

Un nouvel éclairage sur la dette hypothécaire des ménages en Belgique

Ph. Du Caju
M. Emiris
Ch. Piette
M.-D. Zachary^(*)

Introduction

La dette des ménages belges s'est accrue de façon quasiment ininterrompue à partir du début des années 2000. Bien que cette tendance ne soit pas propre à la Belgique, elle contraste avec les évolutions observées dans la plupart des pays de la zone euro, où les particuliers ont globalement réduit leur niveau d'endettement depuis la crise financière et économique de 2008. L'alourdissement de la dette en Belgique est essentiellement le fait de l'expansion des emprunts hypothécaires, et ce alors que les prix des logements se sont, eux aussi, inscrits en hausse.

L'expérience du passé, que ce soit en Europe, aux États-Unis ou dans d'autres pays, a montré les risques qu'une augmentation conjointe des prix de l'immobilier et des crédits pouvait faire peser sur la stabilité financière. Ces risques peuvent notamment se matérialiser lorsque l'économie est affectée par un choc négatif sur l'emploi et sur les revenus, ou encore à la suite d'un relèvement abrupt des taux d'intérêt, qui diminuerait la capacité de certains ménages d'assurer le service de leurs dettes, entraînant in fine des défauts de paiement. Dans de telles circonstances, les pertes encourues par les institutions de crédit pourraient encore être aggravées par la baisse de la valeur des biens immobiliers donnés en garantie.

C'est en raison de ces risques potentiels que la dette des ménages constitue un point d'attention important pour les autorités prudentielles, à qui incombe la responsabilité de veiller à ce que les banques disposent de coussins de capitaux propres suffisamment épais pour absorber des pertes éventuelles. Ainsi, en 2013, eu égard au rythme de croissance soutenu des prêts hypothécaires, la Banque nationale de Belgique (ci-après « la Banque ») a décidé d'imposer aux établissements de crédit un relèvement de cinq points de pourcentage des pondérations de risque calculées sur la base des modèles internes utilisés pour déterminer leurs besoins en capitaux propres. En 2018, cette mesure a été complétée par une nouvelle composante qui prend en compte le profil de risque du portefeuille global des crédits hypothécaires de chaque banque. Ces dispositions répondent à la poursuite de la progression des prix des logements et de l'octroi de crédits au cours des dernières années, dans un contexte également marqué par une forte concurrence au sein du secteur bancaire.

C'est dans ces circonstances que le présent article tente d'apporter un éclairage inédit sur les origines de ces évolutions macroéconomiques. Il vise en particulier à mieux caractériser les liens entre les crédits octroyés aux ménages belges, les revenus de ces derniers et les prix de l'immobilier, tout en tenant également compte du rôle joué par les facteurs

(*) Les auteurs remercient vivement Lien Tam Co (Statbel) et Peter Neefs (BNB) pour l'aide qu'ils leur ont apportée pour construire la base de données utilisée dans le cadre de cette étude. Ils adressent également leurs remerciements à Catherine Fuss, Pelin Ilbas, Geert Langenus et Christopher Warisse pour les conseils qu'ils leur ont prodigués.

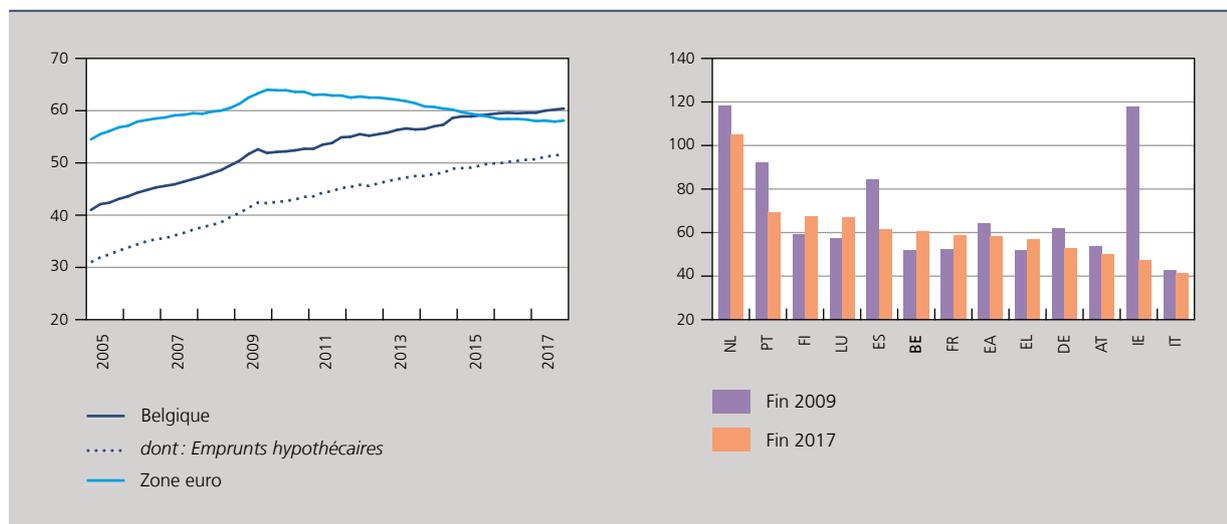
démographiques. Il se fonde pour cela en grande partie sur des données par commune. Ce sont, à ce jour, les données les plus fines qui peuvent être exploitées pour conduire une analyse quantitative de ces relations, à défaut de données individuelles exhaustives. Elles permettent néanmoins de prendre en considération un certain degré d'hétérogénéité au sein de la population belge, notamment en termes de revenus, qui ne se reflète pas dans les principaux agrégats macroéconomiques. Elles présentent en outre une dimension géographique qui est extrêmement pertinente lorsqu'il s'agit d'examiner les liens entre les crédits et les évolutions du marché de l'immobilier. Elles constituent à ce titre un complément utile aux statistiques macroéconomiques et aux données individuelles, mais non exhaustives, tirées d'enquêtes.

La première partie de cet article fait le point sur les évolutions récentes de la dette des ménages en Belgique et dans la zone euro. Dans la deuxième partie, l'analyse se poursuit par un examen des déterminants macroéconomiques qui ont pu influencer l'évolution de l'endettement hypothécaire. La troisième partie constitue le cœur de l'article. Une analyse économétrique tente d'y mettre en évidence les éléments fondamentaux, à l'échelle communale, qui sont à l'origine de l'augmentation de la dette. Ici sont traitées les influences de l'âge, des revenus et du patrimoine des particuliers, ainsi que celle des mouvements des prix de l'immobilier. Quelques considérations régionales sont également abordées. La quatrième partie rassemble les principaux enseignements obtenus, pour les mettre en perspective avec une sélection d'autres pays de la zone euro et cerner les singularités de la Belgique. Enfin, la conclusion met en exergue les principaux résultats de cette étude.

1. Évolution récente de l'endettement des ménages en Belgique et dans la zone euro

La dette des ménages, mesurée par rapport au PIB, a crû de manière quasiment ininterrompue en Belgique ces dix dernières années, alors qu'elle s'est contractée dans l'ensemble de la zone euro à la suite de la crise financière de 2008. Essentiellement le fait des crédits hypothécaires, la dette des ménages belges est depuis 2015 supérieure à celle de la zone euro. À la fin de 2017, elle atteignait 60,4 % du PIB, contre 58,1 % dans la zone euro.

GRAPHIQUE 1 ENCOURS DE LA DETTE DES MÉNAGES EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

La situation se révèle quelque peu hétérogène dans la zone euro, et la Belgique n'est pas le seul État où l'endettement des ménages a crû. C'est également le cas en France, en Finlande et au Luxembourg. Toutefois, la plupart des États membres ont entamé un processus de désendettement : comparativement au PIB, les dettes des particuliers y étaient, à la fin de 2017, inférieures au niveau qu'elles atteignaient en décembre 2009.

L'ampleur de cet ajustement a été extrêmement forte en Espagne, en Irlande et au Portugal. Dans les deux premiers cas, il est allé de pair avec l'éclatement de bulles immobilières. En effet, dans ces pays, les hausses des prix de l'immobilier et du niveau d'endettement des ménages se sont mutuellement renforcées durant les années antérieures à la crise. D'abord parce qu'une augmentation des prix de l'immobilier pousse généralement les ménages à emprunter de plus gros montants pour financer l'acquisition d'un logement. Ensuite parce qu'une hausse de la valeur de marché des biens hypothéqués est aussi de nature à gonfler le montant des crédits que les banques sont disposées à leur accorder. Enfin, dans ces pays, l'activité dans la construction et dans les secteurs qui y sont liés a été considérablement soutenue par la demande de nouvelles habitations. Il en a résulté une croissance élevée de l'emploi et des revenus qui, à son tour, a alimenté la bulle immobilière au travers d'une demande renforcée de logements et de crédits. D'autres pays, qui n'ont pourtant pas été affectés par un effondrement de leur marché de l'immobilier, ont cependant eux aussi enregistré un désendettement du secteur des ménages à partir de 2009. C'est notamment le cas de l'Allemagne et de l'Autriche.

En dépit de la réduction des niveaux d'endettement, des différences parfois substantielles subsistent entre les pays membres, et ce pour différentes raisons. Elles peuvent par exemple découler des législations en matière d'octroi de crédits, dont la souplesse peut varier d'un État à l'autre, ou encore de facteurs d'offre, tels ceux liés à la compétition au sein de leurs secteurs bancaires respectifs. Il peut aussi s'agir de l'existence de formules de prêt plus flexibles rendant l'accès au financement hypothécaire plus aisé dans certains pays.

À cet égard, le cas des Pays-Bas mérite d'être souligné. Une grande partie des emprunts qui y sont contractés par les ménages sont des prêts à remboursement in fine (*bullet loans*). Cette formule consiste à rembourser le principal à l'échéance, à la différence du crédit amortissable, où chaque mensualité permet de rembourser une part du capital emprunté. Pour ce type de prêts, l'emprunt dans sa totalité figure sur le bilan des ménages durant toute sa durée de vie, ce qui explique le haut niveau de l'encours des crédits hypothécaires des ménages néerlandais.

La fiscalité appliquée aux biens immobiliers et aux emprunts hypothécaires peut aussi contribuer à expliquer les différences en termes d'endettement. Certains États (comme la Belgique) ont ainsi mis en place une taxe sur les loyers imputés, tandis que bon nombre de pays accordent une déduction fiscale pour les intérêts payés sur un emprunt hypothécaire (Wolswijk, 2005). À cela s'ajoutent d'autres facteurs institutionnels, voire culturels. Ainsi par exemple, en Italie, le taux de propriété est relativement élevé, sans que cela ne se reflète dans l'encours de la dette des ménages, ce qui peut être lié à un recours plus étendu à des canaux de financement alternatifs, comme les prêts entre particuliers, les transferts de fonds entre membres d'une même famille ou les héritages (Gomez-Salvador *et al.*, 2011). Enfin, la démographie, et notamment la structure de la pyramide des âges, pourrait aussi justifier en partie les écarts de niveaux d'endettement selon les pays. En effet, toutes autres choses étant égales par ailleurs, une plus forte proportion d'individus jeunes au sein de la population devrait se traduire par des niveaux de dette plus soutenus car ceux-ci sont davantage susceptibles de contracter un emprunt bancaire pour financer l'achat d'un logement.

2. Le contexte macroéconomique

D'un point de vue macroéconomique, l'octroi de crédits hypothécaires est influencé par un certain nombre de déterminants, parmi lesquels on trouve la politique de prêt des établissements de crédit, elle-même dictée dans une certaine mesure par la politique menée par les régulateurs, la politique monétaire conduite par l'Eurosystème, ainsi que les mesures fiscales adoptées, dans le cas de la Belgique, par les gouvernements fédéral et régionaux. L'ensemble de ces éléments, détaillés ci-après, définissent en partie l'offre de crédits.

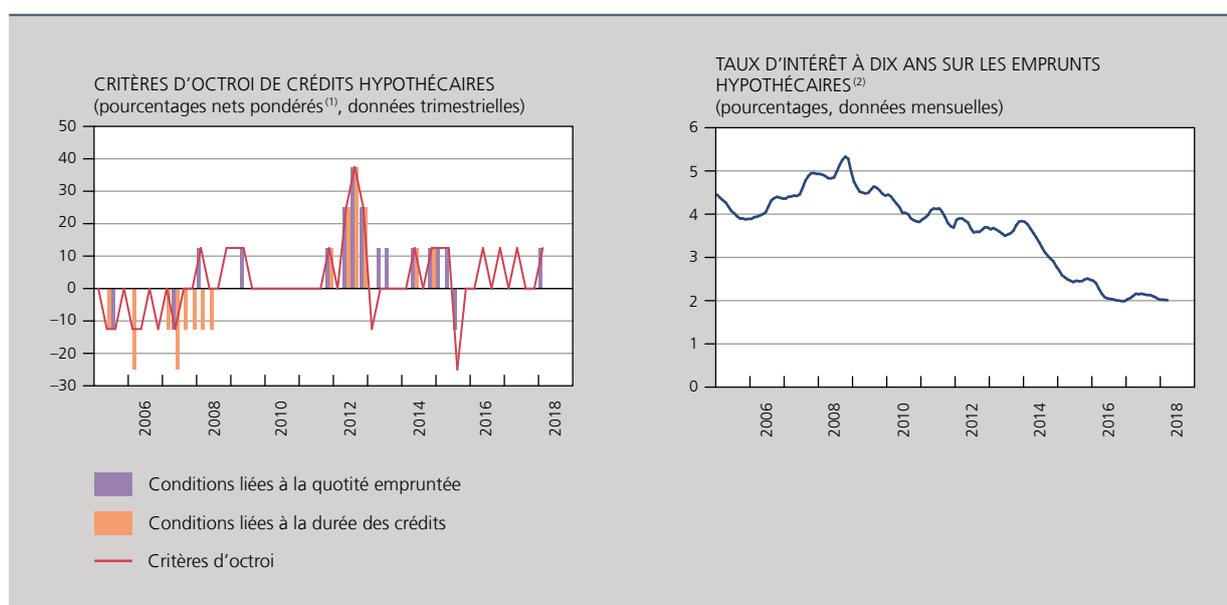
Critères d'octroi des banques et politique prudentielle

Le volume de crédits hypothécaires dans une économie dépend certes de la demande des ménages, mais il est aussi tributaire des politiques d'offre de prêts propres aux institutions de crédit. Ces dernières se sont adaptées au fil des années couvertes par l'analyse, notamment sous l'impulsion des mesures prudentielles mises en œuvre par la Banque. De manière générale, l'octroi de crédits hypothécaires représente un marché important pour les banques belges car, d'une part, il leur permet de fidéliser des clients sur le long terme et, d'autre part, il s'agit d'un marché à risque mesuré étant donné la garantie fournie par l'hypothèque. Cela explique aussi l'intensité de la concurrence qui règne sur ce segment.

Pendant les années qui ont précédé la crise financière de 2008, les banques ont assoupli à plusieurs reprises leurs critères d'octroi de crédits au logement, comme le confirment les réponses à l'enquête sur les conditions de crédit (bank lending survey – BLS). Tant les conditions relatives à la durée des prêts que celles concernant la quotité empruntée par rapport à la valeur du bien ont été relâchées. Cette politique d'offre a été revue au cours des trimestres qui ont suivi le déclenchement de la crise, les banques se voyant contraintes d'assainir leur bilan. Le resserrement est survenu en 2009, mais également en 2012, au moment de la crise des dettes souveraines, ce qui s'est traduit par une baisse du volume de crédits octroyés durant ces deux années en particulier (cf. infra).

Par ailleurs, la Banque, dans le cadre de son mandat macroprudentiel, a pris des dispositions pour limiter d'éventuels risques futurs. Ainsi, à la fin de 2013, les pondérations de risques applicables aux crédits hypothécaires ont été relevées de 5 points de pourcentage pour les établissements bancaires qui utilisent une approche basée sur des notations internes (*internal ratings-based approach* – IRB). En outre, réagissant à la forte augmentation de l'endettement des ménages, la Banque a, en 2015, invité les établissements de crédit à fixer avec circonspection leurs conditions d'octroi de prêts hypothécaires. Enfin, en 2018, la mesure prise en 2013 a été prolongée et assortie d'une nouvelle composante dont l'importance varie en fonction du risque associé au portefeuille global de crédits hypothécaires de chaque institution. Il est possible que ces annonces aient joué un rôle dans les durcissements successifs des critères d'octroi de crédits qui se sont opérés à partir de 2013.

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DES CONDITIONS DE FINANCEMENT DES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES EN BELGIQUE
(pourcentages du PIB)



Source : BNB.

(1) Un pourcentage positif (négatif) correspond à un durcissement (assouplissement) des conditions d'octroi.

(2) Taux appliqués sur les nouveaux contrats dont le taux est fixé pour une durée supérieure à dix ans.

Politique monétaire de l'Eurosystème

Une autre dimension de l'offre de crédits se reflète dans les taux d'intérêt dont ils sont assortis. Ces derniers sont influencés par la politique monétaire mise en œuvre au sein de la zone euro, laquelle a été accommodante au cours des dernières années. Ainsi, suivant l'évolution des taux de référence fixés par la BCE, les taux de détail à la clientèle, y compris ceux sur les crédits hypothécaires, ont été orientés à la baisse à partir de 2008 : en Belgique, alors qu'il avait atteint un niveau de 5,3 % en octobre 2008, le taux d'intérêt (moyen) sur les emprunts hypothécaires d'une durée supérieure ou égale à dix ans s'affichait à 2,0 % à la fin de 2017.

Cette vive diminution des taux pratiqués sur les emprunts hypothécaires a donné lieu à de nombreuses renégociations de crédits, principalement au moment où les taux d'intérêt ont fortement reculé, à savoir en 2014 et en 2015.

Mesures fiscales

L'instauration ou la suppression de mesures fiscales par les différents gouvernements, fédéral ou régionaux, peut avoir une incidence sur la production de crédits hypothécaires au cours d'une année donnée. En effet, les ménages peuvent anticiper ou temporiser leurs prises de crédits en vue de bénéficier d'une mesure fiscale particulière.

Pendant la période sous revue, plusieurs mesures ont ainsi été introduites et/ou abrogées. Tout d'abord, en 2010, deux mesures mises en œuvre à l'échelon fédéral ont plus précisément pu jouer un rôle dans le gonflement du volume de crédits hypothécaires octroyés. Il s'agit, d'une part, de la réduction du taux de TVA à 6 % pour les nouvelles constructions, la rénovation de logements et l'achat de logements sociaux (en vigueur du 1^{er} janvier 2009 au 31 décembre 2010) et, d'autre part, de la suppression au 1^{er} janvier 2011 de l'application de droits d'enregistrement sur la valeur du terrain incluse dans le prix d'achat d'un immeuble neuf, ces derniers étant remplacés par un taux de TVA. Cette dernière mesure a notamment contribué à augmenter le coût fiscal de l'achat d'un bien neuf, ce qui a précipité la conclusion de certains contrats durant la seconde moitié de 2010.

Par ailleurs, en 2011, la fin de l'avantage fiscal applicable aux « crédits verts » souscrits pour financer des travaux générant des économies d'énergie (en vigueur du 1^{er} janvier 2009 au 31 décembre 2011), qui était également une disposition fédérale, a généré une hausse des montants octroyés sous la forme de crédits hypothécaires conclus en vue d'une rénovation. Corollairement, la disparition de cet incitant fiscal a entraîné une moindre production de nouveaux crédits hypothécaires en 2012.

En 2013, la frilosité régnant sur le marché de l'immobilier, et par conséquent sur l'octroi de nouveaux crédits au logement, était en partie imputable à l'incertitude planant sur le maintien ou non de la déductibilité fiscale des intérêts payés sur les prêts hypothécaires liés à l'habitation propre et unique (aussi appelée « bonus logement ») à la suite du transfert aux régions des compétences en cette matière, effectif à la mi-2014. En revanche, l'annonce des modifications des règles relatives à la réforme du traitement fiscal des crédits hypothécaires à partir de 2015 en Flandre a conduit certains ménages à avancer leurs transactions à 2014, de manière à continuer de jouir d'un avantage fiscal plus favorable.

3. Au-delà des déterminants macroéconomiques: l'influence de l'évolution des revenus et des prix de l'immobilier

L'évolution des crédits hypothécaires octroyés aux ménages belges peut être expliquée en opérant une distinction entre trois facteurs. Le premier a trait au cadre macroéconomique, décrit dans la partie précédente, qui peut affecter tant l'offre que la demande de crédits hypothécaires. Le deuxième réside dans les revenus des particuliers, qui déterminent en grande partie leur capacité d'emprunt, c'est-à-dire le montant que les banques seraient disposées à leur prêter lorsqu'ils sollicitent un crédit. Enfin, le troisième concerne l'effet du niveau des prix de l'immobilier, qui influe sur les besoins de financement des ménages qui souhaitent acquérir un logement. Une hausse des prix de l'immobilier devrait en effet se traduire, à revenu inchangé, par un emprunt plus important, à supposer que le montant maximal autorisé par la banque n'ait pas été atteint.

3.1 Identification des fondamentaux grâce à une analyse économétrique

Afin de distinguer les influences respectives du cadre macroéconomique, des revenus des ménages et des prix de l'immobilier sur l'évolution des crédits, nous avons eu recours à des estimations économétriques. Idéalement, ces modèles devraient être estimés au moyen d'une base de données individuelles couvrant l'ensemble des ménages belges, ce qui permettrait de relier le montant de chaque prêt hypothécaire octroyé au revenu et au patrimoine de l'emprunteur, ainsi qu'à la valeur du bien immobilier dont il a fait l'acquisition. Or, une telle base de données n'existe pas pour le moment.

À défaut, on peut néanmoins réaliser une analyse sur la base des statistiques disponibles auprès de la Centrale des crédits de la Banque, lesquelles permettent une double ventilation, par commune et par groupe d'âge⁽¹⁾, des nouveaux contrats de crédit hypothécaire conclus chaque année en Belgique, ainsi que des montants concernés, et ce à partir de

(1) Lorsqu'un crédit a été conclu par deux personnes ou plus, la ventilation par commune et par âge est opérée sur la base des données signalétiques du premier cocontractant mentionné dans le contrat.

l'année 2006⁽¹⁾. Ces données peuvent être associées à celles relatives aux revenus nets imposables, elles aussi regroupées par commune et par groupe d'âge, mises à notre disposition par la Direction générale Statistique du SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie (Statbel). La période couverte par les données de revenus s'arrête en 2015. Combinées, ces deux sources d'informations permettent non seulement d'apprécier l'incidence des évolutions des revenus des ménages sur les crédits hypothécaires qui leur sont accordés, mais également d'analyser leur répartition géographique entre les 589 communes que compte la Belgique. Cette dimension géographique rend également possible l'examen du lien entre les montants des crédits hypothécaires octroyés et les prix pratiqués sur le marché de l'immobilier, les données y afférentes étant également disponibles au niveau communal auprès de la même institution.

Pour exploiter l'information contenue dans ces statistiques, nous recourons à une méthode économétrique conçue pour analyser des données longitudinales. L'avantage d'une telle approche est qu'elle permet de dissocier, d'une part, l'influence exercée par les revenus et par les prix de l'immobilier sur l'évolution des crédits hypothécaires et, d'autre part, l'impact des facteurs liés au cadre macroéconomique évoqué dans la partie précédente. Elle permet également de prendre en compte des effets propres à chaque commune qu'on ne peut observer au travers des variables intégrées dans le modèle. Il peut notamment s'agir d'effets liés à des différences en termes de structure d'âge de la population⁽²⁾.

Concrètement, le premier modèle faisant l'objet d'une estimation peut être représenté par l'équation suivante :

$$\text{Crédits}_{i,t} = \alpha + \beta_r \text{Revenus}_{i,t} + \beta_p \text{Prix}_{i,t} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t}$$

La variable dépendante de cette équation, $\text{Crédit}_{i,t}$, est le montant des crédits octroyés dans la commune i au cours de l'année t , rapporté au nombre d'habitants. Les principales variables explicatives du modèle, à savoir $\text{Revenus}_{i,t}$ et $\text{Prix}_{i,t}$, sont définies respectivement comme le revenu net imposable moyen réel par habitant (de 18 ans ou plus) et le prix moyen réel des biens immobiliers résidentiels acquis sur le marché secondaire⁽³⁾. Il faut noter que les prix peuvent eux-mêmes être influencés par les crédits octroyés, dans la mesure où des conditions de financement plus favorables aux ménages peuvent donner lieu à une demande plus vive de logements, et ainsi exercer une pression haussière sur les prix de l'immobilier résidentiel. D'un point de vue économétrique, le caractère endogène de cette variable est susceptible d'occasionner un biais, dont nous avons tenu compte lors de nos estimations. Celles-ci se fondent sur la méthode dite des doubles moindres carrés, qui permet de prévenir d'éventuels problèmes d'endogénéité⁽⁴⁾. Le paramètre γ_i représente quant à lui les effets propres à chaque commune, tandis que le paramètre δ_t vise à capter les effets spécifiques à chaque année. C'est par l'intermédiaire de ce dernier paramètre qu'on peut estimer l'influence de l'évolution de l'environnement macroéconomique sur les développements en matière de crédits. Il convient toutefois de souligner que cette approche ne permet pas de dissocier les incidences respectives de chacun des facteurs concernés. Elle autorise néanmoins à apprécier les effets de certaines mesures ou de certains chocs macroéconomiques sur l'évolution des crédits, en fonction du moment où ces événements se sont produits.

Les résultats des régressions sont représentés de façon synthétique au graphique 3, sous la forme de contributions estimées à l'évolution des crédits hypothécaires. L'impact des facteurs macroéconomiques sur l'octroi total de crédits hypothécaires y est clairement perceptible à partir de 2010, alors que les taux d'intérêt pratiqués par les banques s'inscrivaient en forte baisse et que la fin de certains avantages fiscaux était annoncée, ce qui allait inciter les particuliers à contracter davantage d'emprunts hypothécaires en 2010 et en 2011 (cf. section 2). La disparition de ces mêmes incitants fiscaux et le resserrement des conditions de crédit se sont logiquement traduits par une moindre contribution de l'environnement macroéconomique à l'évolution des crédits au cours des deux années qui ont suivi. En 2014, et plus encore en 2015, cette tendance a été largement dominée par les renégociations de crédits en cours, lorsque les taux d'intérêt ont enregistré leur repli le plus significatif.

(1) Ces données prennent aussi en compte les renégociations de contrats existants. Ces renégociations n'apparaissent pas dans les statistiques relatives aux transactions issues des comptes financiers, qui portent quant à elles sur les flux nets de crédits, c'est-à-dire les montants des prêts nouvellement octroyés minorés de ceux arrivés à échéance. De ce fait, les données de crédits utilisées dans cette partie de l'article ne sont pas entièrement comparables aux statistiques publiées par ailleurs.

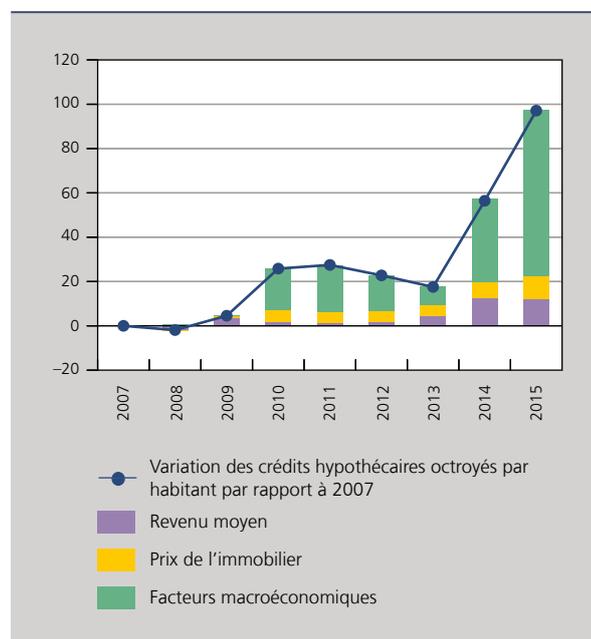
(2) De tels effets peuvent par exemple découler de la présence d'une maison de repos dans une commune comptant par ailleurs peu d'habitants.

(3) Ce prix est calculé, pour chaque commune et pour chaque année, comme la moyenne pondérée des prix moyens des appartements, des maisons et des villas. Les pondérations sont définies sur la base du nombre de transactions. Comme les revenus imposables, les prix immobiliers nominaux ont été divisés par l'indice des prix à la consommation pour obtenir des séries exprimées en termes réels.

(4) Cette méthode requiert la sélection d'un certain nombre de variables instrumentales qui ne sont pas susceptibles d'être corrélées avec le terme d'erreur de l'équation à estimer, mais qui doivent posséder un pouvoir explicatif sur les prix de l'immobilier. Les variables instrumentales sélectionnées à cette fin sont celles qui figurent au tableau 2 (cf. infra).

GRAPHIQUE 3 CONTRIBUTIONS DES PRINCIPALES VARIABLES EXPLICATIVES À L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES

(estimations sur la base d'un modèle économétrique⁽¹⁾, pourcentages de variation par rapport à 2007)



Source : BNB.

(1) Outre les variables représentées dans le graphique, le modèle utilisé inclut également des effets fixes par commune.

Outre le rôle important joué par les facteurs macroéconomiques, les estimations présentées dans le graphique 3 mettent aussi en évidence l'effet des revenus des particuliers et des prix de l'immobilier résidentiel sur la trajectoire suivie par les crédits au cours de la période étudiée. Marqués par les années de crise, les revenus des ménages belges n'ont pas contribué de façon substantielle à l'expansion des crédits entre 2007 et 2013. Ce n'est qu'en 2014 et en 2015, à la faveur de la reprise, qu'ils ont recommencé à tirer la croissance des crédits vers le haut. Les prix de l'immobilier résidentiel, qui ont progressé de façon modérée mais constante à partir de 2010, ont quant à eux exercé une influence sur le volume des crédits octroyés de 2010 à 2015. Les liens entre ces deux déterminants et l'évolution des crédits sont examinés plus en détail dans les deux sections qui suivent.

3.2 Liens avec les revenus et le patrimoine des ménages

3.2.1 Au niveau des ménages

Le rapport entre l'évolution des revenus et l'octroi de crédits hypothécaires peut être mis en relation avec le comportement structurel des ménages sur le marché de l'immobilier et sur le marché hypothécaire. Ce comportement est largement tributaire de leurs revenus et de leur âge, comme l'explique notamment la théorie du cycle de vie formulée à l'origine dans les années 1950 par Franco Modigliani⁽¹⁾ et approfondie par la suite.

Cette théorie part du postulat selon lequel les ménages s'efforcent de lisser leur consommation tout au long de leur vie (*consumption smoothing*). Ils adaptent ainsi leurs dépenses en fonction non pas tant de leurs revenus actuels que d'une estimation de ces revenus à plus long terme, appelée « revenu permanent ». Ils compensent donc les fluctuations

(1) Franco Modigliani a jeté les bases de la théorie du cycle de vie en collaboration avec son étudiant Richard Brumberg (cf. Modigliani et Brumberg, 1954). Après le décès prématuré de Brumberg, Modigliani s'est associé à Alberto Ando pour développer sa théorie plus en détail (cf. Ando et Modigliani, 1963).

et les tendances de ce revenu en empruntant ou en épargnant. Dès lors, le comportement des ménages en matière d'emprunt et d'épargne est lié à leur âge et à leurs revenus. Les jeunes ménages jouissant de perspectives de revenus favorables peuvent contracter des crédits et acquérir un bien immobilier. Lorsqu'ils atteignent un âge moyen ou plus avancé, et pour autant que leurs revenus le leur permettent, les ménages peuvent typiquement épargner davantage et se constituer un patrimoine, que ce soit sous la forme d'actifs financiers ou d'autres biens immobiliers. Ils peuvent ensuite exploiter ce patrimoine à l'âge de la retraite, de manière à compenser une contraction de leurs revenus et à maintenir ainsi leur niveau de consommation. La théorie du cycle de vie peut être illustrée de façon empirique en s'appuyant sur les informations tirées de l'enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (Household Finance and Consumption Survey – HFCS)⁽¹⁾.

Les ménages peuvent souscrire un emprunt hypothécaire pour acquérir un logement propre, à titre de résidence principale, ou pour investir dans un autre bien immobilier (par exemple une seconde résidence, un bien utilisé à des fins de location ou encore dans un but professionnel). Les données tirées de la HFCS permettent d'établir une distinction entre ces différentes catégories de patrimoine immobilier et les crédits hypothécaires qui y sont liés.

D'après les informations tirées de la HFCS de 2014, 32 % de l'ensemble des ménages belges avaient un crédit hypothécaire en cours pour leur logement propre cette année-là, soit 45 % des ménages propriétaires. En effet, au total, 70 % des ménages belges étaient propriétaires de leur habitation. Les dettes hypothécaires en cours liées à l'acquisition d'un logement propre avaient surtout été contractées par les ménages jeunes (moins de 35 ans) et d'âge moyen (tranches des 35-44 ans et des 45-54 ans). Ainsi, plus de la moitié des ménages dont la personne de référence avait moins de 55 ans étaient concernés. Dans les tranches d'âge plus élevées (55-64 ans et 65 ans et plus), cette proportion retombait à moins d'un tiers, soit un constat conforme à la théorie du cycle de vie.

La relation entre la participation au marché du crédit hypothécaire et l'âge diffère cependant selon le niveau de revenus des ménages. L'évolution en fonction de l'âge est notamment plus prononcée parmi les ménages dont les revenus sont plus élevés. Ainsi, plus de six ménages jeunes ou d'âge moyen sur dix situés dans les deux quintiles de revenu les plus hauts avaient un crédit hypothécaire en cours. Par ailleurs, près de neuf de ces ménages sur dix étaient propriétaires de leur résidence principale. La théorie du cycle de vie semble donc davantage se vérifier pour les ménages disposant de plus gros revenus et jouissant de perspectives de revenus plus favorables. De fait, comparées aux ménages dont les revenus sont plus modestes, leurs chances de se voir octroyer un crédit et de pouvoir le rembourser sont plus grandes. Dès lors, la relation entre la possession du logement propre et l'âge est relativement plane pour les deux quintiles de revenu supérieurs.

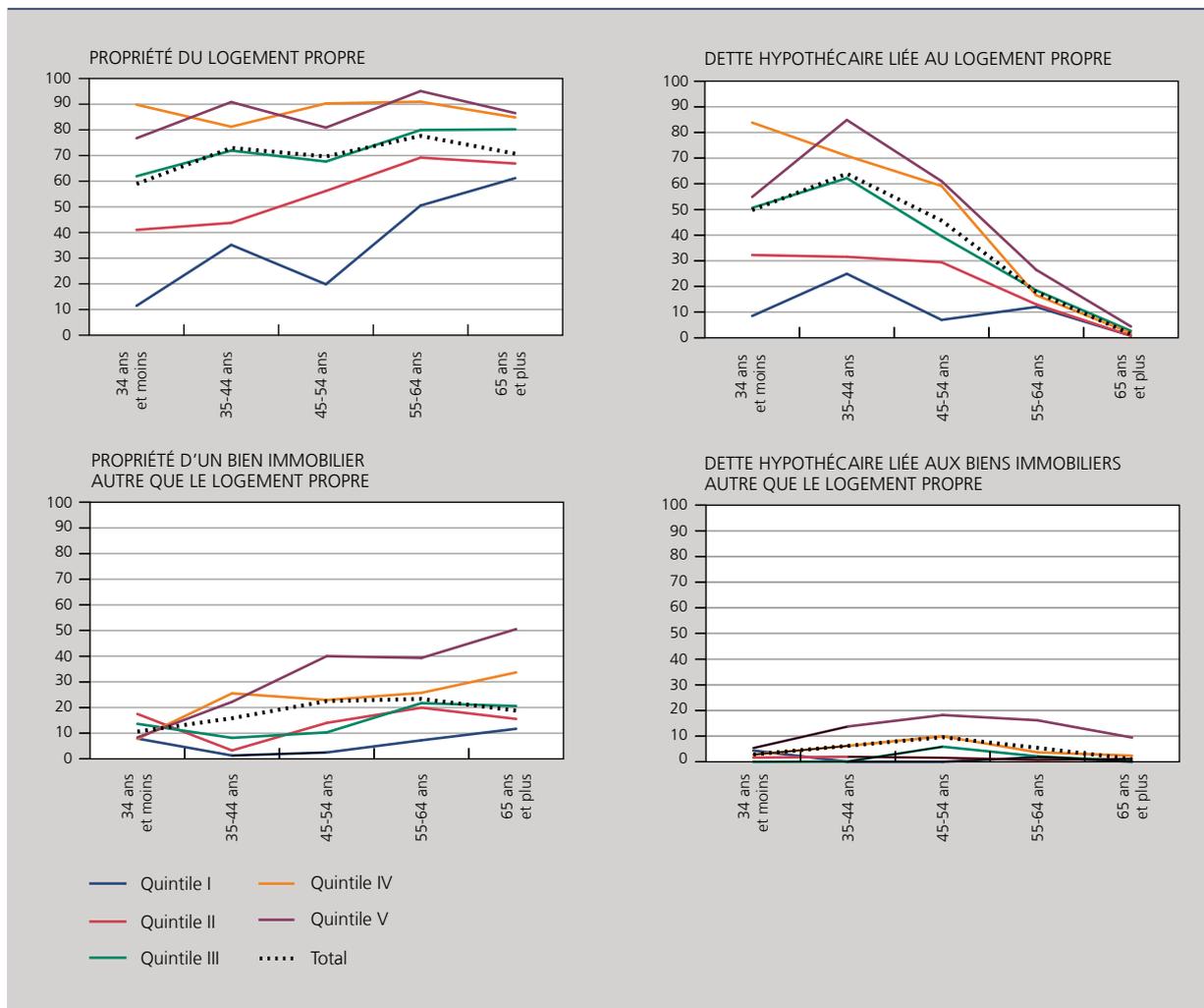
Les ménages à plus faibles revenus sont moins enclins à contracter un emprunt pour l'acquisition d'un logement. Ils subissent des contraintes de crédit et il est donc assez rare qu'ils soient propriétaires de leur propre logement à un âge précoce. Leurs chances d'acquérir un logement augmentent avec l'âge, mais elles restent sensiblement plus minces que celles des ménages dont les revenus sont plus élevés. Pour les ménages relevant des deux quintiles de revenu inférieurs, la relation entre la participation au marché du crédit et l'âge se révèle donc relativement plus plane, tandis que celle entre la possession du logement propre et l'âge est plus prononcée.

Toujours d'après les données de la HFCS de 2014, 18 % des ménages belges possédaient un bien immobilier en sus de leur logement propre. Ce pourcentage a grimpé par rapport aux résultats de 2010, selon lesquels ils étaient 16 %⁽²⁾. L'importance de l'investissement dans l'immobilier autre que le logement propre semble donc s'être accrue auprès des ménages belges. Ce type de propriété immobilière devient également plus courant avec l'âge. En l'occurrence, le profil d'âge s'avère plus prononcé pour les ménages à plus hauts revenus. Ce sont essentiellement les ménages issus du quintile de revenu le plus élevé (trois sur dix) et, dans une moindre mesure, ceux du quintile juste au-dessous (deux sur dix) qui peuvent se permettre d'acquérir un tel bien, notamment à un âge moyen ou plus avancé. Les ménages situés dans les autres quintiles de revenu ont moins de chances de posséder un bien immobilier autre que leur logement propre, et cette probabilité augmente à peine avec l'âge.

(1) Nous ne disposons pas de données longitudinales au niveau des ménages permettant de tester la théorie du cycle de vie pour la Belgique. L'enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (HFCS) fournit, quant à elle, des données transversales sur les revenus et sur le patrimoine à partir desquelles il est possible d'établir une série de constats pertinents. Les derniers résultats en date de cette enquête auprès des ménages portent sur l'année 2014. À cet égard, il convient de toujours garder à l'esprit qu'il n'est pas exclu que des écarts observés à un moment donné entre des groupes d'âges différents puissent résulter d'effets de cohorte (certaines générations qui auraient d'autres capacités et/ou habitudes financières) et puissent dès lors ne pas être exclusivement dus à des effets de cycle de vie. Pour de plus amples explications sur le contenu de la HFCS et sur son organisation en Belgique, cf. Du Caju (2013).

(2) Cf. Du Caju (2016) pour une présentation détaillée des résultats de 2014 en Belgique, ainsi que pour une comparaison avec ceux de 2010.

GRAPHIQUE 4 PROPRIÉTÉ DE BIENS IMMOBILIERS ET DETTES HYPOTHÉCAIRES PAR CATÉGORIE D'ÂGE ET PAR QUINTILE DE REVENU
(taux de participation en pourcentage des ménages)



Source: HFCS 2014.

L'acquisition d'un bien immobilier autre que le logement propre s'apparente donc à un investissement peu accessible pour de larges pans de la population, ce qui explique que seuls 25 % des ménages belges possédant un tel bien avaient un crédit hypothécaire en cours pour financer celui-ci, contre 45 % des ménages dans le cas du logement propre.

La HFCS montre en effet que, en 2014, quelque 5 % des ménages avaient un crédit hypothécaire en cours pour financer l'acquisition d'un bien immobilier autre que leur logement propre. Il s'agissait principalement de ménages comptant une personne de référence âgée de 45 à 64 ans et situés dans le quintile de revenu le plus élevé. Ces ménages avaient généralement pu se constituer un patrimoine financier leur permettant de financer, sinon intégralement, à tout le moins partiellement, le bien en question. Par ailleurs, il peut s'avérer fiscalement intéressant pour ces ménages de contracter un prêt au logement pour acquérir un bien de rapport, les frais inhérents au prêt pouvant être déduits des revenus immobiliers.

Les résultats de la HFCS de 2014 en Belgique montrent en effet que le patrimoine financier moyen des ménages grossit avec l'âge, et ce pour ainsi dire jusqu'à l'âge de la retraite, avant de baisser légèrement, conformément à la théorie du cycle de vie. On observe cependant des écarts substantiels selon les niveaux de revenus. En effet, les ménages faisant partie des deux quintiles de revenu les plus bas sont généralement contraints, à un âge plus avancé, de puiser dans leur patrimoine, qui dès lors s'amenuise, tandis que les ménages situés dans les quintiles supérieurs voient leur patrimoine

s'accroître pendant plus longtemps. Ils restent plus souvent et plus longtemps actifs, disposent de davantage de revenus complémentaires issus de leur patrimoine, lequel est généralement plus important (du fait des revenus locatifs et des rendements sur investissements). De plus, ils réinvestissent ces revenus complémentaires, ce qui leur permet de mieux se prémunir contre des dépenses imprévues ou de constituer un héritage. Le profil d'âge du patrimoine financier augmente donc de façon sensiblement plus prononcée (et plus longtemps) pour les ménages à revenus élevés.

De manière générale, la théorie du cycle de vie ne semble donc pas être réfutée par les résultats de l'enquête menée en Belgique en 2014. Les taux de participation au marché du crédit hypothécaire et au marché immobilier présentent des profils d'âge conformes à ceux postulés par la théorie. Qui plus est, des différences pertinentes ressortent en ce qui concerne le niveau de revenus des ménages et le type de bien immobilier.

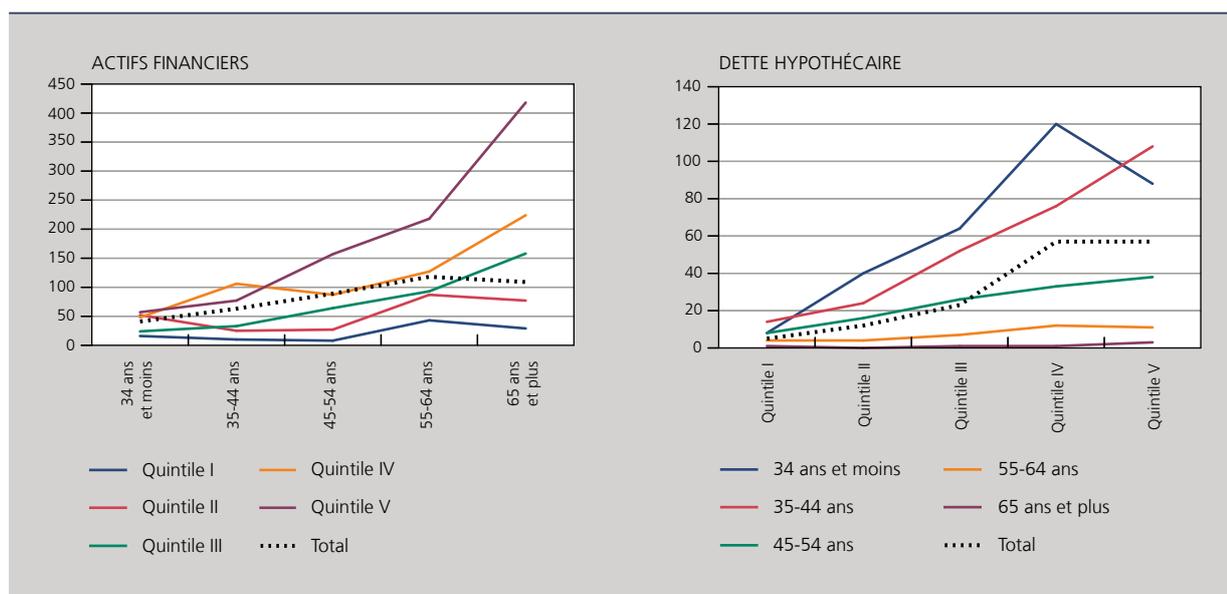
Enfin, si on examine l'encours total des crédits hypothécaires contractés par les ménages, ventilés par âge et par revenus, il apparaît que les ménages situés dans les quintiles de revenus supérieurs ont en moyenne davantage de dettes hypothécaires. Cela reflète à la fois le fait qu'ils sont plus nombreux à être propriétaires de leur propre logement (et qu'ils possèdent des logements plus onéreux), leur plus grande capacité d'emprunt, mais aussi l'approche suivie par les banques en matière d'évaluation des demandes de crédit. Ce dernier élément prouve que la politique d'octroi de crédits des banques est globalement saine. Il convient toutefois de souligner que des crédits affichant un plus grand risque de défaut de paiement sont également accordés. Par conséquent, il existe des poches de risque sur certains segments du marché hypothécaire belge, où les ménages monoparentaux ou les jeunes ménages à revenus plus modestes, surtout, encourent plus de risques⁽¹⁾. Des recherches ont par ailleurs montré que le marché hypothécaire belge pouvait être sensible aux chocs négatifs sur l'emploi et à la perte de revenus des ménages qui peut en découler⁽²⁾.

La relation entre l'endettement et les revenus se révèle nettement plus marquée pour les jeunes ménages (44 ans ou moins). Les ménages plus jeunes ne peuvent acquérir un bien immobilier, et souscrire un prêt à cette fin, que si leurs revenus et leurs perspectives de revenus sont suffisamment favorables. En outre, à mesure que leurs revenus augmentent, ils peuvent emprunter des sommes plus importantes et acheter des biens plus onéreux. Cette relation est

(1) Cf. Du Caju (2017) pour une analyse plus fouillée de ces poches de risque sur le marché hypothécaire belge.

(2) Cf. Du Caju et al. (2016).

GRAPHIQUE 5 DETTES HYPOTHÉCAIRES EN COURS⁽¹⁾ ET ACTIFS FINANCIERS PAR CATÉGORIE D'ÂGE ET PAR QUINTILE DE REVENU
(montants moyens de l'ensemble des ménages en milliers d'euros)



Source : HFCS 2014.

(1) Contractées dans le cadre de l'acquisition du logement propre.

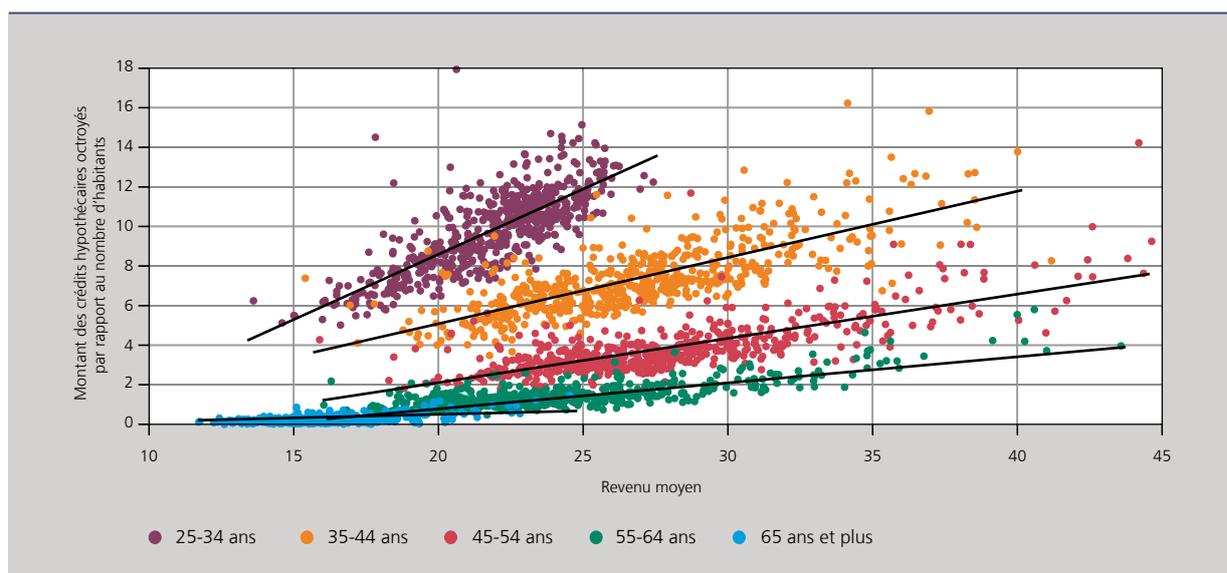
nettement moins forte, voire est inexistante, parmi les ménages plus âgés. Il est en effet plus rare qu'ils aient encore un emprunt en cours à rembourser, et ils se sont par ailleurs souvent constitué un patrimoine financier (surtout les ménages faisant partie des quintiles de revenu supérieurs).

3.2.2 Au niveau des communes

Le profil des revenus des ménages belges et leur comportement en matière d'épargne et d'investissement, dont l'évolution en fonction de l'âge cadre avec la théorie du cycle de vie, se reflètent également dans la répartition géographique de leurs dettes. En effet, selon les données de la Centrale des crédits, environ les deux tiers des prêts hypothécaires octroyés chaque année le sont à des personnes âgées de 25 à 44 ans. Cela se marque dans le graphique 6, où chaque point représente, pour une commune et un groupe d'âge donnés, la relation entre les crédits octroyés (rapportés à la population) et le revenu moyen par habitant. Il en ressort très clairement que, par rapport aux autres catégories d'âge et à niveau de revenu égal, les montants empruntés par la population âgée de 25 à 34 ans et, dans une moindre mesure, par celle âgée de 35 à 44 ans sont sensiblement supérieurs.

GRAPHIQUE 6 RELATION ENTRE LES MONTANTS DES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES OCTROYÉS DANS CHAQUE COMMUNE ET LES REVENUS MOYENS, PAR GROUPE D'ÂGE

(moyennes sur la période 2006-2015, données en milliers d'euros)



Sources : Statbel, BNB.

Le lien entre les crédits obtenus et les revenus des ménages mis en exergue plus haut, sur la base des données de l'enquête HFCS, transparait également dans les données par commune. En effet, quel que soit le groupe d'âge considéré, les communes qui se caractérisent par un revenu moyen par habitant élevé concentrent davantage de crédits que celles où le revenu moyen est plus faible, ce qui révèle aussi l'importance que revêtent les revenus des emprunteurs dans la politique de prêt des institutions de crédit. La relation est toutefois nettement plus prononcée pour les personnes âgées de 25 à 34 ans qu'elle ne l'est pour celles appartenant aux tranches d'âge supérieures.

Cette relation décroissante entre l'élasticité des crédits et les revenus en fonction de l'âge peut être confirmée par l'estimation de modèles économétriques similaires à celui décrit à la section 3.1, cette fois-ci pour chaque groupe d'âge. Ces modèles peuvent être formulés comme suit :

$$Crédits_{i,t,a} = \alpha_a + \beta_{a,r} Revenus_{i,t,a} + \beta_{a,p} Prix_{i,t} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t,a}$$

où α symbolise la tranche d'âge considérée. Les estimations de ces modèles, qui incluent aussi des effets fixes par commune et par année, sont reprises, sous une forme simplifiée, au tableau 1.

TABEAU 1 DÉTERMINANTS DU MONTANT DES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES PAR HABITANT DANS LES COMMUNES BELGES
(coefficients estimés au moyen d'une régression linéaire par classe d'âge⁽¹⁾ sur la base de données par commune pour la période 2006-2015)

	Groupe d'âge				
	25-34 ans	35-44 ans	45-54 ans	55-64 ans	65 ans et plus
Revenu moyen	1,729***	1,319***	0,906***	0,048	0,348
Prix de l'immobilier	3,296***	3,154***	2,872***	1,650***	0,028
R ²	0,766	0,828	0,746	0,553	0,361
Nombre d'observations	5 048	5 048	5 048	5 029	4 457

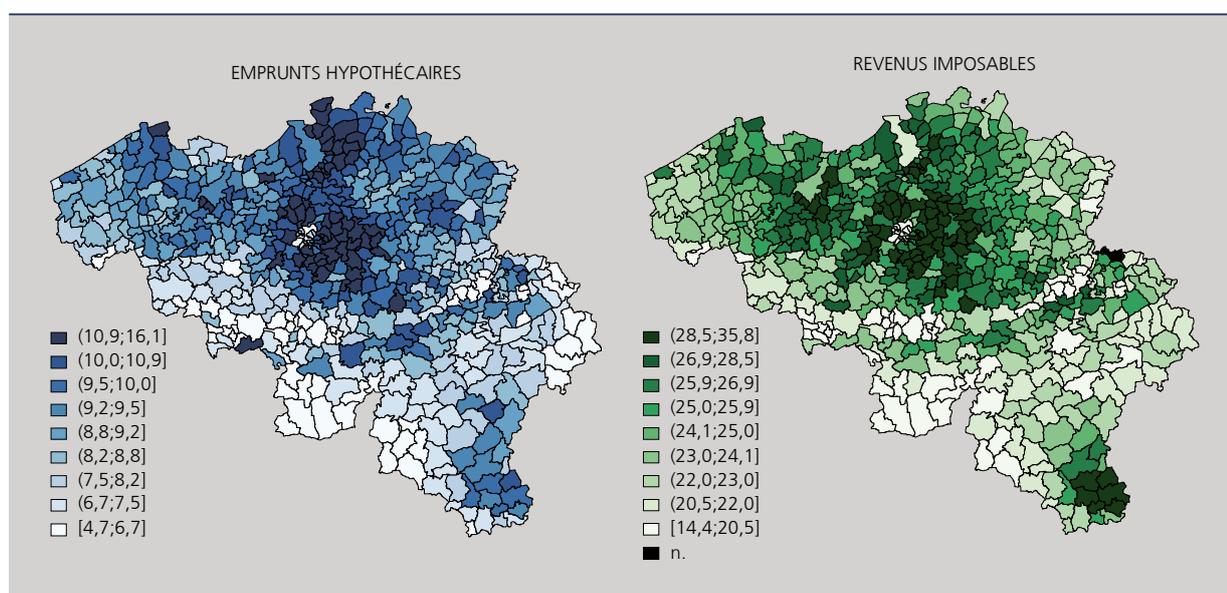
Source : BNB.

(1) Outre les variables représentées dans le tableau, le modèle inclut également des effets fixes par année et par commune. Les coefficients assortis de trois astérisques (***) sont significatifs à un niveau de 1 %.

Selon ces estimations, l'élasticité des crédits par rapport aux revenus, toutes autres choses étant égales par ailleurs, est de 1,73 pour les 25-34 ans, de 1,32 pour les 35-44 ans et de 0,91 pour les 45-54 ans, tandis qu'elle n'est pas significative pour les tranches d'âge supérieures. Un test statistique complémentaire indique en outre que l'élasticité estimée pour les 45-54 ans est significativement inférieure à celle obtenue pour les 25-34 ans. L'élasticité des crédits rapportée aux prix de l'immobilier tend, elle aussi, à diminuer en fonction de l'âge, mais de façon moins prononcée.

De manière générale, le niveau de revenu des résidents d'une commune détermine donc largement le montant des crédits qui leur sont octroyés. Cela peut aussi être illustré à l'aide de cartes géographiques en comparant les répartitions

GRAPHIQUE 7 CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES OCTROYÉS AUX PERSONNES ÂGÉES DE 25 À 44 ANS ET REVENUS MOYENS, PAR COMMUNE
(milliers d'euros par résident âgé de 25 à 44 ans, moyennes sur la période 2006-2015)



Sources : Statbel, BNB.

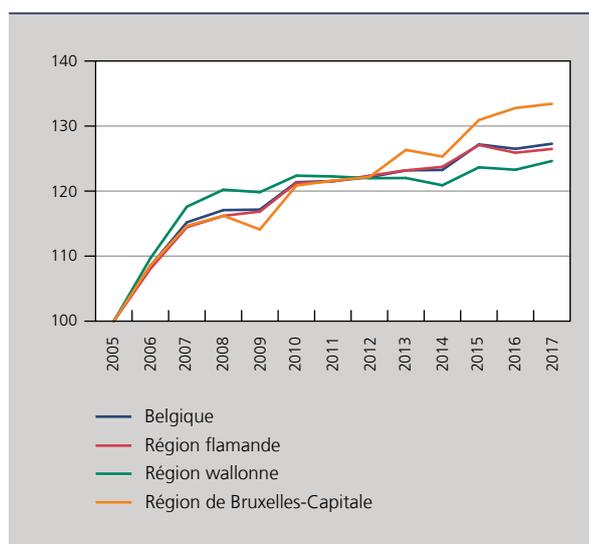
entre les communes belges, d'une part, des montants empruntés par habitant âgé de 25 à 44 ans et, d'autre part, des revenus moyens. La similitude entre les distributions de ces deux variables, illustrées au graphique 7, est évidente. Ainsi, les habitants des communes les plus riches du pays, dont une grande partie sont situées dans les provinces du Brabant flamand, du Brabant wallon et d'Anvers, sont aussi ceux dont les montants des crédits sont les plus élevés.

La dichotomie qu'on observe au sein de la Région de Bruxelles-Capitale est intéressante : les communes les plus nanties, situées dans le sud et dans le sud-est de l'agglomération, sont aussi celles où les montants octroyés sont les plus importants, ce qui contraste sensiblement avec les communes du nord-est, où les revenus moyens sont habituellement plus faibles que dans les zones avoisinantes.

3.3 Liens avec l'évolution du marché immobilier

Selon les estimations présentées ci-avant, l'évolution des prix de l'immobilier a aussi influencé de façon significative la progression des crédits durant la période examinée. Cette contribution est liée à l'augmentation de ceux-ci au cours des dix dernières années comparativement au niveau de 2005. Elle est illustrée au graphique 8, pour la Belgique dans son ensemble et pour les trois régions.

GRAPHIQUE 8 ÉVOLUTION DES PRIX RÉELS⁽¹⁾ DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL, PAR RÉGION
(indices, 2005 = 100)



Source : BNB.

(1) Prix nominaux déflatés par l'indice des prix à la consommation.

Cette relation entre l'évolution des prix de l'immobilier et celle des crédits octroyés aux ménages n'est toutefois pas toujours univoque, en particulier au sein de l'agglomération bruxelloise. La hausse des prix des biens résidentiels échangés sur le marché secondaire y a été plus prononcée que dans les deux autres régions, et ce surtout à partir de 2010. En termes réels, c'est-à-dire ajustés pour tenir compte de l'augmentation générale des prix à la consommation, ils ont en effet crû de 10,4 % à Bruxelles entre 2010 et 2017, contre 4,9 % pour la Belgique dans son ensemble. Or, comme illustré au graphique 7, si on fait abstraction des cinq communes situées au sud et au sud-est de la région, qui se caractérisent par des niveaux de revenus élevés, les montants des crédits au logement octroyés dans la Région de Bruxelles-Capitale ont été relativement faibles comparativement aux deux autres régions du pays.

Pour appréhender les raisons de cet apparent paradoxe, il y a lieu, dans un premier temps, d'identifier les facteurs susceptibles de déterminer les prix de l'immobilier dans une zone géographique donnée. C'est un exercice relativement

ardu compte tenu de la volatilité des données liées aux prix des logements ⁽¹⁾; nous nous y sommes prêtés sur la base d'une analyse économétrique sommaire, dont les résultats sont repris au tableau 2. L'estimation de la valeur marchande des logements dans une commune donnée est étroitement corrélée aux revenus et au patrimoine financier de ses habitants. Dans les régressions, ce dernier facteur est approché par la proportion que représentent les personnes âgées de 65 ans et plus dans la population totale, sachant qu'une grande partie du patrimoine financier et immobilier des ménages belges est détenue par cette tranche d'âge (cf. sous-section 3.2.1). En particulier, la progression relativement rapide des revenus des ménages entre 2005 et 2009 a certainement soutenu la demande de logements durant cette période, et donc également la hausse générale des prix, tandis que le recul des revenus réels durant les années qui ont suivi peut en partie expliquer le ralentissement de la croissance des prix après 2009 (Warisse, 2017). L'augmentation des prix en 2015 peut, elle aussi, être mise en relation avec celle des revenus.

Certaines caractéristiques propres aux communes, comme la qualité de vie, peuvent aussi influencer les prix pratiqués sur le marché immobilier. C'est par exemple le cas pour les communes dont une assez large part de la superficie est dédiée à des espaces de loisir ou à d'autres types d'espaces ouverts, comme des parcs ou des bois.

TABLEAU 2 FACTEURS INFLUENÇANT LES PRIX DES BIENS IMMOBILIERS ÉCHANGÉS SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE

(coefficients estimés au moyen de régressions linéaires⁽¹⁾)

	Variable dépendante: Prix moyen par commune ⁽²⁾
Revenu moyen ⁽²⁾	0,286
Part des personnes âgées de 65 ans et plus dans la population totale	1,056
Densité de la population (par rapport à la superficie des terrains résidentiels) ⁽²⁾	0,096
Part des terrains à usage de loisir et des autres espaces ouverts dans la superficie totale ⁽²⁾	0,040
R ²	0,135
Nombre d'observations	5 035

Source: CE.

(1) Les estimations ont été réalisées sur la période allant de 2005 à 2015. Outre les variables reprises dans ce tableau, elles incluent une variable binaire par année et des effets aléatoires. Tous les coefficients rapportés sont significatifs à un niveau de 1 %.

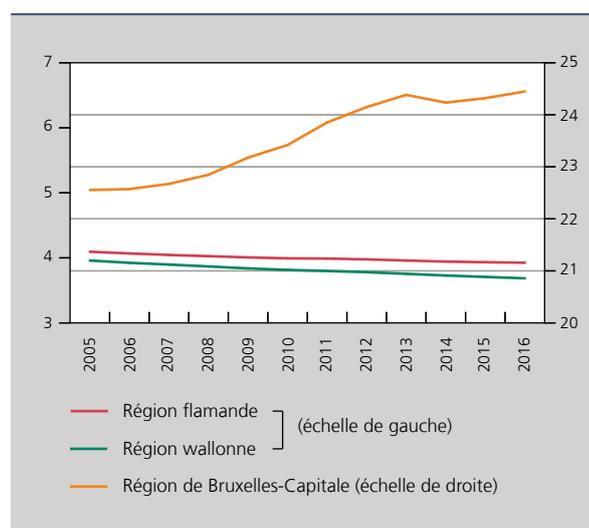
(2) Variable exprimée en logarithme.

Outre par la capacité de financement et d'emprunt des particuliers, les prix immobiliers peuvent également être influencés par des facteurs d'offre, tels ceux liés à la disponibilité de logements ou de terrains résidentiels. Cette rigidité de l'offre explique pour l'essentiel le fait que les prix de l'immobilier résidentiel soient généralement plus élevés dans les zones urbaines densément peuplées, et la Région de Bruxelles-Capitale ne fait pas exception à cette règle. La superficie des terrains consacrés aux habitations à Bruxelles ne s'étant pas accrue de manière significative, la croissance de la population au cours des dix dernières années y a vraisemblablement été à l'origine de la hausse supérieure à la moyenne des prix des logements. Comme le montre le graphique 9, la densité de la population y est passée de 22 600 personnes par km² de surface résidentielle en 2005 à 24 400 en 2016, ce qui équivaut à une augmentation de près de 8 % en l'espace de onze ans. Durant cette même période, la densité de la population s'est en revanche légèrement réduite dans les deux autres régions, du fait de l'élargissement de la superficie résidentielle disponible pour la construction de logements, qui a été plus substantielle en Wallonie qu'en Flandre.

(1) À cet égard, il convient de garder à l'esprit que ces données ne concernent que les biens immobiliers échangés sur le marché secondaire et qu'elles ne tiennent pas compte des nouvelles constructions. Elles ne portent donc que sur une fraction limitée du parc de logements dans une commune donnée.

GRAPHIQUE 9 NOMBRE D'HABITANTS PAR RAPPORT À LA SUPERFICIE DES TERRAINS RÉSIDENTIELS

(milliers de personnes par km²)



Source : Statbel.

Quant à la question de savoir pourquoi la hausse plus prononcée des prix de l'immobilier résidentiel à Bruxelles ne s'est pas reflétée dans le volume des crédits hypothécaires octroyés aux ménages bruxellois, la réponse tient en grande partie à l'évolution de la démographie et au caractère principalement locatif du marché du logement dans la capitale.

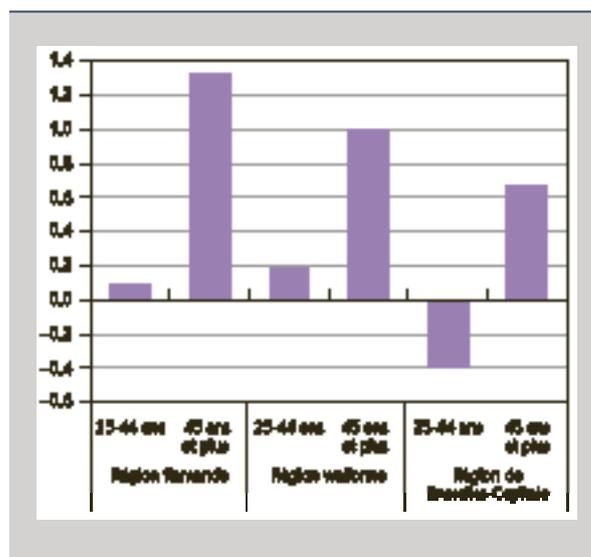
En effet, une part non négligeable de la population qui s'est installée à Bruxelles au cours de ces dix dernières années est composée de jeunes adultes isolés, notamment des étudiants, ou encore de personnes âgées de 18 à 30 ans⁽¹⁾ dont les revenus sont relativement faibles par rapport à la moyenne belge (Deboosere *et al.*, 2009; de Maesschalck *et al.*, 2015; Van Hamme *et al.*, 2016). Parallèlement, on recense beaucoup de jeunes ménages (essentiellement des personnes âgées de 30 à 45 ans) parmi la population qui a quitté Bruxelles pour aller s'installer en Flandre ou en Wallonie. Cette mutation de la démographie bruxelloise est ainsi allée de pair avec une baisse du revenu moyen des personnes âgées de 25 à 44 ans, soit la tranche d'âge généralement à l'origine d'une grande partie des demandes d'emprunt hypothécaire, tandis que les revenus des personnes résidant en Flandre ou en Wallonie ont globalement augmenté (cf. graphique 10).

Il est dès lors vraisemblable que, pour se loger, les personnes qui se sont installées à Bruxelles au cours des dix dernières années se soient dans une plus large mesure tournées vers le marché locatif, lequel est important dans la capitale. Nous ne disposons pas de données chronologiques concernant la proportion des particuliers qui résident dans un bien de location, mais, selon les données du dernier recensement réalisé par Statbel en 2011, seules 39 % des personnes habitant à Bruxelles occupaient un logement dont elles étaient les propriétaires, contre 71 % en Flandre et 66 % en Wallonie. Cela signifie aussi qu'une grande partie des biens immobiliers résidentiels situés en région bruxelloise peuvent en réalité être considérés comme des biens d'investissement. Par ailleurs, comme le montrent les résultats de l'enquête HFCS (cf. sous-section 3.2.1.), ce type d'investissement tend à gagner en popularité auprès des ménages belges. À supposer que cette tendance se reflète également dans les transactions immobilières réalisées à Bruxelles, il est fort plausible que l'intensité de la demande sur le marché locatif se soit traduite par une demande accrue de biens d'investissement, qui aurait dès lors soutenu la hausse des prix des logements. Or, comme cela a aussi été démontré dans la section 3.2.1., les achats de logements autres que ceux destinés à être utilisés comme résidence principale sont généralement effectués par des personnes relativement âgées et disposant de revenus élevés. De telles acquisitions sont dès lors largement financées sur fonds propres. Cela explique probablement le fait que les montants des crédits octroyés à Bruxelles ne reflètent pas l'évolution des prix de l'immobilier.

(1) Il s'agit notamment de personnes issues de l'immigration.

GRAPHIQUE 10 CROISSANCE RÉELLE DU REVENU MOYEN

(moyennes annuelles sur la période 2006-2015, données déflatées par l'indice des prix à la consommation)



Source : Statbel.

4. Comparaison internationale des fondamentaux des crédits aux ménages

Les statistiques présentées jusqu'ici évoquent l'existence d'un lien très étroit entre les crédits hypothécaires octroyés aux particuliers et leurs revenus. Elles suggèrent aussi qu'il y a une relation entre les crédits et les prix de l'immobilier résidentiel, mais qui n'est toutefois pas univoque, étant donné qu'elle peut être plus ténue à certains endroits, comme à Bruxelles, où la proportion de locataires est plus grande. Dans de tels cas, l'évolution des prix de l'immobilier serait plus lourdement influencée par la demande de biens immobiliers destinés à la location – émanant généralement de particuliers assez fortunés en quête de biens d'investissement – que par les acquisitions de résidences principales, en grande partie financées par des emprunts hypothécaires.

TABLEAU 3 ÉVOLUTION DES CRÉDITS AUX MÉNAGES ET DE CERTAINS DE LEURS DÉTERMINANTS DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO
(moyennes pour la période 2010-2016; pourcentages de variation annuelle, sauf mention contraire)

	LU	FI	BE	FR	DE	NL	AT	EA	IT	PT	EL	ES	IE
Crédits nets octroyés aux ménages de 2010 à 2016 (pourcentages du PIB)	4,0	2,6	2,5	1,8	0,8	0,6	0,6	0,5	0,3	-1,9	-2,0	-2,1	-2,8
Croissance du revenu moyen réel des personnes âgées de 25 à 49 ans	-0,9	-0,1	-0,1	-0,2	0,4	0,5	-0,6	-0,6	-1,6	-1,3	-7,1	-2,7	-0,6
Croissance des prix réels de l'immobilier résidentiel	3,6	0,2	0,6	0,0	2,3	-2,3	4,3	-0,7	-3,6	-1,1	-6,8	-4,8	-2,4
Pourcentage de propriétaires ⁽¹⁾	68	68	70	59	44	58	48	61	68	75	72	83	71
Croissance de la population âgée de 25 à 49 ans	2,1	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	-0,8	-0,3	-0,8	-0,7	-1,4	-1,4	-1,3	-0,1

Sources : CE, HFCS 2014, OCDE.

(1) Ménages propriétaires de leur habitation, en pourcentage du total des ménages en 2014.

Octroi de crédits hypothécaires, prix de l'immobilier et revenus des habitants peuvent expliquer, du moins en partie, les évolutions parfois divergentes des prêts octroyés aux ménages au sein de la zone euro depuis la crise de 2008. S'agissant, d'abord, du lien entre crédits et revenus, la contraction des revenus réels des personnes âgées de moins de 50 ans a certainement pesé sur l'évolution des crédits dans une grande majorité de pays (tels que l'Italie, le Portugal, la Grèce et l'Espagne). Elle a constitué un moindre frein en Belgique, où ils se sont en moyenne réduits de 0,1 % par an entre 2010 et 2016, contre une diminution de 0,6 % dans la zone euro dans son ensemble (cf. tableau 3).

Ensuite, la hausse relativement soutenue des prix de l'immobilier résidentiel en Belgique a vraisemblablement favorisé l'augmentation des dettes des ménages belges, alors que celles-ci ont parfois fortement baissé dans d'autres pays de la zone euro. Cet effet a été d'autant plus marqué que la Belgique se caractérise par un taux d'accès élevé à la propriété, à l'exception notable de la Région de Bruxelles-Capitale. La manière dont le recours au marché locatif affecte le lien entre les crédits et les prix des logements peut d'ailleurs expliquer le fait que la croissance relativement forte des prix en Allemagne et en Autriche, de respectivement 2,3 et 4,3 % en moyenne de 2010 à 2016, ne soit pas allée de pair avec une progression comparable des prêts aux ménages. De fait, ces deux pays enregistrent aussi des proportions assez faibles de propriétaires au sein de leurs populations.

Enfin, il convient de ne pas négliger le facteur démographique, et notamment la structure de la pyramide des âges. En effet, le volume des crédits octroyés dans une économie est naturellement lié à la part de la population en âge de s'endetter qui y réside. En Allemagne, en particulier, le vieillissement de la population a lourdement pesé sur l'encours des crédits hypothécaire dès la fin des années 1990 (Geiger *et al.*, 2016). À cet égard, on relève que la population âgée de 25 à 49 ans demeure globalement stable en Belgique depuis 2009, alors qu'elle a eu tendance à se réduire dans beaucoup d'autres pays de la zone euro.

Conclusion

Contrairement à ce qui a été observé dans la plupart des autres pays de la zone euro, la dette hypothécaire des ménages a poursuivi sa progression en Belgique après la crise financière de 2008, pour atteindre plus de 60 % du PIB à la fin de 2017. En raison des risques qu'un endettement trop prononcé des ménages fait peser sur la stabilité financière, cet état de fait doit attirer l'attention des autorités macroprudentielles. À cet égard, il est particulièrement pertinent de se pencher sur les raisons de l'endettement des ménages en Belgique.

Le volume des crédits hypothécaires octroyés, qui dépend en partie de l'environnement macroéconomique, a pu être influencé par plusieurs autres facteurs ces dernières années en Belgique, telles les stratégies d'offre mises en œuvre par les banques, les mesures fiscales élaborées par les autorités publiques, ou encore les politiques monétaire et macroprudentielle. Ces aspects ne sont pas les seuls. Un certain nombre de déterminants liés à la démographie et aux caractéristiques (âges et revenus) des ménages belges ont également été identifiés comme étant des facteurs explicatifs de l'accroissement.

De manière générale, les variations de l'endettement hypothécaire, tant au fil du temps qu'entre les ménages individuels et entre les communes, voire entre les pays, sont conformes à la théorie du cycle de vie. Celle-ci implique que les jeunes ménages bénéficiant de perspectives de revenus favorables ont la possibilité de contracter des emprunts et d'acquérir un bien immobilier et qu'ils peuvent, à un âge moyen ou plus avancé, épargner davantage et se constituer un patrimoine. Ce cycle de vie se manifeste de façon empirique surtout auprès des ménages dont les revenus sont relativement plus élevés et les perspectives de revenus plus favorables.

De fait, les données exploitées dans le cadre de cette étude font clairement état d'une relation étroite et positive entre l'accroissement de la dette hypothécaire et l'évolution des revenus des habitants, mais qui varie toutefois selon les groupes d'âge. En particulier, la relation entre dette et revenus est la plus forte pour les personnes âgées de 25 à 44 ans, mais elle tend à s'estomper pour les tranches d'âge supérieures. Cela s'explique notamment par le fait que les plus âgés disposent d'un patrimoine réel et financier plus élevé, qui peut leur servir à réaliser l'investissement ou à limiter les besoins de financement bancaire.

Les prix des logements déterminent également le montant des emprunts hypothécaires. Dans certaines régions, comme à Bruxelles, où une proportion relativement importante des habitants sont locataires, ce lien entre les prix des logements et l'octroi de crédits est cependant plus ténu.

En dépit du constat selon lequel la variation de l'endettement hypothécaire dépend en grande partie du revenu des ménages – ce qui traduit une politique d'octroi de crédits saine de la part des banques –, il existe aussi des poches de risque sur le marché hypothécaire belge, concentrées au sein de groupes de ménages qui consacrent une large part de leurs revenus au remboursement de dettes et dont les réserves financières pour pallier une éventuelle perte de revenus sont maigres. Ces poches de risque doivent être suivies attentivement par l'autorité de contrôle prudentiel. Ces constats ont poussé la Banque à prendre des mesures afin de s'assurer de la robustesse des établissements de crédit face à un éventuel choc affectant le marché du crédit hypothécaire.

Bibliographie

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

Deboosere P., T. Eggerickx, E. Van Hecke et B. Wayens (2009), *La population bruxelloise: un éclairage démographique*, Brussels Studies, Note de synthèse n° 3, janvier.

de Maesschalck F., T. De Rijck et V. Heylen (2015), *Au-delà de la frontière: relations socio-spatiales entre Bruxelles et le Brabant flamand*, Brussels Studies n° 84, février.

Du Caju Ph. (2013), « Structure et répartition du patrimoine des ménages: une analyse menée sur la base de la HFCS », BNB, *Revue économique*, septembre, 41-63.

Du Caju Ph. (2016), « La répartition du patrimoine en Belgique: premiers résultats de la seconde vague de la Household Finance and Consumption Survey (HFCS) », BNB, *Revue économique*, septembre, 27-44.

Du Caju Ph. (2017), « Pockets of risk in the Belgian mortgage market: Evidence from the Household Finance and Consumption Survey », Bank for International Settlements, *IFC Bulletin*, No. 46, December.

Du Caju Ph., F. Rycx et I. Tojerow (2016), *Unemployment risk and over-indebtedness: a microeconomic perspective*, ECB, Working Paper Series 1908.

Geiger F., J. Muellbauer et M. Rupperecht (2016), *The housing market, household portfolios and the German consumer*, ECB, Working Paper Series 1904.

Gomez-Salvador R., A. Lojschova et Th. Westermann (2011), *Household Sector Borrowing in the Euro Area: A Micro Data Perspective*, ECB, Occasional Paper Series 125.

Hermia J.-P. (2018), *Baromètre démographique 2017 de la Région de Bruxelles-Capitale*, Focus n° 22, janvier.

Modigliani F. et R. H. Brumberg (1954), « Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data », in Kenneth K. Kurihara, ed., *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, NJ. Rutgers University Press, 388-436.

Monnet E. et C. Wolf (2017), *La démographie détermine-t-elle le cycle immobilier?*, Banque de France, Rue de la Banque n° 41, avril.

Simon A. et Y. Essafi (2017), *Concurrence générationnelle et prix immobiliers*, Revue d'économie régionale et urbaine n° 1, janvier.

Van Hamme G., T. Grippa et M. Van Crielingen (2016), *Mouvements migratoires et dynamiques des quartiers à Bruxelles*, Brussels Studies n° 97, mars.

Warisse Ch. (2017), « Analyse de l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel: le marché belge est-il surévalué? », BNB, *Revue économique*, juin, 65-81.

Wolswijk G. (2005), *On some Fiscal Effects on Mortgage Debt Growth in the EU*, ECB, Working Paper Series 526.

