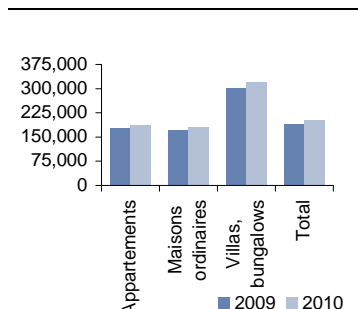


N° 2011 - I

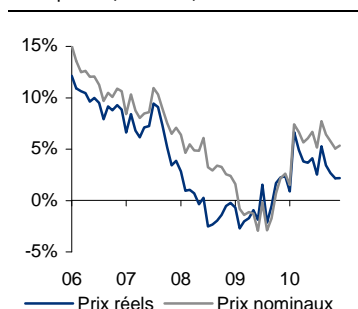
Mai 2011

Principaux prix moyens



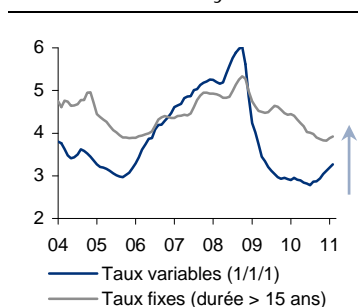
Source: DGSIE

Evolution de l'indice général des prix (% YoY)



Source: DGSIE

Taux d'intérêt moyens



Source: BNB

Julien Manceaux

Economist

Brussels +32 2 547 33 50

julien.manceaux@ing.be

# ING Focus – Belgian Real Estate

## Les terrains : une denrée rare en Belgique

Le marché immobilier belge a connu une croissance dynamique en 2010 : une hausse des prix de 5,8% contre -0.5% en 2009. La course aux taux bas a dynamisé la fin de l'année. En 2011, la seconde partie de l'année devrait être moins dynamique que la première et nous n'attendons pas une croissance des prix supérieure à celle de cette année. La rareté des terrains devrait continuer à s'accroître. Par ailleurs, à plus long terme, d'autres moteurs de la croissance des prix de ces dernières années devraient disparaître peu à peu.

- Les prix de l'immobilier ont progressé de 5,8% en 2010 grâce à un troisième trimestre très dynamique pour les prix (+3% QoQ) alors que le quatrième trimestre bat le record du nombre de transactions, anticipant la disparition des taux les plus bas. Les maisons ont vu leur prix grimper de 5% mais ce sont les appartements qui ont tiré la moyenne vers le haut (+6,5% YoY) alors que le segment supérieur du marché peine à finir son rattrapage.
- En 2011, nous nous attendons à un premier semestre toujours dynamique mais la hausse des taux devrait ramener le nombre de transactions sous la barre des 30.000 pendant les deux derniers trimestres. La hausse des taux attendue aura un impact sur le pouvoir d'achat et les prix en seconde partie d'année, raison pour laquelle nous maintenons notre prévision d'une croissance des prix en 2011 légèrement inférieure à celle de 2010, soit dans la fourchette [4,5% - 5,5%].
- Dans ce Focus, nous ajoutons à notre analyse de la soutenabilité des prix à long terme l'analyse de l'impact du marché primaire sur le marché secondaire. Sans surprise, deux constats principaux en émergent : la raréfaction des terrains s'accroît et cette problématique a une dimension plus préoccupante en Flandre qu'en Wallonie.
- D'autres résultats sont obtenus, comme le fait que la baisse de la taille des terrains n'a pas réussi à compenser la hausse des prix au m², ce qui a résulté en une croissance des prix moyens des terrains vendus. En outre, si l'on ajoute à ce prix celui de la maison construite moyenne, on obtient près du double du montant qu'il faut déboursier pour acheter une maison existante moyenne.
- Plus important encore, même si la raréfaction des terrains et la hausse de leur prix sont des constantes du marché primaire, les phénomènes de transmission au marché secondaire sont cycliques. En l'occurrence, il ressort de l'analyse que pour les trois ou quatre années à venir, les hausses passées des prix des terrains devraient entraîner à la hausse la croissance des prix des biens de catégorie supérieure sur le marché secondaire.
- Nous avons déjà montré le caractère temporaire des trois facteurs qui ont permis aux prix de croître beaucoup plus vite que les revenus. Les conditions de financement se détériorent déjà et le potentiel de croissance de l'apport personnel est concentré sur une minorité d'emprunteurs. Les facteurs qui ont contribué à la croissance des prix de la dernière décennie ne vont donc plus tous dans le même sens. Il faudra donc compter, en dehors des zones où la pression démographique est très forte et reste à analyser, sur une croissance qui restera probablement positive mais en tous cas plus faible que ces dernières années.
- L'accessibilité du marché pour les ménages qui ne peuvent pas faire de gros apports personnels (plus de la moitié des acheteurs) va donc continuer de se réduire.

# Les terrains : une denrée rare en Belgique

## Introduction

Dans les précédents numéros du ING Focus, nous avons décrit de manière extensive le développement exceptionnel des prix de l'immobilier en Belgique durant la dernière décennie. Cette période a été marquée par trois facteurs de soutien aux prix : une amélioration continue et rapide des conditions de financement, un contexte fiscal nettement plus favorable à la propriété qu'auparavant et une croissance spectaculaire des apports financiers sur le marché immobilier. Ces trois facteurs expliquent pourquoi la croissance des prix sur le marché immobilier a été si forte ces dix dernières années et pourquoi l'évolution des prix a pu à ce point s'écarter de celle des revenus. Depuis, la crise est passée, et avec elle une période de doutes. Ce numéro d'ING FOCUS jette un regard sur 2010, marqué par une reprise rapide, évalue les évolutions probables du marché à court terme en pointant certains risques et, enfin, s'interroge sur la probabilité d'un retour aux taux de croissance dynamiques du marché observés par le passé en ajoutant aux facteurs cités ici un quatrième : l'influence du marché primaire (biens neufs) sur le marché secondaire.

## 1. Une année 2010 en demi-teinte

**Les prix de l'immobilier ont progressé de 5,8% en 2010...**

**... grâce à un troisième trimestre très dynamique pour les prix...**

**... alors que le quatrième trimestre bat le record du nombre de transactions, anticipant la disparition des taux les plus bas**

**Les maisons ont vu leur prix grimper de 5%...**

**... mais ce sont les appartements qui ont tiré la moyenne vers le haut...**

En 2010, le marché immobilier belge a continué de se redresser, effaçant définitivement au second semestre les dernières traces de la correction enregistrée pendant la crise. En effet, à la fin 2010, seul le segment des villas affichait encore des prix inférieurs à ceux d'avant crise en Wallonie et à Bruxelles. Dans l'ensemble les prix ont progressé de 5,8% grâce à un excellent troisième trimestre pendant lequel la hausse a atteint 3% QoQ. C'est d'ailleurs au cours de ce trimestre que le prix du bien moyen échangé en Belgique a dépassé la barre symbolique des 200.000 euros. L'activité sur le marché a quant à elle retrouvé un niveau normal en 2010, soit environ 30.000 transactions par trimestre. On notera cependant que l'activité enregistrée au quatrième trimestre a été conforme à celle enregistrée sur le marché des prêts hypothécaires, c'est-à-dire particulièrement dynamique (35.000 transactions enregistrées). C'est dû au fait que la hausse des taux d'intérêt a été correctement anticipée par bon nombre d'acheteurs et de vendeurs qui ont avancé dans le temps leurs démarches en vue d'une vente ou d'un achat. Ce phénomène devrait être temporaire mais sera sans doute encore observé au cours des deux premiers trimestres de 2011.

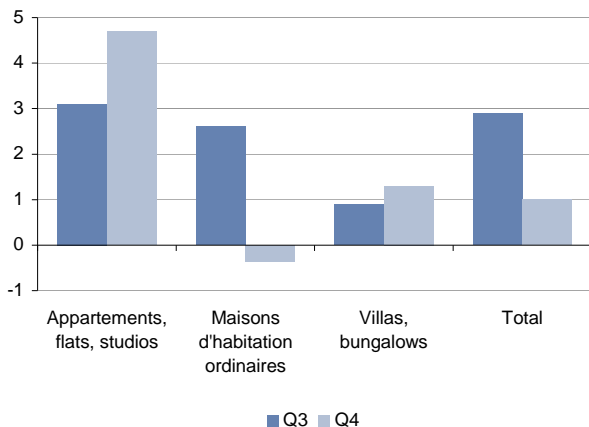
L'évolution du marché des maisons d'habitation ordinaires a été conforme à nos attentes, la croissance s'établissant à 5% en 2010. La correction sur ce segment est donc désormais effacée. Il faut cependant noter des différences régionales encore marquées : en effet, la croissance du prix des maisons affichait 6,3% en Flandre et 8,5% à Bruxelles alors qu'en Wallonie la progression n'était que de 3,9% (malgré une excellente progression au troisième trimestre). 16.100 transactions par trimestre ont été enregistrées en 2010 sur le marché des maisons, c'est 6,6% de plus qu'en 2009 mais cela reste encore en-deçà de la normale (17.500). Seul le dernier trimestre, très dynamique en termes de transactions a enregistré des échanges normaux sur ce marché.

Le secteur des appartements a donc particulièrement soutenu le marché avec des hausses de prix très importantes en Flandre et à Bruxelles (+8% et +6% respectivement sur un an). En Wallonie, la hausse s'est par contre limitée à 3%, abaissant la moyenne nationale à 6,5%, soit un peu en deçà de la croissance de 2007. L'activité a également été très soutenue sur ce marché avec 10.750 transactions enregistrées en moyenne par trimestre, soit 13% de plus que la normale (9.500), ce qui s'est surtout marqué au quatrième trimestre, qui bat le record de ces dix dernières années ! Là encore, c'est en Flandre et à Bruxelles que l'activité a été particulièrement forte en fin d'année et, là aussi, il est vraisemblable que ce dynamisme se maintienne au début 2011.

... alors que le segment supérieur du marché peine à finir son rattrapage.

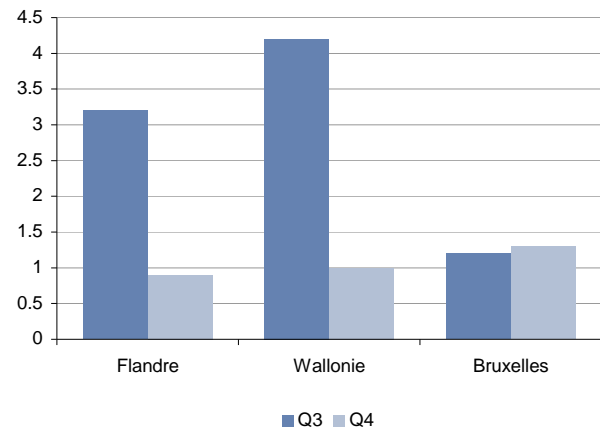
Enfin, sur le segment supérieur (villas quatre façades et bungalows) du marché, celui qui avait le plus souffert de la crise avec une correction de 10%, le rattrapage s'est poursuivi en 2010 avec une hausse de 6% très inférieure aux attentes. En effet, en Wallonie, ce segment n'a toujours pas rattrapé son niveau d'avant crise, même s'il s'en faut de peu. En Flandre, la villa moyenne valait à la fin 2010 349.000 euros, soit à peine 1,7% de plus qu'au pic précédent. Les transactions sur ce segment ont par contre retrouvé leur niveau normal, on note même, comme pour les autres types de bien, un sursaut au dernier trimestre de l'année.

Gr 1 Croissance trimestrielle des prix par segment



Source: DGSIE

Gr 2 Croissance trimestrielle des prix par région



Source: DGSIE

En 2011, nous nous attendons à un premier semestre toujours dynamique...

... mais la hausse des taux devrait ramener le nombre de transactions sous la barre des 30.000 pendant les deux derniers trimestres...

La hausse des taux attendue aura un impact sur le pouvoir d'achat et les prix en seconde partie d'année...

... raison pour laquelle nous maintenons d'une croissance inférieure à celle de 2010.

## 2. 2011 portera la marque de la hausse des taux

En 2011, nous nous attendons à ce que la hausse relativement rapide des taux d'intérêt provoque d'abord un ralentissement de l'activité sur le marché. En effet, la hausse sensible d'activité observée au second semestre est partiellement due à l'anticipation d'une série d'achats : des acheteurs anticipant la hausse de taux ayant accéléré leurs démarches. Cela diminue d'autant le nombre d'acheteurs potentiels des prochains trimestres : le nombre de transactions devrait ainsi revenir en-deçà de son niveau normal de 30000 par trimestre en seconde partie d'année. Cette baisse de régime ne devrait cependant pas avoir d'impact direct sur les prix dans la mesure où la hausse des taux a été anticipée aussi bien par les acheteurs que par les vendeurs. Par contre, dans le même temps, l'impact de la hausse des taux aura un effet direct sur le pouvoir d'achat des ménages (et donc sur l'accessibilité du marché), ce qui aura un impact sur la croissance des prix. Si l'on considère que le taux directeur de la BCE atteindra vraisemblablement 1,75% à la fin de l'année, on peut en déduire que le taux variable (1/1/1) accordé moyen accordé en Belgique (données BNB) sera proche de 4% contre 3,1% en décembre dernier. Cela devrait ramener le taux fixe moyen accordé (en Belgique pour les termes de 10 ans et plus – données BNB) à près de 5% contre encore 3,8% en décembre dernier. Sur un an, pour un emprunt de 200.000 euros, soit la valeur du bien moyen en Belgique, la mensualité pour un prêt hypothécaire à taux fixe sur 20 ans sera ainsi passée de 1200 eur à 1340 eur (+ 10%). Inversement, pour une même mensualité de 1200 eur pendant 20 ans, le montant emprunté passerait de 200.000 à 180.000 euros. C'est principalement pour cette raison que nous maintenons notre prévision d'une croissance des prix en 2011 légèrement inférieure à celle de 2010, soit dans la fourchette [4,5% - 5,5%].

A plus long terme, notre analyse, détaillée dans les deux précédents ING Focus sur le sujet, reste inchangée. Fondamentalement, nous ne pensons pas que les rythmes de croissance élevés de la décennie passée sont susceptibles d'être répétés dans celle qui vient. En effet, les principaux facteurs qui sont à la base de la croissance passée (Cf. les ING Focus de 2010) soit les conditions de financement, la fiscalité et la croissance des apports d'épargne, seront considérablement amoindris. Dans le dernier ING Focus, une de nos conclusions - après un examen approfondi de l'apport personnel des acheteurs -

**Le marché primaire s'ajoute à nos facteurs de croissance à long terme.**

**La progression du prix des terrains a été particulièrement forte en Flandre, et a mené à une forte réduction de la taille des terrains vendus, qui n'a pas compensé la hausse du prix...**

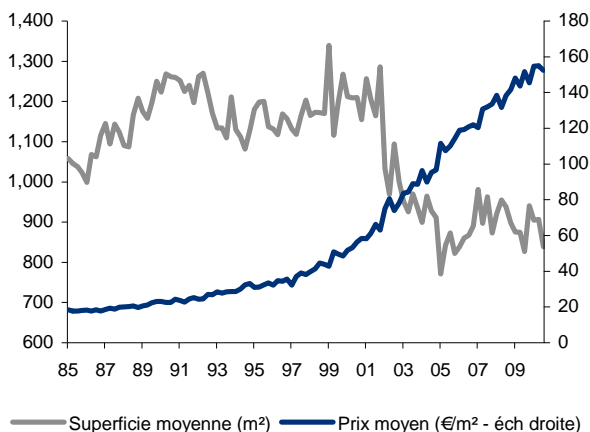
était que le marché serait de plus en plus tiré à la hausse par la croissance plus rapide des prix des biens des segments supérieurs du marché (ce qui est le cas depuis la mi 2009), où la marge pour des accroissements supplémentaires d'apports personnels reste présente. Sachant que pour cette catégorie de biens, la construction est une alternative. La question que pose dès lors ce numéro d'ING Focus est de savoir quel rôle joue le marché primaire dans la croissance des prix sur le marché secondaire. Autrement dit, se pourrait-il que celui-ci soit un moteur de croissance à long terme pour les prix sur le marché immobilier ?

### 3. Quel rôle a le marché primaire dans la dynamique des prix ?

#### 3.1 La raréfaction des terrains

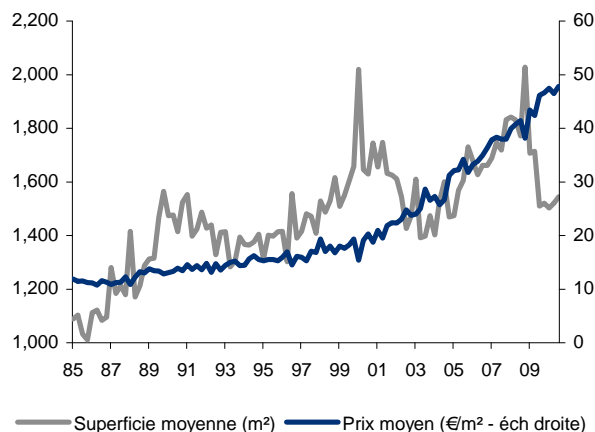
Il est difficile d'analyser le marché primaire sans montrer à quel point la raréfaction des terrains dans certaines provinces devient problématique pour les particuliers. Les différences régionales sont grandes à cet égard<sup>1</sup>. En Flandre, la raréfaction des terrains a été plus rapide qu'en Wallonie, menant à deux phénomènes concordants : la taille moyenne du terrain vendu a baissé d'un tiers en quelques années (de plus de 11 ares dans les années nonante à moins de 9 en 2010) alors que le prix au m<sup>2</sup> a été multiplié par quatre entre 1998 et 2010, passant de 40 à 160 eur/m<sup>2</sup>. Les effets du plan d'aménagement du territoire promulgué en 1999 en Flandre (« Ruimtelijk Structuurplan Vlaanderen ») n'ont donc pas tardé à se faire sentir. Le prix du terrain moyen vendu (même s'il est de plus en plus petit) a d'ailleurs à peine connu la crise en Flandre (la correction de 3% a très vite été corrigée) et progresse à un rythme soutenu : 7,6% par an depuis 2005 en moyenne, pour 4,2% en 2010. En Flandre, ce rythme est assez proche de celui des prix des maisons sur le marché secondaire, autrement dit la baisse de la taille des terrains a compensé une petite partie de la hausse du prix au m<sup>2</sup>.

Gr 3 Les terrains en Région Flamande



Source: DGSIE - superficie moyenne et prix moyen

Gr 4 Les terrains en Région Wallonne



Source: DGSIE - superficie moyenne et prix moyen

**... alors que la pénurie s'est moins faite sentir en Wallonie jusqu'à récemment.**

En Wallonie, la pénurie était moins marquée jusque récemment. En effet, la taille moyenne des terrains a continué de croître régulièrement jusqu'en 2008 où elle a dépassé les 18 ares. Elle a fortement diminué depuis mais reste aujourd'hui supérieure de moitié à la taille enregistrée en Flandre (15 ares contre 9). Parallèlement, le prix au m<sup>2</sup> a peu évolué jusqu'aux années 2000, mais a plus que doublé depuis en passant de 20 à 40 eur/m<sup>2</sup> fin 2008 et à près de 50eur/m<sup>2</sup> en 2010. Contrairement à ce qui est observé en Flandre, jusqu'en 2008, la hausse du prix au m<sup>2</sup> n'a pas été compensée par une réduction de la taille des terrains et le prix du terrain moyen vendu a fortement progressé (11% par an en moyenne entre 2000 et 2008), et nettement plus vite que sur les prix sur le marché secondaire (8% par an). Depuis 2008, la baisse soudaine de la taille des terrains a stabilisé le prix moyen du terrain échangé (car le prix au m<sup>2</sup> a progressé encore

<sup>1</sup> Il faut noter que les ventes de terrains à Bruxelles sont tellement peu nombreuses qu'une analyse statistique est pratiquement impossible, raison pour laquelle nous nous concentrons ici sur les deux autres régions.

plus vite, +25% en moins de deux ans) qui a atteint un sommet de 75.000 euros en 2008, contre 72.500 euros en 2010.

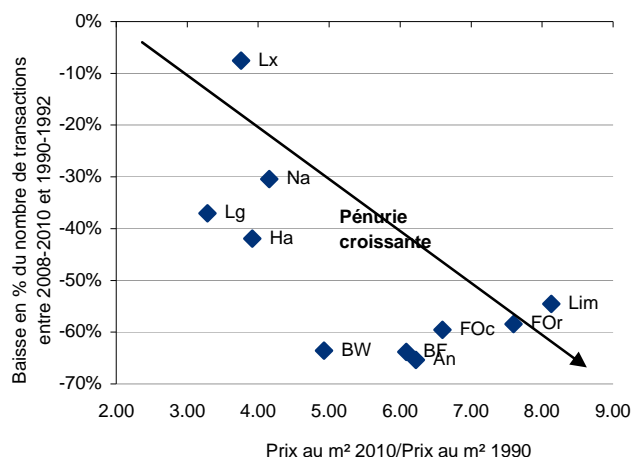
**La taille des terrains vendus devrait continuer de baisser.**

A l'avenir, nous nous attendons à ce que la taille des terrains vendus continue de baisser alors que les prix au m<sup>2</sup> progresseront à cause de la rareté des biens qui ne fera que s'accroître. Ce phénomène est déjà présent en Flandre et semble émerger en Wallonie. Ces deux phénomènes parallèles devraient mener à une évolution du prix moyen qui ne sera pas très différente, sur le long terme, de l'évolution des prix sur le marché secondaire puisque ces marchés sont liés (Cf. infra).

**La rareté des terrains se mesure tant à l'aune de l'évolution des prix qu'à celle des transactions...**

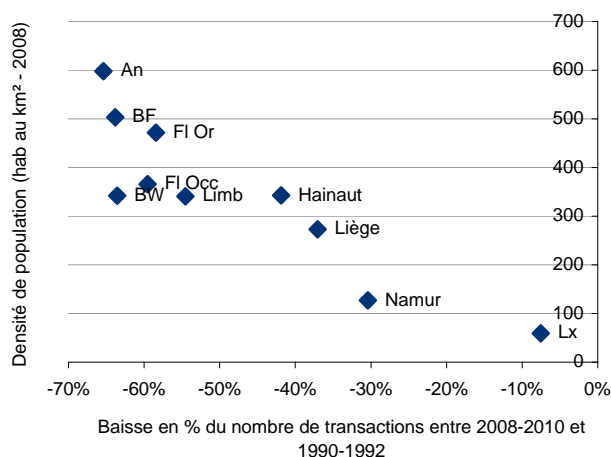
Pour donner une idée de la rareté que nous venons d'évoquer, il faut remarquer que ces développements dans les deux régions ont été parallèles à une baisse sensible du nombre de transactions sur les terrains. Ceux-ci devenant plus rares, le nombre d'échanges a fortement diminué. Les évolutions du prix et du nombre de transactions depuis les années nonante nous permettent d'identifier les provinces où la pénurie est la plus prononcée (Cf. Graphique 5). Il apparaît que ces provinces sont essentiellement situées en Flandre et que la densité de population observée aujourd'hui détermine au moins en partie, et avec une certaine logique, la forte évolution des prix des dernières années (Cf. Graphique 6).

Gr 5 La pénurie apparaît surtout en Flandre...



Source: DGSIE

Gr 6 ... où elle est notamment le fait d'une plus forte densité de la population



Source: DGSIE

**... et diffère selon les régions**

Les deux régions sont donc dans des situations très différentes à l'égard du marché primaire, à l'exception notable du Brabant Wallon qui apparaît comme aussi saturé que certaines provinces flamandes. Les impacts du marché primaire sur le marché secondaire sont donc différents selon les régions. Intuitivement, on pourrait dire qu'en Flandre, à cause du prix des terrains, le marché primaire est une alternative plus coûteuse dont la rareté met une pression supplémentaire sur les prix des maisons anciennes (marché secondaire) alors qu'en Wallonie (à l'exception du Brabant) où le marché primaire est moins tendu, il fait office d'alternative plus accessible, ce qui ralentit la croissance sur le marché secondaire. Ainsi, sur le graphique 7, on observe que les provinces où le marché primaire s'est le plus tendu ces dernières années sont également celles où les prix sur le marché secondaire ont crû le plus vite. Nous précisons ce raisonnement au point suivant.

### 3.2 Dynamiques de transmission

**Le coût des terrains est le principal facteur à la base de l'écart de prix entre les deux marchés...**

En ce qu'il offre une alternative aux biens de catégorie supérieure du marché secondaire, le marché primaire est lié au marché secondaire. A partir d'un certain budget, le choix peut en effet se poser entre une rénovation ou une construction nouvelle. La disponibilité de ce choix est cependant conditionnée à deux facteurs : la disponibilité d'un terrain et d'un budget suffisant. En effet, même en théorie construire ne coûte pas toujours nécessairement plus cher, les statistiques montrent qu'en réalité les maisons construites l'ont été à un prix (hors terrain) nettement supérieur au prix du bien moyen sur le marché

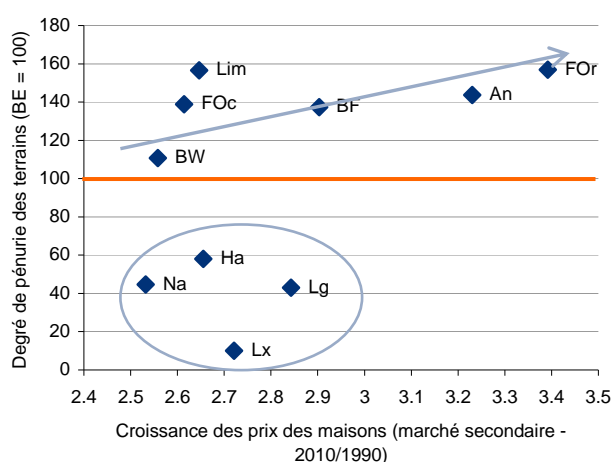


secondaire. Cela reflète simplement le fait que ce sont des biens de qualité supérieure (puisque'ils sont neufs). Dès lors, si l'on ajoute le prix du terrain, on constate qu'en moyenne, construire une maison peut coûter près du double d'un achat (Cf. ci-dessous). Cela nous amène à lier ces deux marchés.

Si le prix de la maison neuve (pris isolément de celui du terrain) est légèrement supérieur au prix moyen de la maison existante, son évolution est très liée à celle du prix de la maison ancienne comme nous le montrent les statistiques de prêts (Cf. Graphique 8) : si on lisse la croissance des prêts à la construction (hors terrains) pour éliminer la saisonnalité due à la construction, leur évolution devient très similaire à celle des prêts à l'achat sur le marché secondaire<sup>2</sup>. L'évolution du rapport de prix entre le marché primaire et le marché secondaire est donc entièrement déterminé par l'écart entre la croissance du prix des terrains et celle des biens sur le marché secondaire. Autrement dit, la raison principale de cet écart est le coût, de plus en plus prohibitif, de l'acquisition d'un terrain.

**... le rapport de prix entre marchés primaire et secondaire est donc déterminé par le prix des terrains...**

Gr 7 Les pressions du marché primaire s'exercent surtout en Flandre...



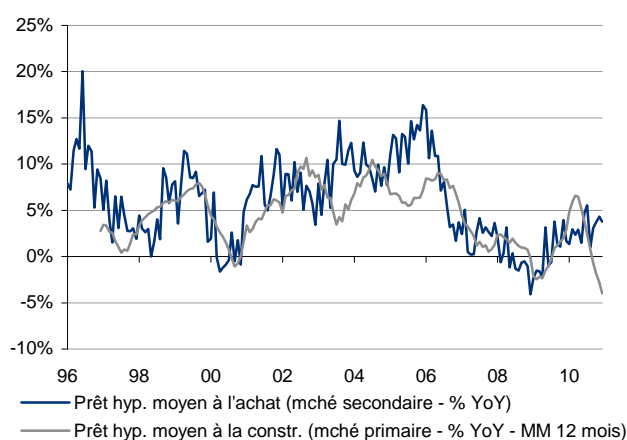
Source: DGSIE

Le degré de pénurie est obtenu en additionnant les scores de chaque province selon les deux indicateurs présentés au graphique 7.

**... et ce rapport est assez élevé**

**Pour les trois ou quatre années à venir, nous nous attendons à ce que les hausses passées des prix des terrains entraînent à la hausse la croissance des prix des biens de catégorie supérieure sur le marché secondaire.**

Gr 8 ...mais le prix des maisons neuves suit de près le marché secondaire partout



Source: BNB

Il faut remarquer que ceci n'empêche pas ce rapport d'être relativement élevé : dans la base de données d'ING, le prix du terrain pour lequel le client moyen emprunte de l'argent est le même que la moyenne nationale (110.000 euros, soit 134.000 euros en Flandre et 88.000 euros en Wallonie). La maison construite sur ce terrain a en moyenne une valeur de 262.000 euros (soit 272.000 euros en Flandre et 245.000 euros en Wallonie). La somme des deux (372.000 euros environ), soit le prix final du terrain construit après expertise, vaut donc près du double du prix du bien moyen sur le marché secondaire (200.000 euros en 2010).

Comme l'évolution du rapport de prix entre les deux marchés (primaire et secondaire) est déterminée par le surplus de croissance observé sur le prix des terrains par rapport à ceux des maisons, il est intéressant de se représenter ce surplus (Cf. Graphique 9). Lorsqu'il est positif, le prix des terrains augmente plus vite que les maisons existantes et construire devient relativement de plus en plus cher. C'est ce qui s'est passé entre 1995 et 2001 et, plus récemment, entre 2006 et 2009. Cette situation perdure jusqu'à ce que le prix des terrains aient tellement augmenté qu'une partie grandissante de la demande pour le neuf se rabat - faute de terrain (ou de budget) disponible - sur le marché de l'ancien, et en particulier sur les biens de meilleure qualité, ce qui accentue la dynamique de la croissance pour ces biens. C'est ce qui s'est produit entre 2001 et 2006, et il

<sup>2</sup> Comme on sait que le prix sur le marché secondaire équivaut au prêt augmenté de l'apport personnel, il faut poser une hypothèse sur l'évolution de l'apport personnel sur le marché primaire. Dans la base de données d'ING (36500 prêts à l'achat sur le marché secondaire et 8000 sur le marché primaire entre mi-2006 et mi-2010, cet échantillon représente un trimestre d'activité normal du marché belge, étalé sur 4 ans), l'apport personnel n'est pas différent pour les maisons anciennes ou les nouvelles constructions.

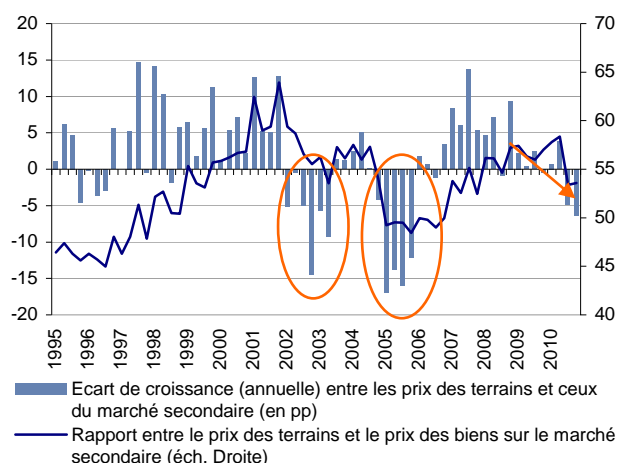
semble que cela redevienne le cas maintenant. On le voit, même si la raréfaction des biens et la hausse de leur prix est une constante du marché primaire, les phénomènes de transmission sont cycliques. Il est donc vraisemblable que pour les trois ou quatre années à venir, les hausses passées des prix des terrains entraînent à la hausse la croissance des prix des biens de catégorie supérieure sur le marché secondaire.

#### 4 Conclusions sur les perspectives de long terme

##### La croissance de long terme devrait rester positive...

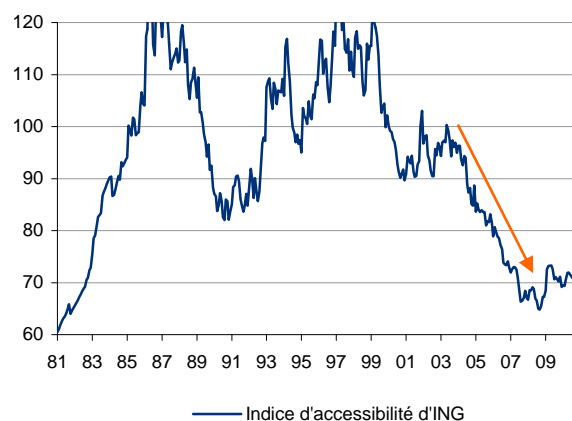
A long terme, la croissance des prix sur le marché immobilier est fondamentalement déterminée par le revenu. Outre celle-ci, le marché immobilier belge a toujours été soutenu par d'autres facteurs qui lui sont particuliers : une forte sédentarité, liée à la taille du pays, et une tradition de la propriété, qui place le belge parmi les quelques pays du monde industriel où le taux de propriété est supérieur à 70%. Par ailleurs, depuis la fin des années quatre-vingt, des éléments démographiques sont venus soutenir le marché, comme l'augmentation du nombre de ménages<sup>3</sup>. Ces facteurs de long terme devraient continuer à soutenir la croissance des prix, sans pour cela impliquer une croissance particulièrement supérieure à celle des revenus (sauf pour l'argument démographique - qui ne sera développé que dans une prochaine étude - mais qui est déterminant dans certaines zones urbaines).

Gr 9 Les pressions d'un marché sur l'autre sont cycliques



Source: BNB

Gr 10 L'accessibilité du marché repart à la baisse



Source : ING

**... mais les facteurs qui ont favorisé la forte croissance de ces dernières années ne sont pas permanents...**

**... et tant la fiscalité que les conditions de financement vont devenir moins favorables**

Cependant, il faut aussi s'interroger sur le caractère permanent ou – au contraire – exceptionnel des facteurs qui ont permis aux prix de croître beaucoup plus vite que les revenus pendant la dernière décennie. Le premier de ces facteurs était l'amélioration des conditions de financement. Comme nous l'avons vu dans la première partie, un cycle de resserrement des taux est amorcé qui sera sans doute relativement rapide et qui coûtera cher aux emprunteurs (10% de plus d'ici la fin de l'année en moyenne). De plus, la tendance amorcée ces dernières années au rallongement des périodes de prêts se heurte aux difficultés de financement (et de titrisation des prêts) des institutions financières pour les maturités de plus de 25 ans. Le second de ces facteurs était un contexte fiscal très favorable à la propriété pendant la dernière décennie. Or, avec un budget fédéral qui ne reviendra pas à l'équilibre avant 2015, une dette qui augmente et le contexte politique que l'on sait, la prochaine décennie sera peu propice aux cadeaux fiscaux. Et vu l'impossibilité matérielle de taxer plus encore le travail en Belgique, d'autres voies fiscales s'ouvriront qui ne seront sans doute pas toutes très favorables au patrimoine en général et à la propriété en particulier.

Deux des trois facteurs principaux à la source de la croissance exceptionnelle des prix de la dernière décennie ne seront donc plus au rendez-vous dans les prochaines années. Le troisième facteur (analysé dans le précédent numéro d'ING Focus Real Estate) était

<sup>3</sup>...due à la multiplication du nombre de familles monoparentales ou à la croissance de la population (due alors à l'immigration tant belge qu'étrangère) dans les centres urbains

**Le potentiel de croissance de l'apport personnel est concentrée sur une minorité d'emprunteurs...**

**... ce qui devrait maintenir la pression sur le segment supérieur du marché secondaire...**

**...alors que le marché primaire devrait aussi soutenir la croissance de ce segment**

**Cette pression haussière ne devrait cependant pas compenser entièrement l'impact baissier des autres facteurs...**

**... raison pour laquelle la croissance des prix devrait rester positive mais plus faible que par le passé, accentuant encore la baisse de l'accessibilité du marché.**

l'augmentation de l'apport personnel lors de l'achat qui a constitué un transfert important du patrimoine financier vers le patrimoine immobilier (la valeur de celui-ci a d'ailleurs progressé deux fois plus vite ces dernières années). Autrement dit : le revenu de l'acheteur n'est plus la seule variable à considérer mais son patrimoine, personnel ou familial, et, de là, sa capacité d'apport en est un également. Après l'analyse de cet apport personnel, il ressortait que 55% des emprunteurs n'avaient aucun apport personnel et avaient épuisé toutes leurs possibilités de crédit pour leur acquisition : ils vont donc devoir peu à peu se contenter de biens immobiliers de qualité inférieure puisque, pour eux, il est impossible tant de faire un apport que d'emprunter plus. Macroéconomiquement, le potentiel de croissance de l'apport personnel paraît donc plus limité à l'avenir que dans le passé et est concentré sur les acheteurs à fort pouvoir d'achat (et donc sur les biens de qualité supérieure) (Cf. ING Focus 2010-II).

Reste l'élément que nous avons développé dans ce Focus et qui rejoint l'analyse de l'apport personnel établie précédemment. En effet, la capacité d'augmentation de l'apport personnel est concentré sur une petite partie de la population qui, à ces prix, peut toujours se tourner vers la construction quand le marché secondaire devient relativement trop cher, ce transfert allège la pression sur le marché secondaire. Or, nous avons vu que ce n'était le cas qu'en Wallonie, et encore : cette situation est visiblement en train de changer (Cf. supra). En Flandre, la rareté des terrains rejette de plus en plus d'acheteurs sur le marché secondaire où leur pouvoir d'achat pousse à la hausse le prix des biens de qualité supérieure. Ces phénomènes vont rester présents et vont même s'accroître, notamment en Flandre. Toutefois, comme ils portent sur une minorité de transactions, ce résultat est insuffisant pour changer notre principale conclusion : que la pression à la hausse sur la croissance des prix venant de celle de l'apport personnel ou induite par le marché primaire ne compensera pas tout à fait la forte pression à la baisse exercée sur la croissance des prix par des contextes, fiscal et de financement, plus difficiles.

Ainsi, à considérer les trois facteurs principaux qui étaient à la base de la croissance spectaculaire de la dernière décennie, nous pouvons conclure qu'ils ne seront pas en mesure de soutenir plus avant la croissance du marché dans son ensemble. Celui-ci ne pourra dès lors plus compter à l'avenir que sur les fondamentaux que sont la croissance des revenus et les mouvements démographiques. Il faudra donc compter, en dehors des zones où la pression démographique est très forte et reste à analyser, sur une croissance qui restera probablement positive mais en tous cas plus faible que ces dernières années.

L'accessibilité du marché pour les ménages (Cf. Graphique 10) qui ne peuvent pas faire de gros apports personnels (plus de la moitié des acheteurs) va donc continuer de se réduire (bien qu'à un rythme moins élevé) dans les prochaines années du fait de la hausse des taux et d'une hausse des prix toujours légèrement plus rapide que celle des revenus, mais moins forte que par le passé. Cette analyse est évidemment conditionnée par les changements structurels : des changements dans la politique de logement (qui palierait le manque de terrains par des constructions multi-logements en hauteur ou qui fixerait la taille du terrain vendu), dans la politique fiscale (comme en France la Loi Sellier), ou dans les innovations financières peuvent changer la donne et redonner de la croissance aux prix, avec tous les risques de correction future que cela pourrait engendrer.



## Disclaimer

Les opinions exprimées dans ce rapport sont le reflet exact des opinions personnelles des analystes à propos des titres et des émetteurs cités dans ce document. Aucune tranche de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée à l'inclusion de recommandations ou opinions spécifiques dans ce rapport.

Les analystes qui ont participé à la préparation de cette publication respectent tous les exigences nationales liées à leur profession.

Cette publication a été préparée au nom de ING (dans le cas présent ING Groep NV, sis aux Pays-Bas, et certaines de ses filiales et succursales) pour ses clients, uniquement à titre informatif. ING fait partie du Groupe ING (dans le cas présent ING Groep NV et ses sociétés filiales et apparentées). Cette publication ne constitue pas une recommandation de placement ni une offre ou une incitation à acheter ou vendre des instruments financiers. Même si toutes les précautions ont été prises pour assurer que les informations contenues dans ce document ne soient ni erronées, ni trompeuses au moment de la publication, ING ne peut en garantir ni l'exactitude ni l'exhaustivité. Les informations contenues dans ce document peuvent être revues sans avis préalable.

ING Groep et ses cadres dirigeants, employés et mandats liés et discrétionnaires peuvent, dans les limites autorisées par la loi, avoir des positions longues ou courtes ou peuvent par ailleurs avoir des intérêts dans des transactions ou des investissements (en ce compris des produits dérivés) auxquels fait référence cette publication. En outre, ING Groep peut fournir ses services bancaires, d'assurances ou de gestion de patrimoine aux, ou solliciter de telles services auprès des, sociétés citées dans cette publication.

Ni ING ni aucun de ses cadres dirigeants ou employés ne peuvent être tenus pour responsables d'éventuelles pertes directes ou indirectes suite à l'utilisation de cette publication ou de son contenu. Cette publication est soumise à la protection du copyright et des droits des bases de données et ne peut être reproduite, distribuée ou publiée par quiconque, quel que soit l'objectif, sans l'accord préalable de ING. Tous droits réservés.

Tous les investissements mentionnés dans ce document peuvent comporter des risques considérables, ne sont pas nécessairement disponibles dans toutes les juridictions, peuvent être illiquides et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. La valeur ou les revenus des investissements cités dans cette publication peuvent fluctuer et/ou être influencés par l'évolution des taux de change. Les performances passées ne constituent en rien une indication des résultats futurs. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions de placement sans se baser sur cette publication. Seuls les investisseurs disposant d'une connaissance et d'une expérience suffisantes dans le domaine financier pour pouvoir évaluer les mérites et les risques peuvent envisager d'investir dans les émetteurs et les marchés auxquels fait référence cette publication. Toute autre personne ne devrait pas prendre de décision sur la base de cette publication.

Cette publication est émise: 1) au Royaume-Uni seulement à l'attention des personnes prévues dans les articles 19, 47 et 49 du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 et ne doit pas être distribuée, directement ou indirectement, aux autres catégories de personnes (en ce compris les investisseurs privés); 2) en Italie, seulement à l'attention des personnes décrites dans l'article No. 31 de la réglementation Consob No. 11522/98; 3) aux Etats-Unis, seulement à l'attention des investisseurs institutionnels qualifiés (QIB) et des grandes entreprises.

Les clients doivent prendre contact avec des analystes auprès de, et exécuter des transactions via, une entité ING de leur juridiction nationale sauf si la loi en vigueur le permet d'agir autrement. ING Bank N.V. ses succursales et/ou ses filiales sont toutes enregistrées et contrôlées par les autorités de contrôle nationales concernées.

ING Bank N.V. est agréée par la banque centrale néerlandaise et est supervisée par la Authority for the Financial Markets. Elle est sise aux Pays-Bas et est enregistrée aux Pays-Bas (numéro 33031431) à Amstelveenseweg 500, 1081 KL, Amsterdam. ING Financial Markets LLC, qui est membre du NYSE, du NASD et du SPIC et qui fait partie de ING, a accepté la responsabilité de la distribution de ce rapport aux Etats-Unis conformément aux dispositions en vigueur.

En Belgique, l'éditeur responsable est Peter Vanden Houte, avenue Marnix 24, 1000 Bruxelles.