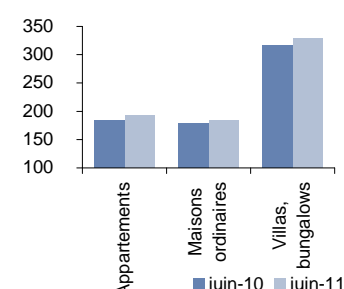


13 Octobre 2011

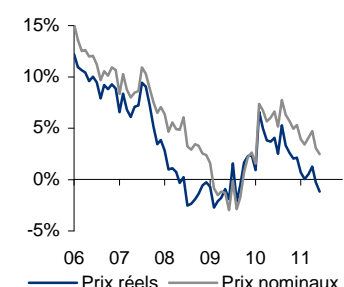
Le marché immobilier belge face aux défis démographiques

Principaux prix moyens



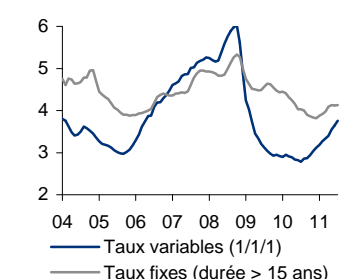
Source: DGSIE (milliers d'euros)

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



Source: DGSIE

Taux d'intérêt moyens



Source: BNB

Le marché immobilier belge a connu un affaissement léger au premier semestre 2011. Pour cette année, la croissance réelle des prix sera sans doute nulle et les perspectives pour 2012/2013 sont marquées par une baisse du pouvoir d'achat liée à la hausse des taux à partir de la fin 2012. Par ailleurs, à plus long terme, certains moteurs de la croissance des prix de ces dernières années devraient disparaître peu à peu. Nous considérons ici l'impact de la démographie ainsi que ses implications pour le secteur des maisons de repos et des résidences services.

- Les prix de l'immobilier ont légèrement baissé (de 0,7%) au premier semestre 2011 à cause d'un premier trimestre particulièrement faible. C'est le secteur des appartements qui a tiré les moyennes vers le bas, surtout en Wallonie. L'activité a par contre connu un niveau normal, à peine sous celui du premier semestre 2010.
- En 2011, nous nous attendons à une croissance réelle des prix nulle. Même en tablant sur un second semestre dynamique, il est peu probable que la hausse des prix sur le marché secondaire compense les propriétaires pour l'inflation cette année. En 2012, les effets d'une hausse progressive des taux longs devraient se faire sentir sur le pouvoir d'achat des ménages. Cela impliquera une croissance des prix à nouveau beaucoup plus faible que par le passé sur l'ensemble du marché.
- A plus long terme, cette étude reprend des éléments déjà développés dans des ouvrages précédents sur l'expiration des principaux moteurs de croissance exceptionnels de la dernière décennie en ajoutant une analyse des impacts de la démographie, et ce à travers deux dimensions : l'augmentation du nombre de ménages et leur vieillissement (deux phénomènes par ailleurs liés).
- La poursuite de l'augmentation du nombre de ménages n'aura un impact sur les prix du marché secondaire que dans la mesure où l'offre de logements serait incapable de s'adapter. Or les obstacles à une adaptation optimale se multiplient (**point 1**). Par ailleurs, le vieillissement de la population est un déterminant fondamental de l'activité sur les différents marchés résidentiels et pourrait bien avoir un impact croissant sur les prix si, là encore, l'offre ne pouvait s'adapter (**point 2**).
- Le vieillissement de la population a un impact sur le secteur immobilier réservé aux aînés (**point 4**). A cet égard, il faut souligner que la mise en place rapide d'une réponse aux futurs besoins en lits MRS/MRPA est aussi essentielle que la coordination de celle-ci avec un soutien à deux autres secteurs : les soins à domicile et les résidences services. Ceux-ci permettent en effet de retarder l'âge d'entrée en MRS/MRPA et donc de limiter le besoin en lits. Tout cela nécessite la levée d'un certain nombre d'obstacles pour qui veut laisser le logement des aînés disponible et accessible pour le plus grand nombre.
- Sur le fond, notre raisonnement de long terme (**point 3**) demeure : 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 urbaines où la pression démographique demeure très forte, sur une croissance qui restera probablement positive mais en tous cas plus faible que ces dernières années. Dès lors, l'accessibilité du marché pour les ménages qui ne peuvent pas faire de gros apports personnels (plus de la moitié des acheteurs) va continuer de se réduire.

Julien Manceaux

Economist

Brussels +32 2 547 33 50

julien.manceaux@ing.be

1 La pression démographique et le nombre de logements

2. Le vieillissement et son impact sur l'immobilier résidentiel

2.1 Impact sur le nombre de ménages

2.2 Impact sur les transactions et les prix des appartements et maisons d'habitation

2.3 Impact sur l'apport personnel

3 Perspectives pour le marché immobilier belge

3.1 Perspectives de court terme

3.2 Perspectives de long terme

4 L'impact du vieillissement sur le secteur immobilier particulier aux ânés

4.1 Les secteurs des MRS et des MRPA

4.2 Les soins à domicile et les résidences services

4.3 Conclusions

1 La pression démographique et le nombre de logements

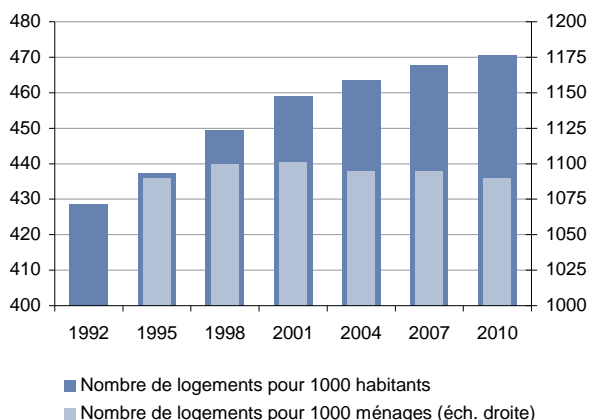
L'évolution du nombre de ménages est un phénomène démographique important...

En Belgique, le parc de logements a fortement évolué pendant la dernière décennie. Le nombre de logements par habitant est ainsi passé de 437 à 470 entre 1995 et 2010 (Cf. Graphique 1), soit une augmentation de 7,6%. A titre de comparaison, alors que l'Irlande connaît aujourd'hui une crise sans précédent du secteur de la construction, l'offre excédant de loin la demande, ce pays a vu ce chiffre augmenter de 13% sur la même période. La progression en Belgique est donc conséquente et, à première vue, le pays ne manque pas de logements.

Cependant, il faut tenir compte d'un autre phénomène démographique : la diminution de la taille des ménages. Cette diminution est due pour partie au nombre de ménages monoparentaux. Celle-ci résulte surtout de la moindre occurrence des mariages dans la mesure où le nombre de divorces dans la population globale (et non dans la population des mariés...) est stable (environ 3 pour 1000 habitants) depuis 1993. Par ailleurs, il faut voir dans cette diminution de la taille des ménages un effet du vieillissement de la population (Cf. point 2). La taille moyenne d'un ménage belge est ainsi tombée de 2,5 personnes en 1990 à un peu moins de 2,3 de nos jours. Cela a eu pour conséquence que le nombre de ménages a augmenté deux fois plus vite que la population.

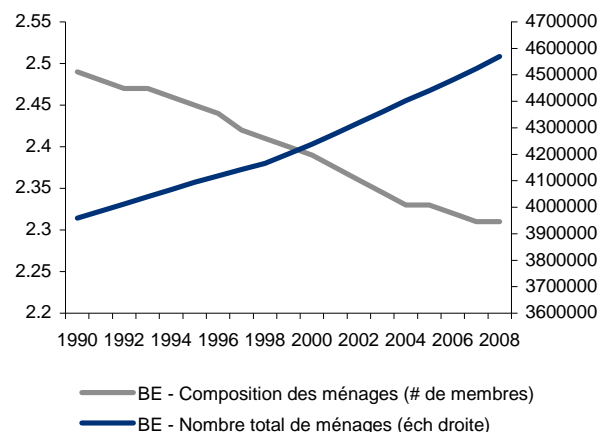
Reporté au nombre de ménages, le parc de logements n'a pas progressé de la même manière : si le nombre de logements disponibles par habitant a progressé depuis 2000, par ménage il a en fait baissé de 2% (Cf. Graphique 1). Si cette augmentation du nombre de ménages a vraisemblablement été une tendance de fond positive pour la demande sur le marché immobilier depuis 1990, elle demeure faible en comparaison à l'évolution des prix sur la même période. Cependant, étant donné qu'elle est liée au vieillissement, cette tendance devrait rester positive (Cf. Point 2).

Gr 1 Nombre de logements par habitant et par ménage...



Source: DGSIE

Gr 2 Evolution de la taille des ménages

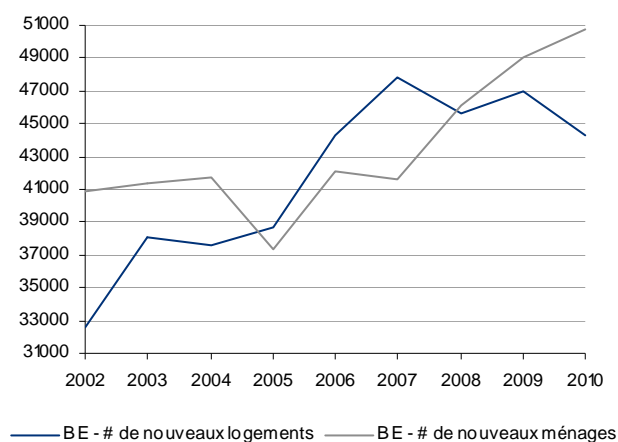


Source: DGSIE

... mais qui n'a eu qu'un impact limité sur le marché résidentiel grâce à l'adaptation de l'offre...

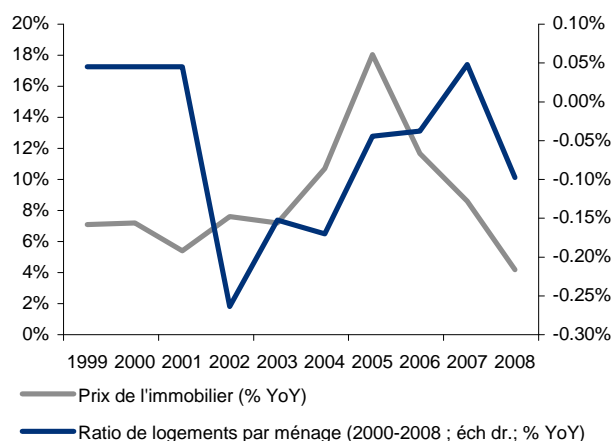
La baisse du nombre de logements disponibles par ménage est un indice du fait que la construction de nouveaux logements n'a, par le passé, pas toujours compensé le nombre de nouveaux ménages : les années où la compensation ne se faisait pas donnaient lieu à des réductions du stock (de logements disponibles par ménage). Le fait de croiser la courbe des nouveaux ménages avec celle des nouveaux logements construits permet de voir que le stock s'est renouvelé quelque peu entre 2005 et 2008 (Cf. Graphique 3), une période d'activité intense pour le secteur de la construction qui a crû plus vite que le reste de l'économie pendant cette période. La raison en est le développement très rapide de l'immobilier résidentiel durant la dernière décennie qui a rendu la construction neuve plus attractive. Cependant, et c'est à nouveau le cas depuis 2008, il y a des années où le nombre de nouveaux ménages a dépassé le nombre de nouveaux logements. Ces périodes où le parc de logements n'évolue pas aussi rapidement que le nombre de ménages sont caractérisées par une pression accrue sur les prix du marché secondaire (Cf. Graphique 4), qui alimente elle-même la dynamique de la construction (dans la limite de la disponibilité des terrains). Autrement dit, l'impact de l'accroissement passé du nombre de ménages a été largement compensé par le fait que l'offre de nouveaux logements s'est adaptée sur le long terme. C'est donc un facteur positif pour la croissance des prix, mais qui dépend fortement de la capacité d'adaptation de l'offre. Dans le cas où l'offre s'adapterait parfaitement, l'impact serait en fait nul. A l'avenir, la pénurie de terrains (analysée dans notre première étude de 2011) devrait accentuer l'importance de l'impact dans la mesure où il rend l'adaptation de l'offre de logements de plus en plus difficile. Par ailleurs, il est évident que le problème de la disponibilité des logements est très différent de celui de leur accessibilité : bien entendu, si des biens deviennent « trop » disponibles (situation de sur-offre) ou « trop peu » disponibles (situation de sous-offre), cela peut avoir un impact sur les prix, mais le fait que la construction suive relativement bien l'évolution de la structure de la population et que le nombre de logements par ménage varie peu ne plaide pas véritablement en faveur de cette piste.

Gr 3 L'offre de logements n'a pas toujours compensé la démographie...



Source: DGSIE

Gr 4 ...ce qui a pu impacter la tendance pour l'évolution des prix



Source: DGSIE

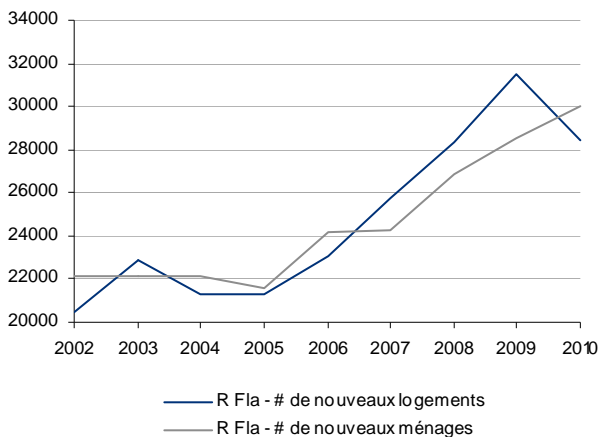
Cet impact ne se matérialise pas de la même manière dans chaque région

Si la baisse du nombre de logements par ménage n'est pas très différente entre les deux principales régions sur l'ensemble de la période 2000-2010, on observe tout de même des évolutions démographiques très différentes. Ainsi en Flandre où l'on comptait en 2010 1.120 logements pour 1.000 ménages, le marché de la construction suit de très près l'évolution du nombre de ménages. La prévalence de la construction d'appartements sur la dernière décennie est à cet égard liée autant à la baisse de la taille des ménages qu'à la pénurie de terrains observées (Cf. notre autre étude de 2011). Entre 2005 et 2008, il semble que la construction ait été plus dynamique que la hausse du nombre de ménages, mais le phénomène semble s'être légèrement inversé en 2010 (Cf. Graphique 5). 2011 s'annonçant d'ores et déjà comme une année de forte activité du secteur, on peut s'attendre à une résurgence de ce phénomène cette année. Cela dit, ces statistiques ne permettent pas de conclure à la pénurie de logements en Flandre : le nombre de logements par ménage a certes baissé mais pas dramatiquement (-1,8%) entre 2000 et 2010 et il reste supérieur à celui qu'on observe en Wallonie. Par contre, notre précédente étude a clairement conclu à la pénurie de terrains en Flandre, ce qui pourrait à l'avenir empêcher l'offre de s'adapter aux évolutions démographiques comme par le passé.

En Région wallonne où l'on comptait 1.050 logements pour 1000 ménages en 2010 (soit 6% de moins qu'en Flandre !), la dynamique a été très différente, même si la baisse totale du nombre de logements par ménage est de la

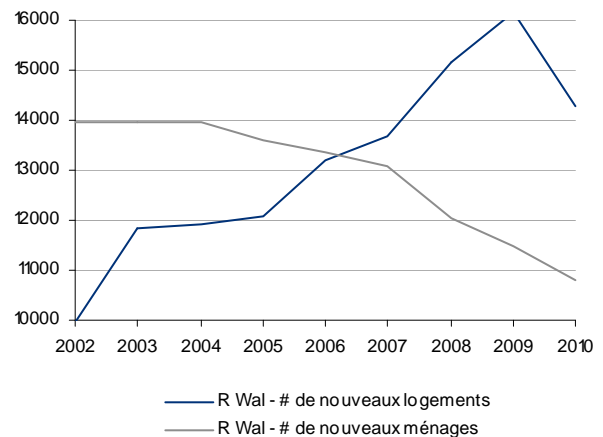
même amplitude qu'ailleurs (-1.2 %) entre 2000 et 2010. En effet, le nombre de nouveaux ménages a considérablement baissé : de 14.000 ménages supplémentaires par an il y a dix ans, la Région est passée à un rythme de 11.000 à l'heure actuelle. Pendant cette période, le nombre de nouveaux logements mis sur le marché chaque année n'a fait qu'augmenter, passant de 10.000 en 2002 à 16.000 en 2009. Autrement dit, la légère baisse enregistrée dans le nombre de logements par ménage peut être décomposée en une baisse relativement forte au début de la décennie, rattrapée depuis par une hausse qui dure depuis 2004. Avec un ratio de 1.050 logements pour 1.000 ménages, on est encore loin de la sur-offre. Cela dit, même si la dynamique actuelle perdurait, plusieurs années seraient nécessaires pour rattraper le niveau de la Flandre (1.120 logements pour 1.000 ménages). En somme, en Région wallonne, si la pénurie de terrains ne s'est pas véritablement développée ces dernières années, l'offre de logements rattrape depuis 2004 le retard accumulé, réduisant la pression sur les prix.

Gr 5 Région flamande



Source: DGSIE

Gr 6 Région wallonne

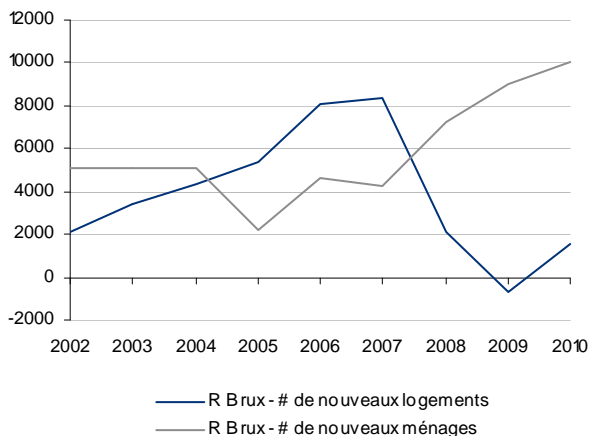


Source: DGSIE

La situation de Bruxelles est à cet égard illustrative de la pression démographique sur les grandes villes

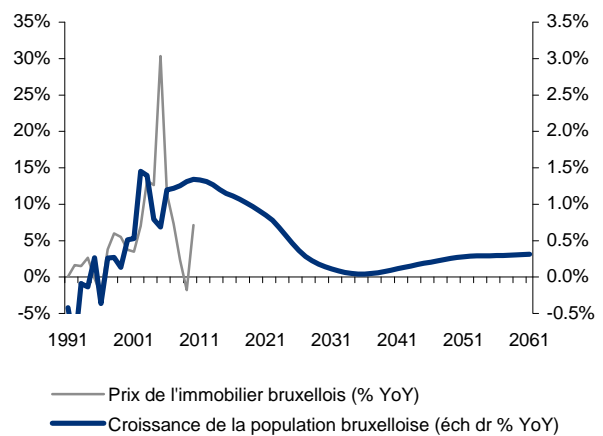
En Région bruxelloise, la situation a évolué de manière plus préoccupante. En effet, alors que le nombre de ménages supplémentaires ne fait que s'accroître au fil des ans, l'offre de nouveaux logements stagne de manière inquiétante. En 2009, en termes net, on a même détruit du logement. Depuis 2007, le nombre de nouveaux logements est très insuffisant pour palier à l'augmentation du nombre de ménages. Le nombre de logements pour 1000 ménages a baissé de 5% entre 2000 et 2010, l'essentiel de cette baisse intervenant entre 2007 et 2010, le chiffre passant de 1085 à 1.037. Ce développement a, contrairement à ce qui est observé en général dans les deux autres régions mais dans la lignée de ce qui peut être observé dans la plupart des grandes villes, un impact conséquent sur le prix. Etant

Gr 7 Région de Bruxelles Capitale



Source: DGSIE

Gr 8 L'impact sur les prix est plus fort à Bruxelles



Source: DGSIE, Bureau du Plan

donné les projections démographiques (Cf. Graphique 8), il faut s'attendre à ce que le niveau des prix en région bruxelloise continue de s'élever à un rythme dynamique pendant la prochaine décennie. Après 2020, la croissance démographique devrait en effet ralentir peu à peu. D'ici là, à moins qu'une politique de logement dynamique ne

permette d'atténuer cet effet positif pour les prix en permettant à l'offre de logements de s'ajuster à l'afflux de nouveaux ménages, il faut s'attendre à une contribution très positive de la démographie aux prix du résidentiel.

A l'avenir, l'impact de la tendance démographique sur les prix dépendra donc de la capacité d'adaptation de l'offre

Ainsi, les projections du Bureau du Plan indiquent que la population augmentera de 1,2 million de personnes au cours de 20 prochaines années pour atteindre 12 millions de personnes. Parallèlement à cela, la taille des ménages diminuera sans doute encore un peu. Or, à titre d'illustration, une diminution de la taille des ménages de 2,4 à 2,3 personnes a nécessité 200.000 logements supplémentaires. Le parc de logements qui comprend actuellement plus de 5 millions d'habitations devra donc augmenter au cours des prochaines années. Ainsi, compte tenu d'une poursuite de la diminution de la taille des ménages (jusqu'à 2,2 personnes par ménage en 2030 et de l'accroissement de la population mentionné ci-dessus (à près de 12 millions d'habitants), le parc de logements devrait atteindre 5,7 millions d'unités d'ici 20 ans. Ceci correspond à une augmentation moyenne d'environ 50.000 unités par an. Or, ces dernières années, près de 4.000 logements ont été retirés chaque année du marché pour démolition. Pour satisfaire à la demande croissante, un accroissement net de 54.000 logements est dès lors nécessaire chaque année. Pour que la pression démographique continue d'avoir un impact limité dans le temps, comme nous avons vu que c'était le cas par le passé grâce à l'ajustement de l'offre, il faut que l'offre puisse continuer à s'ajuster, ce qui implique une augmentation du nombre de constructions, qui se heurte aujourd'hui à la pénurie de terrains. Si la pression démographique a eu peu d'impact sur les prix par le passé, on ne peut donc pas en dire nécessairement autant de l'avenir (à cet égard, la situation bruxelloise est, nous l'avons vu, différente)¹.

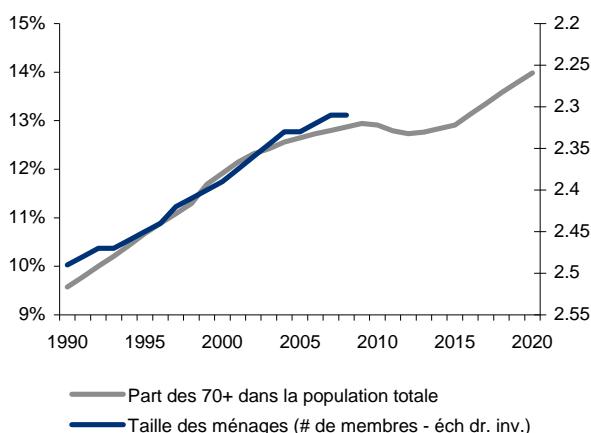
2 Le vieillissement et son impact sur l'immobilier résidentiel

2.1 Impact sur le nombre de ménages

C'est surtout le vieillissement qui est à l'origine de la baisse de la taille des ménages

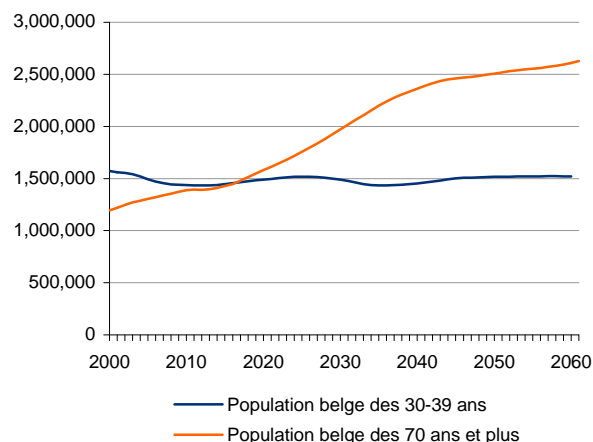
Si le nombre de ménages a augmenté nettement plus vite que la population (cf. supra), il semble que cette augmentation soit moins due à des phénomènes sociologiques (divorces) qu'au vieillissement de la population. En effet, celui-ci participe à la multiplication des isolés. Par ailleurs, la population des 65 ans et plus forme des ménages qui ne comptent que très rarement plus de deux membres. L'augmentation de leur part dans la population a donc logiquement participé au phénomène. Dans la mesure où il devrait se poursuivre, la tendance au rétrécissement de la taille des ménages devrait se poursuivre également. Toutefois, s'il a eu un effet décisif sur l'offre de logement, ce phénomène n'a pas été jusqu'ici un soutien décisif au niveau des prix, là aussi du fait de l'adaptation de l'offre.

Gr 9 Le vieillissement est une cause du rétrécissement de la taille des ménages



Source: Bureau du Plan, DGSIE

Gr 10 La structure de la population est appelée à changer



Source: Bureau du Plan

¹ De plus, dans notre autre étude de 2011 sur le sujet, nous avons montré que la pression démographique, et donc la densité de la population, a un impact sur la quantité de terrains disponibles et que la raréfaction de ceux-ci a elle-même eu un impact sur le marché secondaire pendant plusieurs périodes de l'histoire récente.

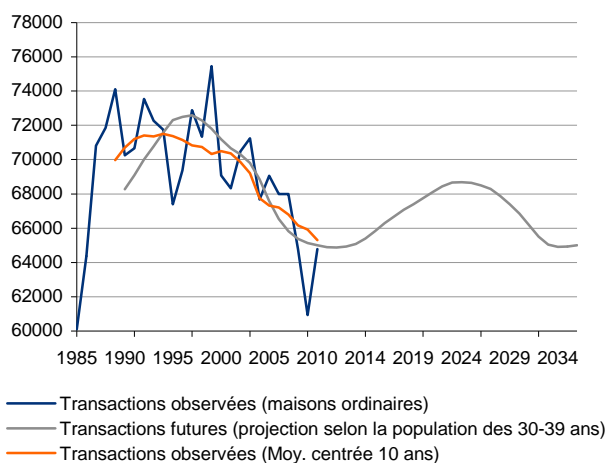
2.2 Impact sur les transactions et les prix des appartements et maisons d'habitation

Les changements dans la structure de la population impactent l'activité du marché, tant dans la construction qu'au niveau des transactions immobilières...

La modification de la structure de la population dans les trente prochaines années est telle qu'on peut difficilement croire qu'elle n'aura pas d'impact sur le marché immobilier. La caractéristique principale de ce changement est une augmentation de la part des personnes âgées dans la population totale : ainsi, alors que la population des 30-40 ans restera stable dans les prochaines décennies, celle des 70 ans et plus va considérablement augmenter. Or, cette dernière est demandeuse de logements plus petits (appartements), voir de logements spécifiques (Cf. point 4).

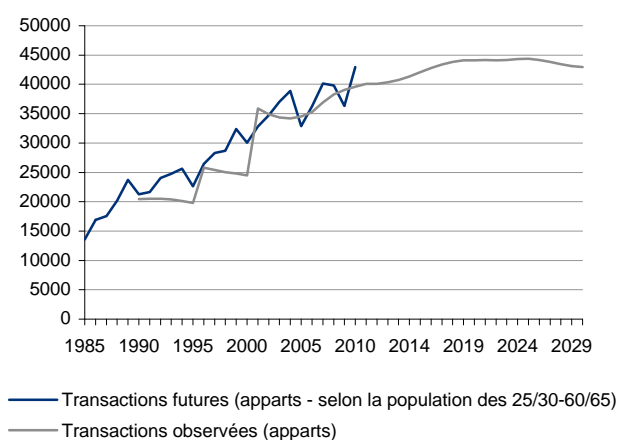
Il faut cependant bien dissocier les impacts potentiels en termes de prix et d'activité. Sur le marché hypothécaire, il ressort de la base de données d'ING (période 2006-2010) que la tranche des 30-39 ans est une des plus actives sur le marché des maisons. Le nombre de transactions sur les maisons ordinaires par habitant de cette tranche d'âge est d'ailleurs remarquablement stable à travers le temps (elle est comprise entre 4 et 5% chaque année depuis 1990). Cela implique que depuis vingt ans, les transactions sur le marché des maisons suivent en réalité une tendance de fond liée à la démographie. Cela n'empêche évidemment pas l'occurrence de variations conjoncturelles autour de cette tendance, mais sur le long terme la corrélation est bien là. En termes de tendance, cela signifie que pour la période actuelle (2005-2015), la tendance de fond est relativement stable, et qu'elle devrait être légèrement haussière lors de la période suivante (2015-2025). Encore une fois, il s'agit de la tendance de fond à laquelle il faut ajouter les variations conjoncturelles. Au niveau des appartements, on observe (dans la même base de données) que la population qui en est la plus friande est constituée des 25-30 ans et des 60-65 ans. Selon le même principe que pour les maisons (Cf. Graphiques 11 et 12), on peut conclure que la tendance de fond est à la poursuite de la tendance haussière : le nombre de transactions sur les appartements devrait donc bénéficier d'une tendance de fond positive jusqu'en 2020.

Gr 11 Perspectives pour les transactions (maisons)



Source: Bureau du Plan, DGSIE, ING

Gr 12 Perspectives pour les transactions (apparts)

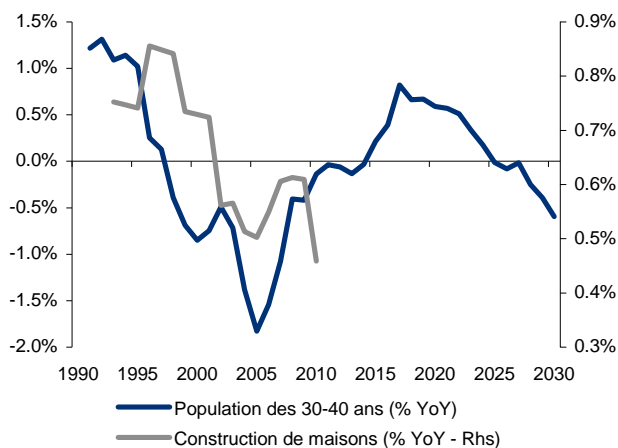


Source: Bureau du Plan, DGSIE, ING

... et cet impact sur l'activité a limité tout effet éventuel sur les prix

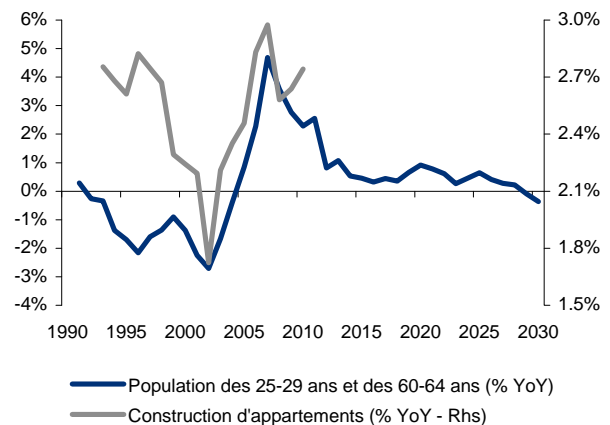
Le fait que le nombre de transactions soit lié aux développements démographiques n'a en soi rien d'étonnant. Cela ne veut pas dire que les prix sont nécessairement liés à ces mêmes tendances démographiques. Les résultats des différents examens de cette question montrent une corrélation nulle entre les prix et les tendances démographiques. Tout comme dans le point 1 où nous avons vu que l'augmentation du nombre de ménages n'avait pas eu d'effet notoire sur les prix dès lors que l'offre de logements s'était adaptée. Et en effet, nous pouvons voir que les tendances dans la construction, même si elles ne sont pas entièrement liées aux tendances démographiques, n'en sont pas non plus complètement indépendantes. Autrement dit, si les changements dans les populations concernées par les biens en question vont effectivement changer l'activité du marché autour de ces biens, tant dans la construction qu'au niveau des transactions, ce même changement d'activité va limiter l'impact sur les prix. Il est donc difficile de voir un impact direct du changement de structure de la population sur les prix de l'immobilier par le passé. A l'avenir, tout dépend encore une fois de la capacité d'adaptation de l'offre de logements.

Gr 13 L'offre s'adapte tant pour les maisons...



Source: Bureau du Plan, DGSIE

Gr 14 ... que pour les appartements



Source: Bureau du Plan, DGSIE

2.3 Impact sur l'apport personnel

Les capacités d'apport des acheteurs devraient souffrir à long terme du vieillissement

Depuis le milieu des années 2000, l'apport personnel des acheteurs a pris une importance grandissante dans le prix payé sur le marché résidentiel, un phénomène que nous détaillerons par la suite (Cf. point 3). L'augmentation de cet apport personnel entre 2004 et 2010 (de 25% du prix d'achat à près de 35%) a été provoqué, entre autres choses, par le changement de fiscalité sur les donations qui les a rendues beaucoup plus fréquentes. Or, il y a un risque que le vieillissement de la population ne vienne freiner cette dynamique. En effet, alors qu'ils ne travaillent pas plus longtemps qu'avant, les Belges vivent de plus en plus vieux et dépensent de plus en plus. En effet, les dépenses moyennes des 65 ans et plus sont passées de 75% des dépenses du ménage belge moyen en 2000 à 85% en 2009. Le problème du logement pour cette tranche grandissante de la population, et surtout de son coût (Cf. point 4), risque de pousser la génération des papy-boomers à thésauriser davantage leur capital en prévision de cette vie à la fois plus longue et plus coûteuse. Ce phénomène risque donc à terme d'avoir un impact négatif sur les capacités d'apport personnel du fait d'héritages moins volumineux et de donations plus réduites.

3 Perspectives pour le marché immobilier belge

3.1 Perspectives de court terme

Les prix de l'immobilier ont affiché une légère baisse au premier semestre, pour un niveau d'activité normal

Après une année 2010 encore caractérisée par un phénomène de rattrapage faisant suite à la crise et contemporain d'une période de taux d'intérêt très bas (hausse des prix de 5,8%), le marché immobilier belge a vu les prix stagner au premier semestre de l'année, avec deux trimestres de croissance légèrement négative, respectivement -0,5% et -0,1% en Q1 et Q2, pour l'ensemble des prix du marché secondaire. Les prix étaient donc en moyenne moins élevés fin juin 2011 qu'à la fin de l'année 2010. En rythme annuel (Cf. graphiques en marge de la page de garde), les prix réels ont même connu une croissance négative, témoignant du fait que les prix du résidentiel n'ont pas compensé les propriétaires contre l'inflation sur les douze mois précédant juin. Les prix nominaux ont vu quant à eux leur rythme de croissance ralentir fortement, passant de plus de 7% en août 2010 à seulement 2,5% en juin, un rythme historiquement faible et inférieur à l'inflation.

Par ailleurs, l'activité sur le marché s'est également réduite en début d'année après un quatrième trimestre 2010 exceptionnel (36.400 transactions enregistrées, soit 25% de plus que la normale). Si nous attendons un ralentissement de l'activité du marché, nous anticipons que le fait que les taux restaient bas historiquement reporterait le ralentissement à la fin de l'année. Il semble que la plupart des acheteurs qui projetaient un achat début 2011 aient fait le pas en 2010. Cela dit, si les 57.800 transactions comptabilisées au premier semestre étaient inférieures aux trimestres exceptionnels de la fin de l'année, elles n'étaient que 3% sous leur niveau du premier semestre 2010, l'activité n'était donc pas particulièrement déprimée.

Les maisons ont vu leur prix baisser en Wallonie et augmenter en Flandre et à Bruxelles ...

Le marché des maisons d'habitation ordinaires a vu ses prix progresser très faiblement au premier semestre, la maison moyenne atteignant 184.150 euros, soit 0,6% de plus qu'à la fin 2010, après 5% de hausse l'an dernier. Il faut cependant noter des différences régionales marquées : en effet, la croissance du prix des maisons affichait 1,3% en Flandre et 3,6% à Bruxelles alors qu'en Wallonie une baisse de 2,7% était enregistrée au premier semestre. Par ailleurs, l'activité a été du même niveau au premier semestre 2011 qu'à la même période de 2010 et ce tant en Flandre qu'en Wallonie. On notera juste une légère baisse de 3,5% du nombre de transactions à Bruxelles, par rapport au premier semestre de 2010.

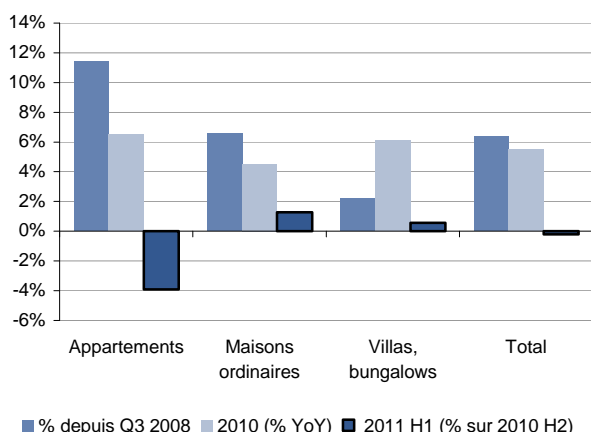
... mais ce sont les appartements qui ont tiré la tendance vers le bas...

Le secteur des appartements avait connu la meilleure performance en 2010, avec des hausses de prix très importantes en Flandre et à Bruxelles (+8% et +6% respectivement sur un an). En Wallonie, la hausse s'était par contre limitée à 3%, abaissant la moyenne nationale à 6,5%, soit un peu en deçà de la croissance de 2007. Au premier semestre 2011, c'est l'inverse qui a été observé puisque les prix ont baissé de 3,9% entre décembre et juin dernier et ce tant en Flandre qu'en Wallonie. La baisse a été moins prononcée à Bruxelles (-2%). Il est à noter que l'essentiel de la baisse a eu lieu au premier trimestre. Toutefois, le rattrapage amorcé au second est bien timide et pour atteindre 2,7% de croissance des prix sur l'ensemble des appartements belges en 2011, il faudrait une seconde partie d'année très dynamique (2% de croissance trimestrielle au moins). L'activité sur le marché des appartements a également été très inférieure à la normale, avec une baisse des transaction de près de 11% tant en Flandre qu'en Wallonie, le marché bruxellois ayant un peu mieux résisté.

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

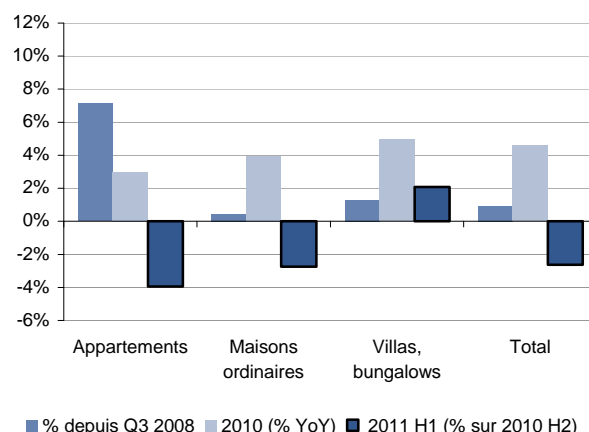
Enfin, sur le segment supérieur (villas quatre façades et bungalows) du marché, celui qui avait le plus souffert de la crise avec une correction de 10%, le rattrapage se poursuit. Cependant, le niveau actuel n'est supérieur à celui d'avant crise que de 2% en Flandre et un peu moins en Wallonie. Il faut dire que la croissance du premier semestre 2011 dans ce secteur a été pour le moins atone. L'activité quant à elle s'est plutôt maintenue en début d'année en Flandre alors qu'elle a baissé sur ce secteur en Wallonie (-5% par rapport à l'activité enregistrée au premier semestre 2010).

Gr 15 Région flamande – évolution récente



Source: DGSIE, calculs ING

Gr 16 Région wallonne – évolution récente



Source: DGSIE, calculs ING

En 2011, nous nous attendons à un taux de croissance réelle des prix nul

Compte tenu du niveau des prix du dernier trimestre 2010 et du rythme de croissance annuel (seulement 3,5%) du premier semestre, il faudrait, pour que la croissance réelle des prix soit positive en 2011, deux trimestres de forte hausse en fin d'année (au moins +2% QoQ en Q3 et Q4). Autrement dit, il est acquis que la croissance de 2010 de 5,8% ne sera pas atteinte et que 4% de croissance serait une performance. Nous tablons actuellement sur une croissance réelle nulle pour cette année, soit une croissance des prix de 3,2%, une performance historiquement faible.

Pour la suite, nous pensons que la hausse progressive des taux d'intérêt qui devrait reprendre en 2012 fera surtout sentir ses effets sur le pouvoir d'achat des ménages à la fin 2012 et en 2013. D'ici là, il ne faut cependant pas négliger l'impact de la hausse des primes de risque qu'implique la volatilité ambiante. A titre illustratif, le ménage qui

empruntait 150.000 euros à la fin 2010 sur 20 ans au taux fixe moyen de l'époque, soit 3,82%, payait une mensualité de 905 euros. En juillet, dernière donnée disponible, il payait pour un taux de 4,13%, 930 euros, soit 2,8% de plus. A la fin 2012, où il n'est pas improbable que les taux soient plus proche de 5%, la perte de pouvoir d'achat serait plus importante puisqu'à 5%, il faut déboursier mensuellement un peu plus de 1000 euros, soit 11% de plus qu'à la fin 2010. Cette perte de pouvoir d'achat aura un impact sur les prix en 2012 et 2013 qui ne devraient donc pas voir non plus une forte croissance des prix sur le marché secondaire. D'ici là, les taux encore relativement bas devraient néanmoins soutenir l'activité sur le marché.

3.2 Perspectives de long terme

i. Les facteurs traditionnels de soutien au marché

Le Belge a une brique dans le ventre

Plusieurs facteurs ont de tout temps donné au marché belge une certaine stabilité. Ils expliquent aussi en partie pourquoi le marché résidentiel a été globalement moins touché par la récession en Belgique que dans les autres pays européens.

Premièrement, les Belges déménagent relativement peu : tous les 33 ans en moyenne. Dans de nombreux autres pays européens, ce chiffre est largement inférieur à 20 ans. C'est dû aux coûts de transactions élevés (15% de la valeur du bien environ, à charge de l'acheteur), mais aussi à la taille du pays : la probabilité de devoir déménager en cas de nouvel emploi est beaucoup plus faible dans un pays de 32000 km².

Deuxièmement, les banques belges ont toujours été soumises par la Loi à mener une politique rigoureuse en matière de crédits hypothécaires, de sorte que les risques d'une multiplication des ventes forcées en cas de crise (comme cela s'est produit aux Etats-Unis, ce phénomène exacerbant la baisse des prix) sont peu élevés. Un autre phénomène contribuant à la stabilité du marché est l'absence d'investisseurs étrangers sur le marché résidentiel, dont les capitaux sont – l'Espagne en fait la douloureuse expérience – plus volatiles.

Troisièmement, les Belges semblent avoir une prédilection pour l'immobilier comme investissement à long terme (le fait que les Belges soient les principaux investisseurs, et non les investisseurs étrangers, donne d'ailleurs une certaine stabilité au marché). La propriété est, à la pension, une garantie contre la précarité. Cela explique que l'âge moyen des emprunteurs est relativement bas (36 ans) et que le taux de propriété est un des plus élevés du monde industrialisé (plus de 70%). Il faut toutefois noter que l'âge moyen a plutôt tendance à augmenter car l'acquisition d'un bien est devenu plus difficile pour les jeunes ménages.

Quatrièmement, l'emploi public a une plus grande importance que dans d'autres pays européens sur le marché du travail. De plus, l'indexation des salaires contribue aussi à la stabilité du pouvoir d'achat des Belges en général, sans parler d'un système de sécurité sociale particulièrement généreux en comparaison internationale.

Cinquièmement, la démographie a un double impact. Le premier via une augmentation du nombre de ménages qui peut pousser les prix à la hausse lorsque l'offre ne s'adapte pas à la nouvelle donne démographique. Le second via le vieillissement de la population qui modifie aussi la demande pour le logement. En 2010, 17% de la population a 65 ans ou plus et en 2030, ce pourcentage passera à 23%. Ces besoins concernent les logements avec services de soins (Cf. point 4), mais aussi les habitations indépendantes qui répondent à des besoins spécifiques en termes de surface et de localisation. Ici aussi, l'adaptation de l'offre de logement semble plaider pour un impact faible du vieillissement sur les prix (même si l'impact sur les transactions, et l'activité du marché, est important – Cf. supra). La remarque est donc la même : l'impact des transformations démographiques dépendra de la capacité de l'offre à s'adapter aussi bien que par le passé.

ii. Les facteurs exceptionnels de soutien au marché (dernière décennie)

Trois facteurs exceptionnels expliquent la dynamique de prix de la dernière décennie

Ces facteurs de soutien ne sont cependant pas suffisants pour expliquer le développement exceptionnel des prix de l'immobilier en Belgique durant la dernière décennie. Cette période a en effet été marquée par le creusement soutenu d'un écart entre les prix et les revenus. A titre d'illustration, le nombre d'années de salaire moyen nécessaire à l'acquisition du bien immobilier moyen a été multiplié par deux entre 1995 et 2008 : le bien moyen valait deux années de salaire brut (coût pour l'entreprise avant impôts) à l'époque contre quatre années en 2008. Ce développement, exceptionnel dans les 35 dernières années, s'explique par trois autres 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 (Cf. Graphique 17).

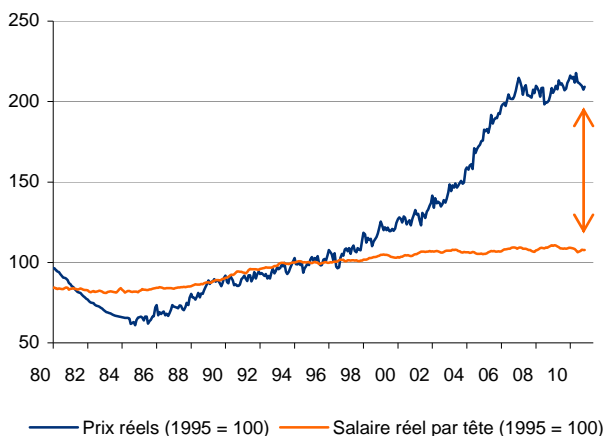
Elle a été caractérisée par des taux d'intérêt bas...

Premièrement, la baisse des taux qui a suivi l'éclatement de la bulle technologique au début des années 2000 (en 1995, les taux étaient le double de ce qu'ils sont aujourd'hui) a permis aux acheteurs belges non pas de baisser leurs charges d'emprunt, mais bien d'augmenter les montants empruntés : jusqu'en 2006, la baisse des taux d'intérêt a ainsi provoqué non pas une baisse mais une hausse de la mensualité moyenne. Cette capacité d'emprunt supplémentaire a mis beaucoup de pression sur les prix, d'autant plus qu'à ce phénomène s'est couplé l'allongement de la durée des prêts qui a également permis aux acheteurs d'emprunter plus. Après 2006, il semble que la mensualité ait recommencé à varier avec les taux, ce qui pourrait signifier que la majorité des emprunteurs étaient arrivés à la limite de ce que leur revenu les autorisait à emprunter.

... et par un contexte fiscal plus favorable...

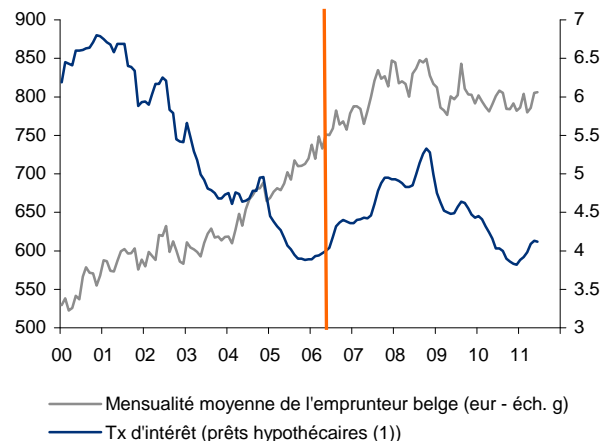
Deuxièmement, plusieurs changements de la fiscalité ont été favorables à la propriété. Il en va ainsi de l'amnistie fiscale de 2004-2005 qui octroyait une réduction de 30% de l'impôt libératoire unique si l'argent rapatrié était investi dans l'immobilier belge. C'est également le cas de la possibilité, à partir de 2004, de retrancher de son revenu imposable une part importante du capital et des intérêts remboursés chaque mois à la banque. Le changement de loi sur les donations a également été favorable (Cf. supra).

Gr 17 L'écart entre les prix et les revenus s'est creusé



Source: BNB, DGSIE

Gr 18 ... malgré la baisse sensible des taux d'intérêt



Source: BNB
(1) Taux d'intérêt moyen sur les prêts hypothécaires réalisés à taux fixe pour plus de 15 ans.

... alors que les acheteurs apportaient de plus en plus de fond propres lors des transactions

Troisièmement, la dernière décennie a vu une diminution spectaculaire de la part de l'emprunt dans l'achat immobilier moyen. En effet, l'apport personnel moyen lors de l'achat d'un bien immobilier est passé de 20% à 35% du prix de vente entre 2004 et 2008 (Cf. Graphique 19). Cela signifie qu'un transfert de plusieurs milliards s'est effectué du patrimoine financier des Belges vers leur patrimoine immobilier. Ainsi, en 1993, le patrimoine financier des Belges pouvait être évalué à 450 milliards d'euros alors que le parc immobilier belge avait à l'époque une valeur de 260

milliards. En 2009, la valorisation du parc immobilier atteint 980 milliards, contre 900 milliards pour le patrimoine financier. Ces apports supplémentaires ont poussé les prix à la hausse et la question est aujourd'hui de savoir si cette tendance peut continuer ou s'accroître.

iii. Le caractère temporaire de ces facteurs

Les facteurs qui ont favorisé la forte croissance de ces dernières années continueront-ils d'opérer ?

A long terme, la croissance des prix sur le marché immobilier est fondamentalement déterminée par le revenu puisque celui-ci détermine ce qu'il est possible d'emprunter. A ce sujet il est remarquable qu'à travers le temps, la mensualité moyenne de l'emprunteur belge est une partie fixe de son revenu disponible (environ 30%) qui est très stable. Outre la croissance du revenu, 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, pendant les périodes où l'offre ne s'adaptait pas suffisamment vite (Cf. supra). Tout cela plaide pour une croissance positive, mais est-il sain qu'elle atteigne les sommets observés dans le passé ? Il faut donc 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.

Les conditions de financement vont devenir moins favorables...

Le premier de ces facteurs était l'amélioration des conditions de financement. A ce sujet, il y a un large consensus pour dire que les conditions d'emprunt en 2010 représentaient une opportunité historique. En effet, les taux de court terme sur lesquels les taux variables sont calqués ont entamé leur remontée dès septembre 2010 et les taux longs qui déterminent les taux fixes ont déjà fortement augmenté au début de l'année sur fond de crise de la dette souveraine et de perspectives négatives sur les stress tests bancaires pan-européens. Plus récemment, la première hausse de taux de la Banque Centrale Européenne le 7 avril a accéléré le mouvement à la hausse de la courbe des taux longs. Comme nous l'avons signalé plus haut, c'est là le début d'un cycle qui limitera le pouvoir d'achat des emprunteurs et pourrait avoir des effets négatifs dominants sur les prix dès 2012. Par ailleurs, un allongement de la durée des prêts au-delà de 30 ans, même si la législation change en vue de l'autoriser, est peu probable car l'expérience montre que les institutions financières se financent plus difficilement sur ce type de durée. Pour l'instant, force est de constater que l'humeur tant du secteur bancaire que de ses régulateurs n'est pas à l'innovation.

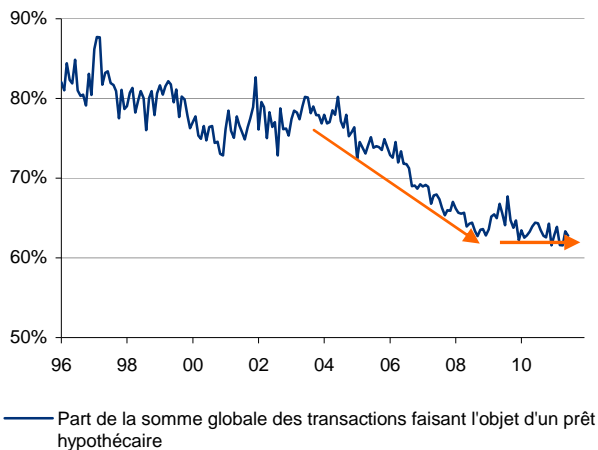
... et la conjoncture n'est plus propice à des embellies fiscales

Le second de ces facteurs était un contexte fiscal très favorable à la propriété. La DLU (Déclaration Libératoire Unique) de 2005 a notamment favorisé les investissements immobiliers ce qui a fait de 2005 une année record pour les prix. Par ailleurs, à partir de 2004 un nouveau régime, plus favorable a posteriori, de déduction des revenus imposables d'une part des charges payées sur un prêt hypothécaire. De plus, la dernière décennie a été marquée par l'absence notoire de toute réforme du cadastre. Toutefois, il est inutile de préciser qu'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 à la propriété.

L'accessibilité du marché pour ceux qui ne peuvent compter que sur leur accès au crédit va donc à nouveau se détériorer...

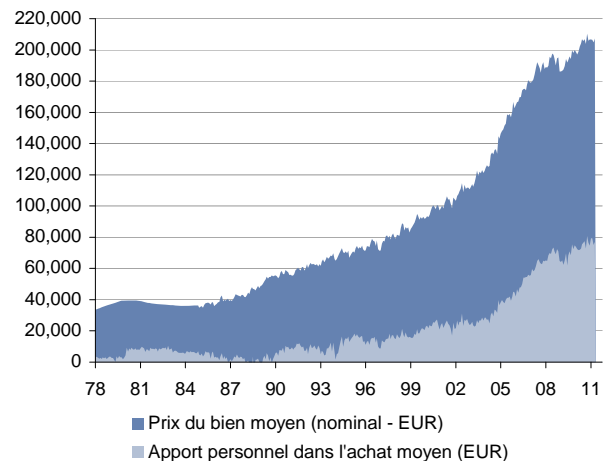
Deux des trois facteurs principaux de soutien au prix de la dernière décennie ne seront donc plus au rendez-vous dans les prochaines années. Il convient de noter que ceux-ci sont liés au groupe d'acheteurs qui empruntent la majeure partie de leur achat. L'accessibilité du marché pour ceux-ci, qui comptent surtout sur leur revenu, va donc probablement encore se détériorer. Cependant, les prix ont également été soutenus par un facteur supplémentaire ces dernières années : l'augmentation de l'apport personnel lors de l'achat. Ceci a constitué un transfert important du patrimoine financier vers le patrimoine immobilier (la valeur de celui-ci a en effet progressé deux fois plus vite). Cela s'est traduit par une baisse de la part de l'achat financée par hypothèque de 80% en 2004 à 65% aujourd'hui en moyenne (Cf. Graphique 19-20) et on peut remarquer l'importance croissante de l'apport de richesse dans l'évolution du prix d'achat moyen par rapport à ce qui est emprunté (et donc déterminé par le revenu). Il s'avère donc que le revenu de l'acheteur n'est plus la seule variable à considérer mais que son patrimoine, personnel ou familial, et, de là, sa capacité d'apport en est un également.

Gr 19 L'apport personnel a pris de l'importance...



Source: BNB

Gr 20 ... et a été un facteur déterminant dans la hausse dynamique des prix



Source: DGSIE, BNB

... alors que l'évolution de la capacité d'apport sera déterminante.

Pour déterminer si l'apport personnel sera encore un facteur de soutien important du marché à l'avenir, on ne peut s'arrêter à l'analyse d'un apport personnel homogène, moyen, de 35% (à noter qu'à la fin 2010, le cap des 40% n'était plus très loin). La question est ici de savoir s'il est possible que la part apportée de l'achat rattrape en importance la part empruntée, voir la dépasse. Une telle évolution pourrait en effet compenser pour les années à venir la faiblesse annoncée de la croissance de l'apport « emprunté » du prix (en bleu foncé sur le graphique 20 et lié au contexte fiscal, aux conditions de financement et à la faible croissance du revenu). Alors, est-ce vraisemblable ?

On observe que la capacité d'apport est très loin d'être homogène...

Pour répondre à cette question, nous avons analysé un échantillon représentatif de 36000 achats² ayant fait l'objet d'un prêt hypothécaire. A ceux-ci il faut ajouter 3600 achats sans prêts (10% des achats se faisant au comptant) pour avoir un échantillon représentatif. De cette analyse, il ressort comme on pouvait s'y attendre que l'apport personnel est tout sauf homogène et égal à la moyenne de 35% ! Des résultats attendus émergent : l'apport personnel est moins élevé chez les jeunes que chez les emprunteurs plus âgés et moins élevé dans les provinces à bas revenu que dans celles à haut revenus : l'apport personnel moyen est ainsi de 15% en Hainaut contre 23% dans les deux Brabants, à Bruxelles et à Anvers. Aussi, plus l'apport personnel est faible, plus la durée du prêt s'allonge (26 ans en moyenne pour ceux qui empruntent plus de 100% de la valeur de leur bien contre 20 ans pour ceux qui n'empruntent que 65%).

... et que si plus d'un quart des acheteurs a un apport très élevé...

C'est l'analyse de la distribution de l'échantillon qui est intéressante. On peut séparer l'échantillon en 5 groupes représentant chacun 18% de la population. Le premier est à « reclasser » avec les 10% de la population des acheteurs qui achètent au comptant : l'emprunt dans ce premier groupe est en effet plus faible en moyenne (moins de 100.000 euros) et représente généralement moins d'un tiers du prix d'achat moyen (600.000 euros). Nous avons donc un premier groupe (28% de la population) constitué d'acheteurs dont l'apport personnel est déjà très élevé mais qui pourra continuer de l'augmenter au gré des transferts de son patrimoine financier à son patrimoine immobilier, transferts toutefois limités par les perspectives de vieillissement (Cf. supra).

...plus de la moitié d'entre eux ont en moyenne un apport nul

Les quatre autres groupes (18% de la population chacun) sont représentés sur le Graphique 22. Un premier élément frappant est que même si ces quatre groupes ont acheté des biens de valeurs différentes, leurs emprunts (et le revenu de leur ménage) ne sont pas très différents (respectivement en moyenne 148.000, 173.000, 163.000 et 175.000 euros pour les quatre derniers groupes). La différence entre les valeurs de leurs maisons respectives est donc presque entièrement déterminée par leur capacité d'apport. Un second élément est qu'une part non négligeable de la population (54% des acheteurs) a en réalité un apport nul en moyenne. Autrement dit, plus de la moitié des acheteurs actuels ont épuisé toutes leurs possibilités de crédit pour acheter leur bien et n'ont aucun apport disponible.

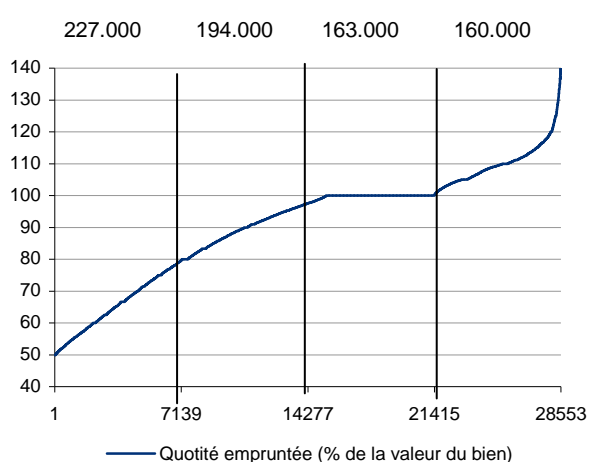
² Il s'agit d'achats réalisés entre la mi 2006 et la mi 2010 à fin d'acquisition d'un bien sur le marché secondaire. Seuls les achats et les achats/transmutations sont inclus (hors terrains et constructions donc) et la valeur reprise est la valeur d'expertise (éventuellement après travaux). Cet échantillon est anonyme et est la propriété d'ING Belgique SA.

C'est pour ces acheteurs que l'accessibilité du marché est en train de baisser fortement. Reste alors un groupe de 18% des acheteurs qui a un apport moyen correspondant à la moyenne nationale de 35% et qui achète des biens en moyenne légèrement plus chers que la moyenne.

Une nouvelle croissance des apports personnels apparaît donc aussi comme peu probable

Finalement, la capacité d'apport supplémentaire des acheteurs belges est donc concentrée sur un tiers de ceux-ci qui peuvent de cette manière tirer les prix vers le haut. Plus de la moitié des acheteurs 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 limité : par le vieillissement d'abord (Cf. supra), et par le fait qu'il est concentré sur une partie de la population qui, à ces prix, peut toujours se tourner vers la construction si le marché secondaire devient relativement trop cher. A ce propos, nous avons vu que pendant certaines périodes, ce transfert allégeait la pression sur le marché secondaire. Cependant, nous avons aussi vu le caractère cyclique de ce phénomène et il s'avère que nous entrons dans une période où la dynamique du marché primaire risque de pousser à la hausse les prix du segment supérieur du marché secondaire.

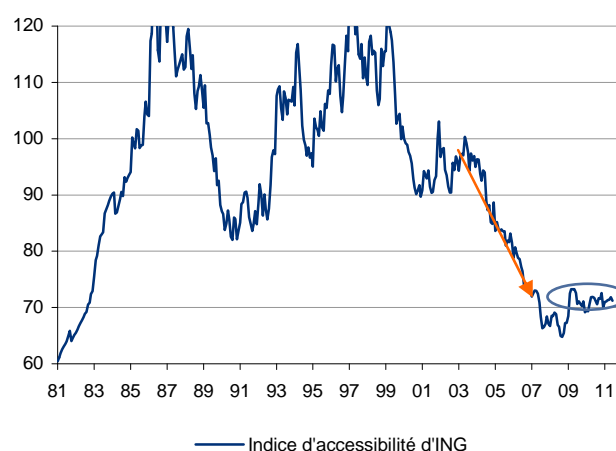
Gr 21 Distribution de la quotité empruntée



Source: ING

NB : La ligne supérieure reprend la valeur moyenne en euros du bien acquis

Gr 22 L'accessibilité du marché est toujours très basse



Source: ING

iv. Conclusions

Si nous résumons les principaux moteurs de la croissance des prix, nous en arrivons à la conclusion que pendant dix ans, tous ces moteurs ont tourné à plein régime dans le même sens. Cette situation a changé. Désormais, plusieurs moteurs, et parmi eux l'important moteur des conditions de financement et des apports d'épargne, vont s'inverser pour l'un, ralentir pour l'autre. D'autres moteurs continuent de tourner, notamment le soutien – cyclique – venant du marché primaire et certains phénomènes démographiques, dans certaines conditions. Le marché immobilier peut en outre compter sur certains moteurs traditionnels stables.

Ces pannes de moteurs ne seront peut-être pas suffisantes pour désorienter le vaisseau. Elles seront cependant bien assez handicapantes pour le ralentir. La conclusion de tout ceci est que la prudence est plus que jamais de mise sur un marché dont le futur s'assombrit. Dans ce contexte, nous maintenons pour les prochaines années notre perspective de croissance positive, mais plus faible, des prix du marché.

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 fiscale³ (comme en France la Loi Scellier qui permet depuis un an aux contribuables investissant dans un logement à but locatif de déduire jusqu'à 32% du prix de ce dernier sur neuf ans, soit un avantage maximal de 7333 euros par an sur cette période), 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.

³ A ce sujet, une prochaine étude essaiera d'aborder les risques pour le marché immobilier des différentes mesures fiscales qui peuvent être envisagées à l'encontre de l'immobilier dans le cadre d'une taxation accrue du patrimoine.

4 L'impact du vieillissement sur le secteur immobilier particulier aux aînés

Le vieillissement de la population aura on l'a vu un impact somme toute limité sur le marché immobilier (pour peu que l'offre de logements s'adapte) et le phénomène des départs des personnes âgées du marché immobilier classique vers le marché qui leur est consacré n'a pas suffisamment de poids pour changer les tendances de long terme. Le nombre d'admissions dans le secteur consacré aux aînés n'est en effet pas suffisant pour former un surplus d'offre sur le secteur immobilier traditionnel. Par contre, ce flux a évidemment un impact très important sur le secteur - plus réduit - du marché immobilier réservé aux aînés. C'est ce dernier qui fait l'objet de l'analyse de cette dernière partie. Ce secteur est en réalité composé de quatre segments très complémentaires qui s'adressent à des catégories d'âges généralement différentes. Les deux premiers secteurs sont ceux des maisons de repos (MRPA) et des maisons de soins (MRS). Dans ces secteurs, un certain immobilisme de la politique de la santé des dernières années a conduit à la recherche d'alternatives. Autrement dit : une pénurie de lits dans les secteurs traditionnels a eu pour conséquence de retarder l'entrée en maison de retraite (l'âge moyen des nouveaux admis ayant fortement augmenté), retard compensé par le développement de deux autres secteurs, complémentaires aux premiers : les soins à domicile et les résidences services. Dans cette partie, nous traitons successivement les quatre secteurs en nous concentrant sur leurs perspectives.

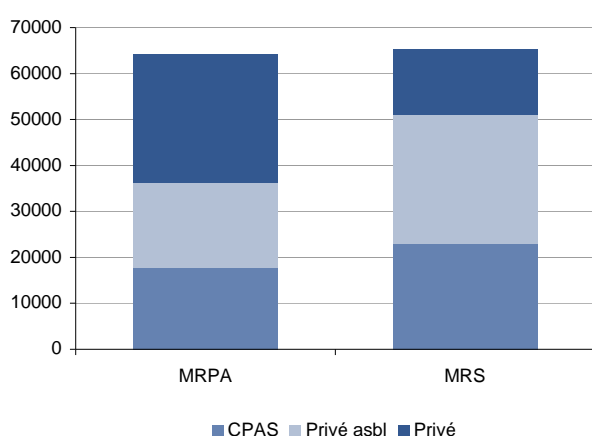
4.1 Les secteurs des MRS et des MRPA

i. Structure du marché

Le secteur privé a une part importante dans les deux secteurs MRS et MRPA...

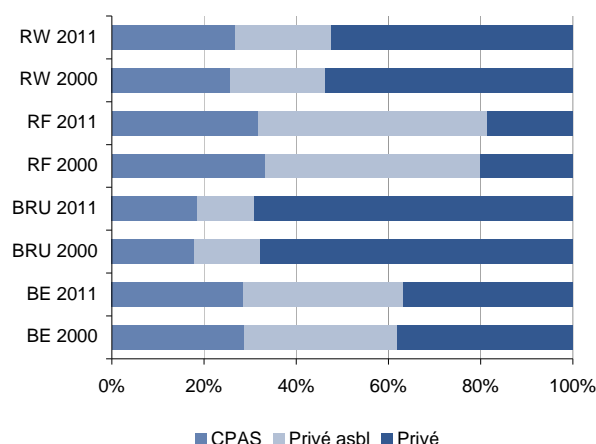
Ensemble, ces deux secteurs totalisent 129.580 lits en 2011, répartis équitablement entre MRS et MRPA. Trois types d'opérateurs sont présents sur ces deux secteurs : le public (les CPAS), le secteur privé et le secteur privé non lucratif (tous deux bien entendu subventionnés), généralement sous la forme d'Asbl. Il apparaît que le secteur privé lucratif est plus présent dans le secteur des MRPA que dans celui des MRS. Par ailleurs, durant la dernière décennie, la répartition de ces trois types d'acteurs a peu évolué même si on a pu observer une très légère tendance à la baisse de l'importance du secteur public. En Région wallonne, la clé de répartition légale de 50/50 entre les secteurs privé et public semble avoir durablement figé la situation. Cette clé pose un problème pour l'expansion des activités et du nombre de lits dans la mesure où, le secteur privé ayant atteint la taille de 50%, il faut pour créer des lits supplémentaires dans ce secteur, voir d'abord se créer des lits dans le secteur public. Enfin, il faut signaler que la répartition géographique des lits n'est pas très favorable à la Flandre puisqu'en 2011, si elle disposait de 51% des lits, elle comptait par ailleurs près de 60% de la population des 80 ans et plus recensés en Belgique. C'est d'ailleurs dans cette région que l'on retrouve le plus d'arrondissements en réelle pénurie. La Wallonie, où l'on compte 32% de la population des 80 ans et plus, dispose de 37% des lits existants, les problèmes de pénurie, dans les arrondissements où ils se posent, sont donc généralement moins criants (Cf. infra).

Gr 23 Les investisseurs privés occupent une place importante dans les deux secteurs...



Nombre de lits
Source: INAMI

Gr 24 ... un état de fait qui n'a rien de récent

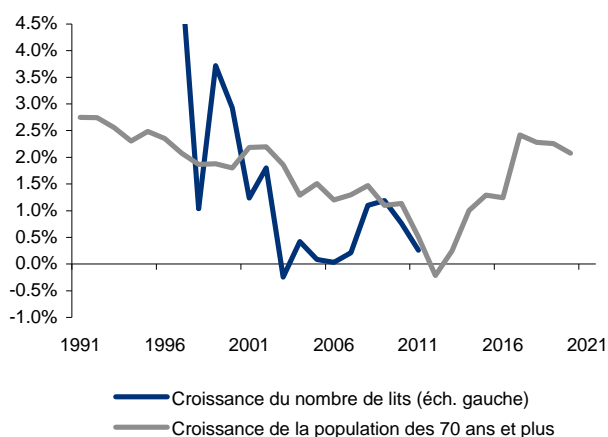


Nombre d'établissements agréés
Source : INAMI

... et a assuré la presque totalité de la création de lits des dix dernières années

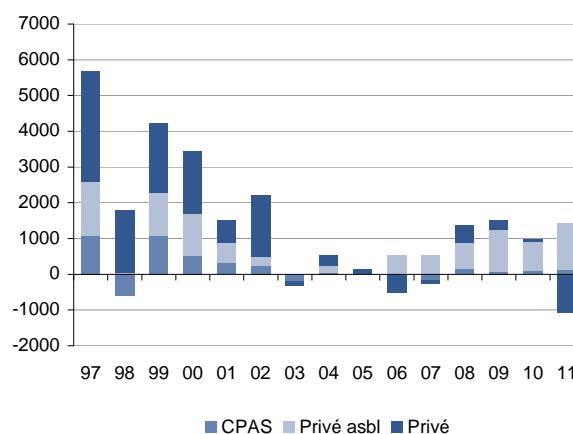
La création de nouveaux lits se heurte à un certain nombre d'obstacles (cf. infra). Cela implique un rythme de créations nettes de lits en MRS/MRPA systématiquement inférieur à la croissance de la population des aînés. C'est ce que l'on observe entre 2001 et 2011 (Cf. Graphique 25). A l'heure actuelle, on notera que la population des aînés connaît une diminution temporaire qui laisse un répit au marché : ce sont les bébés qui ne sont pas nés pendant la seconde guerre mondiale. Autant dire que le répit sera de courte durée. Par ailleurs, au sein de ces deux catégories, une réallocation a été décidée à travers plusieurs plans successifs. C'est pourquoi la tendance la plus forte est celle de la croissance des lits MRS : les lits MRS ont commencé à être créés en 1982 à partir de lits d'hôpitaux occupés pendant de longues durées et ont donc surtout été créés dans le secteur public. A partir de 1998, une succession de mesures a permis de voir environ 20.000 lits de MRPA convertis en lits MRS sur les dix dernières années. Les besoins en termes de soins dans les établissements ont en effet considérablement augmenté avec l'âge moyen des nouveaux admis en MRPA/MRS, passé de moins de 75 ans à la fin des années nonante à plus de 80 aujourd'hui. Comparativement à l'espérance de vie des 65 ans et plus qui augmente seulement d'un an par décennie, l'évolution a été extrêmement rapide, un phénomène dû à la croissance insuffisante des lits qui se sont vus consacrés aux cas de mobilité ou d'indépendance les plus réduites. La décomposition par secteur de l'augmentation des lits en MRS/MRPA montre en outre que le secteur privé a créé la grande majorité des lits ces dix dernières années (10.900 lits créés sur 12.100 entre 2001 et 2011). Il est à noter qu'un phénomène de consolidation s'opère : sur les 223 nouveaux établissements agréés ces 10 dernières années, ceux du secteur privé (180) ont en moyenne une taille plus élevée que dans le public. L'apparition de nouveaux établissements de plus grande capacité permet en outre des économies d'échelle et des possibilités accrues de synergies avec les autres secteurs (soins à domicile et résidences services). Dans l'ensemble, il y a encore à ce niveau de la marge pour la consolidation du secteur puisque la taille moyenne des établissements existants (50% comptent moins de 70 lits et la moyenne est de 70 lits par établissement dans le public et l'associatif, et de 40 lits dans le privé) est très inférieure à la taille critique qu'essayent d'atteindre les nouveaux projets pour des raisons de rentabilité (80 à 120 lits).

Gr 25 Le nombre de lits croît moins vite que la population des aînés



Source : INAMI, Bureau Fédéral du Plan

Gr 26 Les nouveaux lits sont surtout issus du secteur privé



Source : INAMI

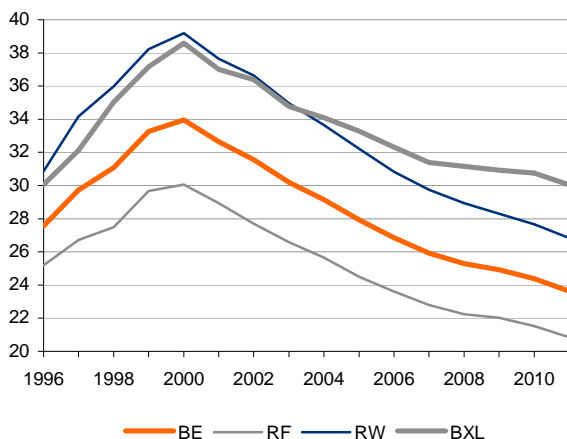
Les créations sont insuffisantes pour enrayer la pénurie...

De manière générale, la pression démographique sur les lits disponibles a considérablement augmenté ces dix dernières années. Les chiffres comparent le plus souvent la population des 60 ans et plus au nombre de lits existants. C'est d'ailleurs sur un chiffre de 63 lits pour 1000 habitants de cette catégorie d'âge que la Région wallonne a fixé ses objectifs en 2008. A cet égard, on peut noter que le nombre de lits effectivement créés entre 2006 et 2011 est très inférieur à ce qu'il aurait fallu pour respecter la norme des 63 : là où 3260 lits étaient nécessaires⁴, seuls 580 ont vu le jour ces cinq dernières années. En raison de l'âge avancé des personnes admises en MRS/MRPA, nous comparons au graphique 27 le nombre de lits et la population des 80 et plus. On constate que pour cette catégorie, la disponibilité de lits s'est considérablement détériorée, passant de 34 à 24 lits seulement pour 100 personnes de 80 ans et plus. Comme on peut le constater sur le graphique 28, cette différence méthodologique a une conséquence importante : lorsque l'on regarde la population véritablement concernée par le problème, l'augmentation de la pénurie est nettement plus frappante que selon le critère officiel.

⁴ Source : Fédération des CPAS (mars 2008) : Région wallonne : Estimation de la programmation et des besoins en lits

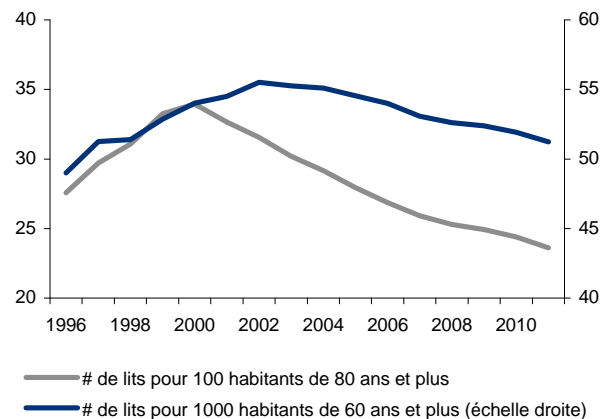
Cette détérioration explique des taux de vacance très faibles en MRS et MRPA : le nombre moyen de jours facturés par lit montre que les lits sont très rarement inoccupés (dans les statistiques INAMI, le ratio passe de 80% des jours à plus de 90% entre 2002 et 2009). Par ailleurs, les chiffres ci-dessus sont des moyennes régionales : au sein de chaque région, il existe des arrondissements où la situation de pénurie est plus grave que la moyenne, notamment les arrondissements situés en Brabant flamand, dans l'est du Limbourg et à la Côte. A l'inverse, il peut apparaître que certains arrondissements wallons disposent de trop de lits par rapport à leur population d'âinés. C'est particulièrement le cas des arrondissements de la région de Tournai et de Mouscron. Toutefois les personnes âgées de nationalité française résidant dans les MRPA/MRS de cette région ne figurant pas dans la statistique des Belges de plus de 80 ans, il y a lieu de penser que la situation y est plus problématique qu'il n'y paraît. C'est ainsi que de manière générale, les zones où manquent déjà des lits sont la règle plutôt que l'exception.

Gr 27 La pression démographique grandit fortement sur les lits existants...



Nombre de lits MRS/MRPA pour 100 habitants de 80 ans et plus
Source : INAMI, Bureau Fédéral du Plan

Gr 28 ... surtout lorsque l'on considère la population de ceux qui ont l'âge de les occuper



Source : INAMI, Bureau Fédéral du Plan

... qui nécessite aujourd'hui une prise de conscience rapide

Le phénomène de la pression démographique sur les lits, que l'on peut nommer pénurie de lits dans la plupart des cas, a été précipité par un certain nombre d'obstacles :

- La complexité des systèmes de subventions à la construction ;
- Le coût croissant de la multiplication des normes sanitaires et écologiques ;
- Des résultats financiers mitigés : en 2006 et 2007, plus de 30% des MRS/MRPA ont présenté un résultat d'exercice négatif ;
- La pénurie de terrains ou d'espaces disponibles (il faut 8000 m² pour disposer 120 lits), surtout en Flandre, et à Bruxelles où le revenu disponible de la population ne permet plus de faire face aux loyers qu'impliquent le prix des terrains ;
- Le manque croissant de personnel compétent.

Ce problème a en tous cas eu plusieurs conséquences, la première étant l'augmentation rapide de l'âge moyen à l'admission et donc la médicalisation grandissante des services en MRPA/MRS. Ce vieillissement des nouveaux admis a été notamment favorisé par le développement progressif des deux autres secteurs (soins à domicile et résidences services) dont le rôle est de palier le manque de lits en MRS/MRPA en maintenant chez elles les personnes de 70 à 85 ans le plus longtemps possible.

Au graphique 25, nous pouvons voir que le rythme très faible de création de lits des dernières années coïncidait justement avec une période de croissance encore faible de la population des aînés, les baby-boomers n'ayant pas encore atteint l'âge de 70 ans. Le répit sera cependant de courte durée : le taux de croissance de cette population devrait augmenter fortement à partir de 2015, ce qui nécessite que des mesures soient prises dès à présent. Dans le contexte que nous avons décrit jusqu'ici, une réponse adaptée ne peut se faire que sur deux axes. D'une part, il faut naturellement continuer à favoriser les deux secteurs qui permettent de ralentir le besoin en lits MRS/MRPA, ce qui implique de pouvoir favoriser davantage les soins à domicile et le développement des résidences services. D'autre

part, sachant que cela ne suffira pas, il faut accélérer la mise en service de nouveaux lits. De plus, il apparaît finalement que sans le secteur privé, il est illusoire d'espérer combler les besoins à venir ; une implication plus importante du privé dans le secteur sera dès lors nécessaire, ce qui implique d'accepter de voir croître sa part de marché au-delà des 50%

ii. Comment faire face aux besoins croissants

Toutes les méthodes s'appuient sur les projections démographiques...

Il n'y a pas de méthodologie évidente pour déterminer le nombre optimal de lits nécessaires. Toutes les méthodes vont cependant se baser sur la projection démographique de certaines classes d'âge. Le tableau suivant donne le nombre de lits qu'il faudrait créer dans chaque région pour différents scénarios entre 2011 et 2021 et entre 2021 et 2051. On y ajoute un coût estimé pour l'INAMI sur base des forfaits⁵ (Cf. iii) alloués par celle-ci pour chaque lit existant.

	Région fl.	Région wal.	Bxl	Belgique	Coût*
Lits supplémentaires nécessaires sur la période 2011-2021					
Situation actuelle	66965	47375	15240	129580	1.85
Scénario 1	14892	13142	1679	29713	2.5
Scénario 2	16081	4680	26	20787	2.4
Scénario 3	12879	9677	2812	25369	2.2
Lits supplémentaires nécessaires sur la période 2021-2051					
Scénario 1	21759	21308	6179	49247	4.45
Scénario 2	78585	57129	12108	147822	6.4
Scénario 3	34987	24999	7910	67895	4.7

*milliards d'euros par an;

NB: les lits nécessaires en sus pour 2021-2051 s'additionnent à ceux de 2011-2021

Source: INAMI, calculs ING

Scénario 1 : les normes actuelles sont respectées sur l'horizon de temps. En Wallonie, cela implique de faire repasser le nombre de lits pour 1000 habitants de 60 ans et plus de 59 à 63 (norme légale wallonne) entre 2011 et 2015 et de le maintenir à ce niveau. En Flandre, ce scénario considère que la pénurie actuelle n'empire pas et que le nombre de lits pour 1000 habitants de 60 ans et plus se stabilise à 45. A Bruxelles, ce nombre reste constant à 75 (valeur 2011) sur l'horizon de temps.

Scénario 2 : le nombre actuel de lits pour 100 habitants de 80 ans et plus (Cf Graphique 27) est stabilisé durablement : ce nombre se stabilise à 30, 27 et 21 respectivement à Bruxelles, en Wallonie et en Flandre.

Scénario 3 : on considère ici que la tendance au vieillissement de la population admise en MRS/MRPA va se poursuivre, encore qu'à un rythme plus faible que ces dernières années. L'espérance de vie des personnes âgées (65 ans et plus) augmentant d'un an par décennie, nous augmentons l'âge de la population de référence d'un an tous les dix ans, en commençant à 82 ans en 2010. Cela a pour conséquence de permettre au nombre de lits disponibles pour 100 habitants de 80 ans et plus de baisser encore.

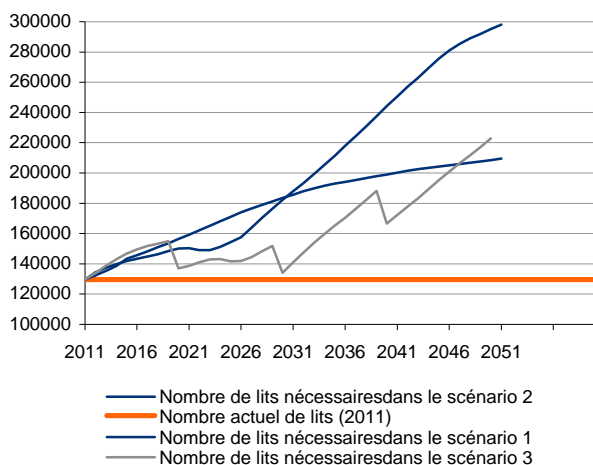
... et impliquent dans tous les cas un changement de rythme important

De ces trois scénarios, il ressort que d'une manière générale, maintenir le niveau actuel de disponibilité relève du défi, sans même parler de l'améliorer. Si l'on se base sur la norme actuelle (Scénario 1), on constate que cette méthode est celle qui prend le plus les devants dans la mesure où c'est dans ce scénario qu'on doit créer le plus de lits d'ici à 2021. Le rythme baisse cependant entre 2020 et 2050, si bien que c'est ce scénario qui crée le moins de lits en tout puisqu'en 2050 le nombre de lits disponibles serait de 208.540 contre 298.189 et 222.844 respectivement dans les scénarios 2 et 3. Autrement dit, dans le scénario 1, l'âge d'entrée en MRS/MRPA continuerait d'augmenter plus vite que l'espérance de vie. Suivre un tel scénario permettrait donc très certainement de stabiliser la situation actuelle, voire de l'améliorer d'ici à 2021, mais la situation se détériorerait à nouveau par la suite. En effet, c'est à partir de 2021 que la population des 80 ans et plus devient nombreuse, ce qui explique pourquoi le scénario 2 est celui qui crée le moins de lits dans les 10 prochaines années (+20.787 lits). Cependant, ce scénario a des implications très différentes en Flandre et en Wallonie. En effet, la Flandre vieillissant plus vite, elle devrait créer 16.081 lits dans les 10

⁵ Ces forfaits étaient estimés à respectivement 41,46/33,88/32,27 euros par lit en Flandre/Wallonie/Bruxelles (Source : SPF Economie). Pour chaque année, ces coûts forfaitaires sont indexés à un taux de 1% pour tenir compte du fait que - grâce notamment aux médicaments génériques - l'inflation dans le secteur des soins de santé est inférieure à celle de l'ensemble des prix en Belgique.

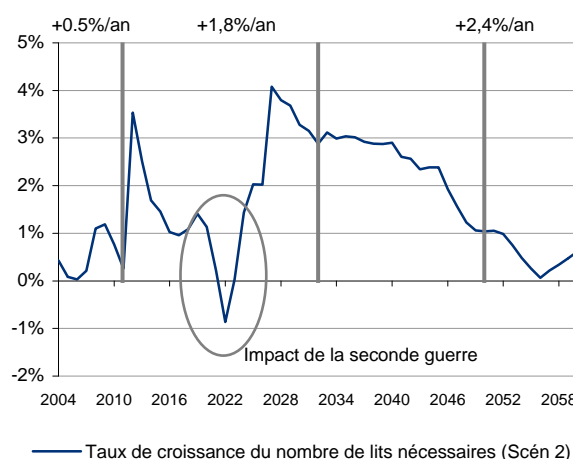
ans, soit plus que dans le scénario 1 et nettement plus que la Wallonie et Bruxelles (+4706 lits à peine en dix ans). De plus, à partir de 2020, la population des 80 ans et plus gagnant de l'importance, le besoin en lits serait nettement plus important que dans le premier scénario : cela explique pourquoi le scénario 2 est celui qui nécessite le plus grand nombre de lits en 2050 : 298.200 lits. Il faudrait donc, pour stabiliser le nombre de lits pour 100 personnes de 80 ans et plus (24 en moyenne Cf. Graphique 29), 147.822 lits en plus en 2050 qu'aujourd'hui, c'est-à-dire plus du double, une gageure.

Gr 29 Le nombre de lits nécessaires...



Source : INAMI, Bureau Fédéral du Plan, calculs ING

Gr 30 ... implique un sérieux changement de rythme



Source : ING

On constate donc qu'en se concentrant sur la population qui en a le plus besoin, le nombre de lits MRS/MRPA nécessaires est à long terme nettement plus important que dans le premier scénario. A court terme par contre, il nécessite des efforts plus réduits. Dans le troisième scénario, nous prenons en compte le fait que l'âge des nouveaux admis en MRS/MRPA devrait continuer à augmenter grâce à l'augmentation de l'espérance de vie des aînés. Cet état de fait réduit le nombre de lits nécessaires à l'horizon 2050. C'est le scénario qui demande le moins d'efforts à la Flandre à court terme (créer un peu moins de 80.000 lits d'ici 2021) et qui équilibre le mieux l'effort à fournir en Wallonie entre la décennie à venir et la période 2020-2050.

Quelle que soit la formule choisie toutefois, l'effort à fournir est conséquent : d'une croissance pratiquement nulle ces dernières années, le nombre de lits devrait croître en moyenne de près de 2% par an dans la prochaine décennie. Pour rappel, cet effort ne permet que de stabiliser la situation actuelle. Les points suivants permettent de chiffrer grossièrement le coût de cet effort et de souligner la nécessité d'une coordination accrue avec les résidences services et les soins à domicile.

iii. La question du coût – Perspectives de finances publiques

Le manque de transparence des statistiques financières officielles ne permet pas de chiffrer le coût de ces mesures

Il n'y a à l'heure actuelle aucun relevé complet des coûts pour la sécurité sociale d'un lit MRS ou MRPA qui soit public. Une étude de l'INAMI sur la question devait pourtant être rendue publique en 2011. Dans le tableau ci-dessus, nous reportons le coût estimé des différents scénarios. Il est basé sur le forfait par lit payé par l'INAMI aux prestataires MRS/MRPA, indexé au fil du temps. Il ne prend donc pas en compte les frais de construction ou de mise en place mais seulement le surcoût des lits supplémentaires pour le budget des soins de santé. Il s'agit donc d'un minimum probablement très sous-évalué. Or, même comme cela, on voit que le coût de ce seul subsidie passe d'environ 1,85 milliards d'euros par an en 2011 à 2,2 milliards d'euros par an en 2021 (+19%, c'est très peu sur dix ans). Cela doit être reporté dans le budget soins de santé de la sécurité sociale. Ainsi, en 2010, les dépenses de sécurité sociale s'élevaient à 75,3 milliards, dont 69,3 milliards pour les prestations sociales⁶ elles-mêmes. 35% de ces prestations sociales constituent les dépenses de soins de santé, soit 24,5 milliards en 2010. A cet égard, il est remarquable que les dépenses de soins de santé augmentent plus vite que les autres dépenses, passant de 30 à 35% des prestations sociales entre 2001 et 2011, ce malgré une inflation très faible dans le secteur grâce à l'apparition des médicaments génériques. Les dépenses de soins de santé ont ainsi cru de 10% et 7% respectivement en 2008 et 2009. Sur la dernière décennie, elles ont progressé de 56%.

⁶ Chômage (10%), pensions, prépensions et interruptions de carrière (36%), allocations familiales et d'invalidité (15%) et l'ensemble des soins de santé (35%) pour les principaux postes.

L'augmentation de 19% des forfaits MRS/MRPA sur les dix prochaines années semble donc bien sous-évaluée. Cela peut bien entendu s'expliquer par le fait que parallèlement aux maisons de repos, l'utilisation des soins à domicile s'intensifie et que, par ailleurs, les coûts liés aux lits supplémentaires ne s'arrêtent pas aux forfaits : il faut y ajouter la consommation personnelle de médicaments de chaque occupant. A vrai dire, le casse-tête budgétaire qu'occasionnerait une progression équivalente des dépenses de soins de santé entre 2000 et 2010 et entre 2011 et 2021 (+56%) serait de taille : il faudrait trouver près de 3,9 milliards d'euros par an !

Cette brève note financière souligne l'importance de l'interdépendance entre les quatre secteurs. Ainsi, le scénario 3 est peut-être le moins coûteux en termes de forfait, mais il repose sur l'hypothèse que l'âge de l'entrée en maison de repos puisse être retardé davantage. Cela suppose d'autres coûts mais dans le secteur des soins à domicile. De même, le manque de lits peut être compensé en partie par une offre accrue de résidences services, à condition de bien considérer que celles-ci ne se substitueront jamais aux MRS/MRPA mais contribueront à retarder l'entrée dans ces établissements, tout en assurant une plus grande qualité de vie des occupants.

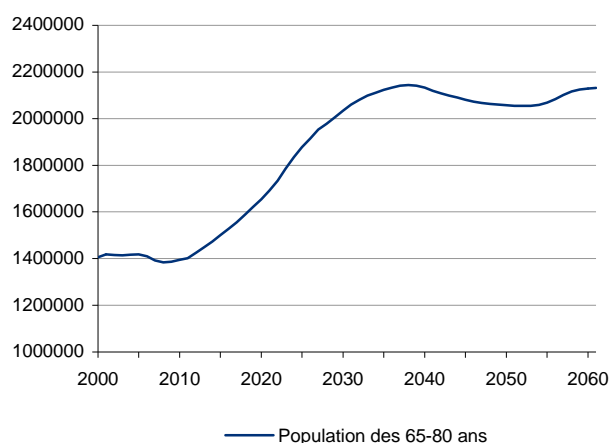
4.2 Les soins à domicile et les résidences services

Les soins à domicile et les résidences services sont des compléments indispensables aux deux autres secteurs

On l'a vu, la politique des MRS/MRPA ne peut pas être dissociée de ses deux compléments, les soins à domicile et les résidences services. Ces deux secteurs répondent à la fois au besoin pratique, imposé par la pénurie de lits, de retarder le plus possible l'âge d'entrée en maison de repos ou de soins, et à la préférence générale des patients pour la conservation de leur autonomie et de leur cadre de vie le plus longtemps possible. Cette complémentarité de fait impose une logique géographique forte. Les soins dispensés à domicile ou en résidences services sont le plus souvent liés à un établissement soit hospitalier soit de type MRS qui sert de base aux infirmiers en charge du service. Une proximité géographique entre les résidences services et les établissements MRS/MRPA est donc le plus souvent une condition de leur succès : les soins sont disponibles plus facilement et l'occupant de la résidence peut éventuellement se voir accorder la priorité lors de son entrée en MRPA ou en MRS en fonction de ses besoins.

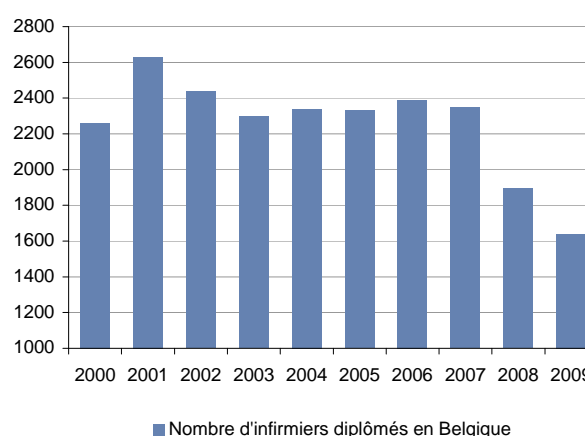
Si les perspectives pour le développement des résidences services sont bonnes démographiquement, cela reste encore un phénomène trop peu développé pour que le secteur dispose de statistiques claires. Ce n'est pas étonnant, les occupants potentiels de ces résidences (les 65-80 ans) vont seulement voir leur population progresser plus rapidement à partir de 2015 (Cf. Graphique 31), ce qui nécessite toutefois la mise en place d'investissements dès à présent. La clé de leur succès futur réside cependant dans leur capacité à créer des synergies avec les trois autres secteurs. Au vu de sa complémentarité avec la politique de développement des MRS/MRPA, ce type d'investissements devrait également faire l'objet d'une attention politique accrue, ne fut-ce que pour faire face à la pénurie de terrains, notamment en Flandre, pour ce type de projets, d'autant que les terrains proches des MRS/MRPA traditionnels sont bien souvent des propriétés publiques.

Gr 31 La démographie sera très favorable aux résidences services à partir de 2015



Source : Bureau Fédéral du Plan

Gr 32 La pénurie de personnel qualifié constitue un défi majeur



Source : Association belge des praticiens de l'art infirmier (ACN)

Les soins à domicile sont appelés à croître mais se heurtent à la pénurie de personnel

Enfin, notons que les soins à domicile constituent une activité mal mesurée dans le sud du pays alors qu'en Flandre, les chiffres disponibles pour 2008 et 2009 montrent une activité de 15,5 millions d'heures de soins prestés à domicile, soit une moyenne de 18 heures par Flamand âgé de 65 à 80 ans. Là aussi, on imagine aisément que le développement du secteur devrait se poursuivre de manière aussi dynamique que sa population cible (Cf. Graphique 31). Il y a cependant pour ce secteur un goulot de taille : la raréfaction du personnel qualifié qui nécessite des mesures politiques d'urgence. Le nombre d'infirmiers diplômés dans notre pays diminue en effet depuis 2007 (Cf. Graphique 32) à l'aube d'une période de forte croissance des besoins et alors que les pays voisins, où la formation est équivalente, connaissent somme toute le même problème. Par ailleurs, d'un point de vue financier, il est à noter que tous les services annexes (non médicaux mais néanmoins essentiels aux aînés) aux soins à domicile ont été des bénéficiaires directs du régime des titres services, utilisés pour de nombreuses aides à domicile et faisant donc l'objet d'un subside direct. A l'heure où le régime fiscal de ces titres est peu à peu modifié, victime de son succès, il est important de souligner le besoin de compenser les effets négatifs de ces réformes en soutenant les aides et les soins à domicile pour les personnes âgées.

4.3 Conclusions

Quel que soit le scénario choisi, la croissance du nombre de lits en MRS/MRPA doit passer de moins d'1% à près de 2% par an dans un délai relativement court. Ceci suppose d'une part une analyse d'impact rigoureuse en termes de financement. D'autre part, cela nécessite la levée d'un certain nombre d'obstacles (Cf. supra), le but étant de mobiliser les capitaux privés nécessaires pour suppléer au secteur public. Parallèlement, une politique de soins intégrée se doit, comme d'ailleurs tous les nouveaux investissements privés dans ce secteur, de tenir compte de la complémentarité fonctionnelle et géographique des quatre secteurs d'activités. Enfin, des actions rapides sur les moyens d'attirer et de surtout de retenir le personnel soignant qualifié est une troisième condition essentielle à la réussite d'une politique cohérente et intégrée, visant à laisser le logement des aînés disponible et accessible pour le plus grand nombre.

De manière générale, la démographie ne ment pas : le secteur sera porteur dans les prochaines années et le temps restant pour se préparer au choc démographique est très court. Cela dit, comme nous l'avons vu, il y a des conditions au succès tant des politiques de soins que des investissements privés en la matière.

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.