terme. Toutefois, au vu de la volatilité de ces séries temporelles trimestrielles, il convient de noter que cette stratégie d'estimation n'est peut-être pas la plus appropriée pour identifier les déterminants de long terme de l'épargne des ménages.

Comme indiqué au chapitre 1, la consommation privée et, partant, l'épargne des ménages peuvent être déterminées par le revenu disponible ou par une certaine forme

(1) Les données trimestrielles se basent encore sur la méthodologie du SEC 1995.

de revenu permanent. Ce dernier n'étant pas directement mesurable, les patrimoines financier et immobilier peuvent être utilisés pour l'approximer (Sierminska et Takhtamanova, 2007). Comme l'on dispose d'indices laissant à penser que le comportement d'épargne diffère selon le type ou la source du revenu, les revenus financiers étant généralement davantage épargnés, l'équation de régression est également augmentée de la part du revenu du travail dans le revenu disponible, pour laquelle l'on doit s'attendre à un coefficient négatif. Les variables sont exprimées en logarithmes naturels.

Les résultats de long terme figurent dans le tableau 1⁽¹⁾. La colonne 1 montre que le revenu disponible a peu d'incidence sur le taux d'épargne. Dans la deuxième colonne, cette variable a été exclue. Les coefficients des autres variables n'ont guère varié, mais le patrimoine financier net réel a gagné en significativité. En guise de test rudimentaire de la théorie de l'équivalence ricardienne, l'endettement public brut consolidé (au sens de Maastricht) exprimé en pourcentage du PIB a été ajouté à la régression dans la colonne 3. Le coefficient affiche le signe prévu – une hausse du taux d'endettement semble coïncider avec une progression de l'épargne des ménages –, mais l'incidence n'est pas significativement différente de zéro. Dans l'ensemble, c'est la part du revenu du travail dans le revenu disponible total qui s'avère être la variable significative la plus robuste. En effet, comme l'on peut s'y attendre, une hausse de la part du revenu du travail dans le revenu disponible influencera le taux d'épargne à la baisse. Fait remarquable, il en va de même pour une hausse du patrimoine financier net réel, bien que cet effet ne soit pas toujours significatif, ce qui laisse

TABLEAU 1 RÉGRESSION STATIQUE

Variable dépendante: taux d'épargne des ménages	(1)	(2)	(3)
Constante	23,458 (0,000)	24,445 (0,000)	24,278 (0,000)
Revenu disponible	0,0115 (0,922)		
Part du revenu du travail	-3,669 (0,000)	-3,551 (0,000)	-3,652 (0,000)
Patrimoine financier net réel	-0,335 (0,185)	-0,436 (0,063)	-0,407 (0,177)
Endettement public brut (pourcentages du PIB)			0,049 (0,801)

Remarque: la régression inclut des données trimestrielles allant de 1999 T1 à 2014 T1, et l'estimation a été réalisée à l'aide de DOLS (*Dynamic Ordinary Least Squares*, ou la méthode des moindres carrés ordinaires dynamiques). La valeur-p des coefficients se trouve entre parenthèses, en dessous des estimations des coefficients.

TABLEAU 2 MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS

Variable dépendante: Δ taux d'épargne	Coefficient	Valeur-p
Constante	0,0005	0,9896
Δ taux d'épargne (-1)	0,2884	0,0398
Δ part du revenu du travail	-4,3273	0,0000
Δ part du revenu du travail (-1)	1,7200	0,0319
Δ patrimoine financier net réel	-0,1650	0,3501
Résidus (-1)	-0,3171	0,0027

Remarque: la régression est effectuée sur des données trimestrielles allant du 1999 T1 au 2014 T1. Les nombres entre parenthèses renvoient au nombre de retards.

à penser que cette variable ne constitue pas véritablement une bonne approximation du revenu permanent.

Globalement, les résultats semblent indiquer qu'à plus long terme, le revenu du travail est, pour l'essentiel, affecté à la consommation, et les variations du taux d'épargne des ménages sont alimentées par les variations du revenu hors travail (revenu de la propriété), ce dernier étant principalement affecté à l'épargne. Cela pourrait expliquer en partie les importantes fluctuations, notamment la tendance à la baisse du taux d'épargne des ménages au cours de la période 2000-2013: en raison d'une baisse des rendements du capital, la part du revenu de la propriété dans le revenu disponible des ménages s'est inscrite à la baisse, revenant de 17-18 % au début du siècle à tout juste 13 %, voire moins, lors de ces dernières années.

Les dynamiques à court terme sont représentées par l'équation de court terme de l'ECM figurant dans le tableau 2. La principale composante de cette équation est le retard des résidus de la régression dans la colonne 2 du tableau 1. Son coefficient indique la vitesse de correction des précédents écarts par rapport à l'équilibre et suggère qu'environ 30 % de l'écart sera comblé chaque trimestre. À nouveau, à plus court terme également, les variations de la part du revenu du travail dans le revenu total s'avèrent être des facteurs de variations plus importants du comportement d'épargne que celles du patrimoine financier net total. En outre, il est clair que le taux d'épargne est assez persistant, le retard de la variable dépendante étant également significatif.

(1) Il convient de noter que les prix des logements n'ont pu être inclus pour des raisons d'ordre technique (leur ordre d'intégration diffère de celui des autres variables).

3.2 Éventuels déterminants de court terme supplémentaires

L'on essaie à présent d'améliorer l'ajustement en ajoutant successivement d'autres déterminants potentiels des variations du comportement d'épargne à court terme. Lors d'un premier test, le taux d'intérêt réel à long terme est ajouté au modèle. A priori, il est difficile de déterminer quel effet aura le taux d'intérêt sur l'épargne. D'une part, des taux d'intérêt élevés rendent relativement plus intéressant l'accroissement de l'épargne, afin de pouvoir acheter davantage à l'avenir. D'autre part, la hausse des taux d'intérêt induit de meilleures perspectives en matière de revenu pour les ménages, ce qui les incitera plutôt à accroître leur consommation actuelle (Dirschmid et Glatzer, 2004).

L'analyse de la régression révèle que l'incidence d'une hausse du taux d'intérêt réel ne dure essentiellement qu'un trimestre: l'effet contemporain et l'effet retardé s'annulent mutuellement dans l'équation de court terme, ce qui donne à penser que, outre l'effet sur la part du revenu hors travail, les fluctuations des taux d'intérêt en tant que telles ne peuvent expliquer les changements structurels dans le comportement d'épargne.

Pour répondre à notre question principale de savoir comment et dans quelle mesure l'incertitude économique modifie le tableau d'ensemble, les mesures d'incertitude exposées au chapitre 2 sont maintenant intégrées au modèle à correction d'erreurs, au titre d'éventuels déterminants à court terme supplémentaires. Au paragraphe 2.2, quatre mesures d'incertitude potentielles ont été conçues sur la base des réponses à l'enquête auprès des consommateurs. Toutefois, on inclura non seulement les mesures d'incertitude, mais également les soldes globaux de chacune des quatre questions. En effet, ces deux mesures sont susceptibles de se compléter. Par exemple, l'incertitude peut également être faible lorsque la plupart des personnes interrogées s'attendent à une dégradation de la situation économique au cours des douze prochains mois.

Pour chaque question distincte, on ajoute aux variables de court terme d'une part un retard du solde et d'autre part un second retard de la mesure d'incertitude. Pour les variables d'incertitude, le second retard a été ajouté parce qu'il est souvent plus significatif que le premier. Les résultats sont présentés conjointement dans le tableau 4, sans repréciser les coefficients des autres variables, ceux-ci étant pratiquement identiques à ceux des tableaux 2 et 3.

De toute évidence, la façon de mesurer l'incertitude a son importance. Les variables relatives à la situation financière (question 1) affichent les signes prévus: une hausse de

TABLEAU 3 MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS INCLUANT LE TAUX D'INTÉRÊT⁽¹⁾

	Coefficient	Valeur-p
Taux d'intérêt à long terme	0,0156	0,0356
Taux d'intérêt à long terme (-1)	-0,0187	0,0088

Remarque: la régression est effectuée sur des données trimestrielles allant de 1999 T1 à 2014 T1.

(1) Par souci de concision, le présent tableau et les suivants ne répètent pas la spécification de base déjà indiquée au tableau 2.

l'incertitude entraîne une augmentation (significative) du taux d'épargne. Un accroissement du solde global (amélioration des perspectives) engendre une baisse du taux d'épargne, mais le coefficient estimé n'est pas significativement différent de zéro. Toutes les autres estimations s'avèrent être non significatives, bien que certaines d'entre elles affichent les signes prévus (positif pour l'indicateur d'incertitude, négatif pour l'indicateur de solde).

Dans le tableau 5, le modèle à correction d'erreurs est élargi au moyen des indicateurs d'incertitude politique conçus par Tobback et al. (2014). Encore une fois, ces variables semblent ne pas avoir de relation significative avec le taux d'épargne lorsqu'elles sont ajoutées séparément à l'ECM. Cela vient peut-être de ce que ces indicateurs ont été conçus en s'appuyant seulement sur la presse

TABLEAU 4 MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS INCLUANT DES VARIABLES D'INCERTITUDE SUPPLÉMENTAIRES TIRÉES D'ENQUÊTES

	Coefficient	Valeur-p
Situation financière		
Q1i (-2)	0,0317	0,0011
Q1s (-1)	-0,0059	0,3530
Chômage		
Q2i (-2)	0,0039	0,5666
Q2s (-1)	0,0011	0,8726
Conjoncture économique générale		
Q3i (-2)	-0,0123	0,0825
Q3s (-1)	-0,0049	0,2482
Capacité d'épargne		
Q4i (-2)	0,0074	0,7157
Q4s (-1)	-0,0018	0,7805

Remarque: la régression est effectuée sur des données trimestrielles allant de 1999 T1 à 2014 T1.

TABLEAU 5 MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS INCLUANT DES INDICATEURS D'INCERTITUDE POLITIQUE (ajoutés séparément)

	Coefficient	Valeur-p
Indicateur EPU naïf	0,0063	0,2206
Indice EPU <i>modality</i>	-0,0040	0,4862
Indice EPU SVM	0,0003	0,9603

Remarque: Les données relatives aux indicateurs d'incertitude politique sont disponibles de 2000 T1 à 2012 T3, de sorte que les régressions présentées dans ce tableau ont été opérées sur un échantillon un peu plus réduit.

néerlandophone, alors que le taux d'épargne est très logiquement calculé pour l'ensemble de la Belgique. Dans la mesure où la couverture médiatique de l'incertitude diffère entre les régions, cela pourrait influencer les résultats de l'estimation

Dans le tableau 6, l'incertitude des prévisionnistes professionnels est ajoutée au modèle à correction d'erreurs. La régression laisse à penser qu'une hausse de l'incertitude mesurée par le coefficient de variation des projections des prévisionnistes professionnels devrait pousser le taux d'épargne à la hausse, mais il s'avère que la variable n'est pas significative.

À titre de test final, les variables d'incertitude des tableaux 5 et 6 ont également été combinées avec les variables du tableau 4. Le tableau 7 extrait la seule combinaison à s'être avérée significative: l'indicateur EPU naïf (à nouveau sans retards) a bien une incidence significative sur le taux d'épargne lorsqu'il est combiné avec les indicateurs de Q1. De plus, l'ajout de cette variable améliore la valeur du R carré ajusté, qui passe de 0,74 (lorsque seuls les indicateurs concernant la question 1 sont inclus) à 0,76. Baker et al. (2013) suggèrent que l'indicateur EPU traduit en partie les

TABLEAU 6 MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS INCLUANT LES DIVERGENCES DANS LES PRÉVISIONS

	Coefficient	Valeur-p
Incertitude des prévisionnistes professionnels (-1)	0,0218	0,6142

Remarque: l'incertitude des prévisionnistes est disponible à partir de 2002 T4 et jusqu'en 2014 T1, de sorte que la régression présentée dans ce tableau a été opérée sur un échantillon un peu plus réduit.

TABLEAU 7 MODÈLE À CORRECTION D'ERREURS COMBINANT LES DIFFÉRENTES MESURES DE L'INCERTITUDE

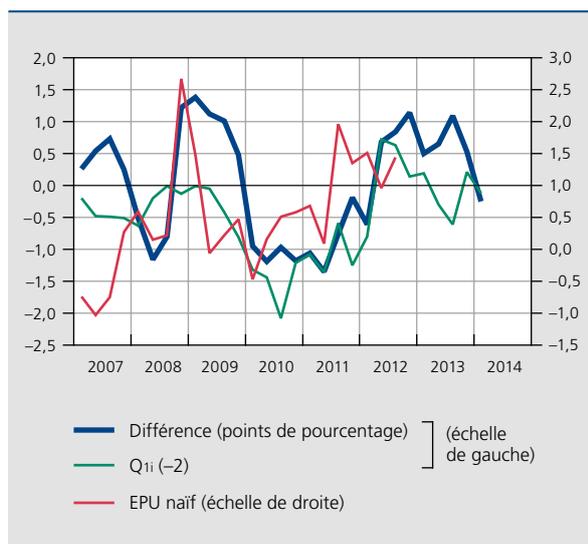
	Coefficient	Valeur-p
Indicateur EPU naïf	0,0145	0,0233
Q1i (-2)	0,0312	0,0010
Q1s (-1)	0,0090	0,2919

mouvements de la confiance plutôt que les seules variations en matière d'incertitude, ce qui peut expliquer pourquoi, en combinaison avec la mesure d'incertitude basée sur les enquêtes, cet indicateur EPU conserve son pouvoir prédictif supplémentaire pour la dynamique de la consommation.

En rassemblant nos résultats empiriques, on peut à présent interpréter les mouvements récents et le niveau actuel du taux d'épargne des ménages belges. Tant au début de la Grande Récession, en 2008 et 2009, qu'au cours de la période 2012-2013, les ménages belges ont épargné au-delà du niveau d'équilibre prédit par l'équation de l'ECM de long terme. Ces deux épisodes caractérisés par un taux d'épargne élevé (par rapport au benchmark estimé) peuvent dans une certaine mesure trouver leur origine dans des périodes de hausse de l'incertitude, comme le suggèrent nos résultats empiriques.

Dans la première phase de la Grande Récession, la large couverture médiatique concernant l'incertitude

GRAPHIQUE 5 DIFFÉRENCE ENTRE LE TAUX D'ÉPARGNE À LONG TERME EFFECTIF ET ESTIMÉ



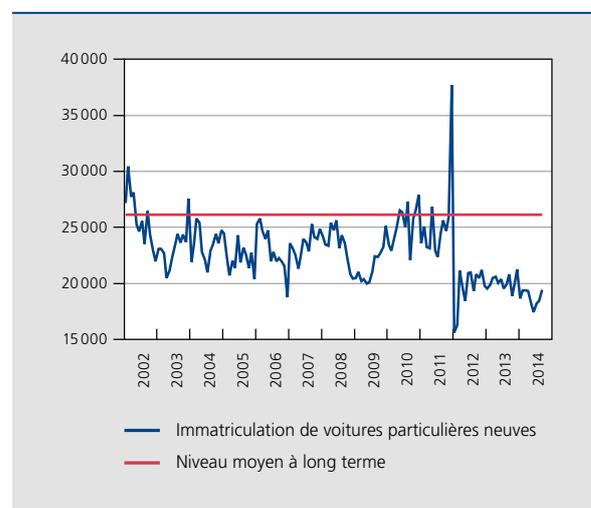
Source: BNB.

économique, attestée par l'augmentation de l'indicateur EPU (naïf), a probablement encouragé l'épargne de précaution et motivé les ménages, en particulier, à ne dépenser les hausses de revenu (découlant par exemple d'une indexation due à l'inflation plus importante de l'année précédente) que dans une très faible mesure. C'est ce qui explique le pic du taux d'épargne pour le premier trimestre de 2009. Au cours des trimestres suivants, l'incertitude s'est progressivement tempérée et le taux d'épargne est retombé à des niveaux inférieurs: en 2010 et 2011, il était de plus de 1 point de pourcentage en deçà des niveaux structurels prévus par notre modèle. Toutefois, la persistance de la crise de la zone euro et le repli de la croissance de l'activité a fait rebondir l'incertitude dans les deux dernières années, comme l'attestent les réponses de plus en plus divergentes à la question qui, dans l'enquête auprès des consommateurs, porte sur la situation financière. Cela a empêché le taux d'épargne de poursuivre son reflux et l'a maintenu à un niveau supérieur aux estimations du modèle tout au long de la période 2012-2013. Le taux d'épargne n'a rechuté qu'au premier trimestre de 2014, en dépit de l'amélioration des conditions économiques et de la baisse de l'incertitude à partir du printemps de 2013. Cela peut être lié au retard que nous constatons dans la répercussion de l'incertitude sur l'épargne.

Une hausse de l'épargne (de précaution) se traduit mécaniquement par une baisse de la consommation. Dans ce contexte, c'est la consommation des biens durables qui risque d'être le plus durement touchée; il est particulièrement onéreux pour un ménage de revenir sur sa décision concernant ce type de dépenses, dans la mesure où la valeur du bien chute dès sa première utilisation (Gudmundsson et Natvik, 2012). Il suffit de songer à cet égard à l'achat d'un nouveau véhicule. Comme le montre le graphique 6, les achats de ce type se sont en effet situés avec persistance en deçà de leur moyenne de long terme depuis 2012.

Pour terminer, comparons brièvement nos résultats à ceux obtenus par d'autres auteurs qui se sont consacrés récemment à la conception d'indicateurs d'incertitude, mais qui ont évalué leur incidence prioritairement sur la consommation plutôt que sur le taux d'épargne. Dans l'article de la CE (2013), les estimations ont été réalisées pour un groupe de huit pays, dont la Belgique. Les auteurs concluaient qu'à long terme, le revenu disponible, les avoirs extérieurs nets, les prix des habitations et le ratio du crédit par rapport aux prix de l'immobilier constituent d'importants moteurs de la consommation. À court terme, ils ont constaté une incidence négative significative des taux d'intérêt à long terme, de deux des indicateurs d'incertitude des consommateurs et, dans une moindre mesure, de l'indicateur de l'incertitude politique.

GRAPHIQUE 6 IMMATICULATIONS DE VOITURES PARTICULIÈRES NEUVES ET NIVEAU MOYEN À LONG TERME
(depuis 1990)



Source : FEBIAC.

Lebrun et Pérez Ruiz (2014) se sont également appuyés sur un modèle à correction d'erreurs pour examiner l'incidence de l'incertitude sur les composantes de la demande intérieure pour la Belgique, l'Allemagne et la France séparément. Dans le cas de la Belgique, les auteurs ont constaté que la confiance des consommateurs et les indicateurs d'incertitude avaient une incidence non significative sur la consommation. Leur équation de long terme faisait toutefois ressortir un effet marginal de la richesse financière ainsi qu'un rôle significatif du revenu disponible réel (hors revenus de la propriété): l'élasticité-revenu de la consommation a été estimée à 0,85. Ils n'ont par ailleurs pas davantage pu déceler d'incidence significative et robuste des taux d'intérêt réels ni des prix de l'immobilier.

Remarques finales

Le présent article analyse l'incidence de l'incertitude économique sur l'épargne des ménages. Si, à long terme, la tendance à la baisse du taux d'épargne des ménages belges doit être considérée dans le contexte de la baisse de la part, dans le revenu total des ménages, des revenus de la propriété (qui sont épargnés dans une mesure relativement plus importante), d'autres facteurs concourraient à expliquer la dynamique à court terme.

Nos résultats empiriques laissent à penser que le niveau d'incertitude peut contribuer à expliquer les mouvements du taux d'épargne des ménages. Toutefois, la

définition précise de l'indicateur de l'incertitude revêt de l'importance. Nous constatons que l'incertitude autodéclarée (dans l'enquête auprès des consommateurs) concernant la situation financière a une portée significative sur le comportement d'épargne des ménages. Il se peut que ce soit également le cas, fût-ce dans une moindre mesure, pour la couverture médiatique de l'incertitude économique. En revanche, nous ne trouvons pas d'éléments probants pour affirmer que la divergence entre les prévisions économiques professionnelles explique dans quelque mesure que ce soit le taux d'épargne des ménages belges.

Les niveaux relativement élevés d'incertitude ont probablement poussé l'épargne à la hausse au cours de la période 2012-2013, empêchant dès lors le taux d'épargne de refluer davantage vers des niveaux historiquement bas, auxquels l'on pouvait croire au vu de la part actuellement très faible du revenu hors travail dans le revenu disponible des ménages. L'augmentation de la confiance sur fond

d'amélioration des conditions économiques au cours de l'année 2013 a coïncidé avec le repli de l'incertitude économique. Dans la mesure où cette tendance parvient à se maintenir et où elle n'est pas fondamentalement compromise par le ralentissement économique et la baisse de la confiance récemment observés, il se peut que cela augure d'une nouvelle baisse du taux d'épargne en 2014 – comme l'ont déjà suggéré les premières statistiques trimestrielles –, ce qui soutiendrait la croissance de la consommation.

Pour l'interprétation de nos résultats concernant l'incidence positive de l'incertitude économique sur le taux d'épargne des ménages au cours des dernières années, il convient de garder à l'esprit que ce taux se situe actuellement à un niveau particulièrement faible en raison des modifications qui se sont opérées dans la composition des revenus des ménages. Une augmentation de la part des revenus de la propriété est de nature à faire augmenter le taux d'épargne, même si l'incertitude diminue.

Bibliographie

Ando A. et F. Modigliani (1957), « Tests of the life-cycle hypothesis of saving: comments and suggestions », *Bulletin of the Oxford University Institute of Economics & Statistics*, vol. 19, issue 2, 99–124.

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

Baker S., Bloom, N. et S. Davies (2013), *Measuring economic policy uncertainty*, Chicago Booth Research Paper, 13-02.

Barro R. (1974), « Are Government Bonds Net Wealth ? », *Journal of Political Economy*, 1095-1117.

BCE (2013), « Comment l'incertitude macroéconomique a-t-elle évolué récemment dans la zone euro ? », *Bulletin mensuel*, octobre.

Beznoska M. et R. Ochmann (2012), *Liquidity Constraints and the Permanent Income Hypothesis*, DIW Berlin Discussion Paper 1231.

Dirschmid W. et E. Glatzer (2004), « Determinants of the household saving rate in Austria », OENB, *Monetary Policy and the Economy*, issue 4, 25–38.

Dreger C. et H. Reimers (2011), The long run relationship between private consumption and wealth: common and idiosyncratic effects, *European University Viadrina Frankfurt*, Discussion Paper 295.

Echeverría C. (2002), *Income Uncertainty, Liquidity Constraints, and the Option Value of Saving*, University of California, Berkeley, US.

EC (2013), *Assessing the impact of uncertainty on consumption and investment*, Quarterly Report on the Euro Area, 12(2), June.

Friedman M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton, US.

Gudmundsson, J. et G. Natvik (2012), *That uncertain feeling – how consumption reacts to economic uncertainty in Norway* Norges Bank Staff Memo 23.

Lebrun I. et E. Pérez Ruiz (2014), *Demand patterns in Germany, France and Belgium: can we explain the differences ?*, IMF Working Paper 14/165.

McFadden F. (2013), *The new science of pleasure*, NBER Working Paper 18687.

Mody A., Ohnsorge, F. et D. Sandri (2012), *Precautionary Savings in the Great Recession*, IMF Working Paper 12/42.

NBB, Belgian Prime News, plusieurs publications trimestrielles (http://www.nbb.be/pub/06_00_00_00_00/06_03_00_00_00/06_03_04_00_00.htm?l=fr).

Sierminska E. et Y. Takhtamanova (2007), *Wealth Effects out of Financial and Housing Wealth: Cross Country and Age Group Comparisons*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2007-01.

Tobback E., Daelemans, W., Junqué de Fortuny, E., Naudts, H. et D. Martens (2014), *Belgian Economic Policy Uncertainty Index: Improvement through text mining*, paper presented at the ECB Workshop on using big data for forecasting and statistics, 8 april, Frankfurt am Main.

Trevisan E. (2013), *The irrational consumer: applying behavioural economics to your business strategy*, Gower, Surrey, UK.