

UNE VRAIE MENACE POUR LE MARCHÉ :
LA HAUSSE DES TAUX

2014: année de tous les dangers?

Surévaluation, chute des prix: les prévisions pessimistes s'accumulent sur le marché immobilier belge.

Qui a déjà démontré sa capacité de résistance.

«Trends-Tendances» démêle le vrai du faux.

BENOÎT MATHIEU

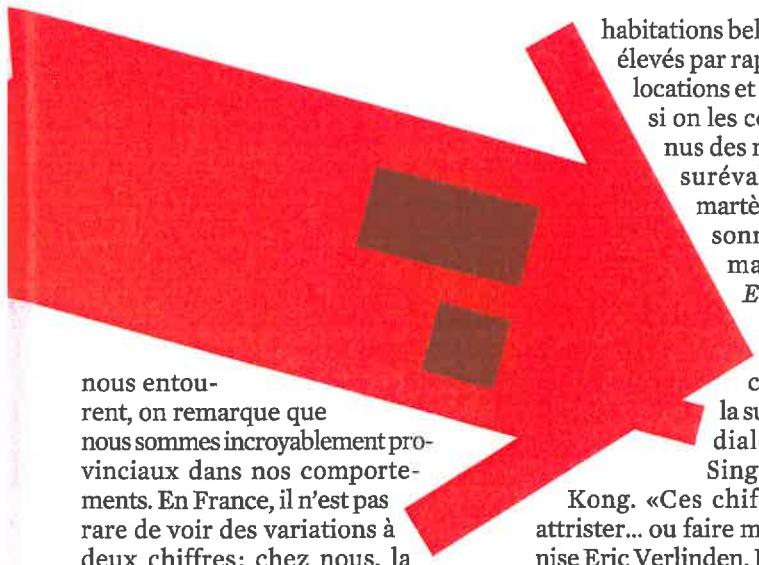
Le marché immobilier en Belgique vous avait toujours eu un petit air de conte enfantin, celui des trois petits cochons. L'épargnant belge, le «bon père de famille», pouvait s'y réfugier en cas de coup dur et s'y sentir à l'abri. Alors que la tempête financière malmenait solidement les produits financiers et les Bourses — soufflées par le grand méchant loup, les maisons de paille et de bois —, la brique, elle, résistait aux assauts de la crise. «De la fin 2009 au début 2010, les prix du marché ont enregistré une

correction de 5,6%», rappelle Julien Manceaux, *senior economist* chez ING. Un léger creux que la Belgique a vite gommé, les prix continuant à grimper, bien que plus doucement que durant les années folles, entre 2000 et 2008. Et qui ne se marque même pas dans les statistiques annuelles délivrées par Statbel (*voir tableau «Evolution du prix des maisons et appartements en Belgique»*).

Pourtant, le ciel n'est pas serein au-dessus de la maisonnée belge. Au point

que certains se demandent si ses fondations ne sont pas en train de se fissurer. Début 2012, les prix enregistrés par les notaires ont marqué un coup d'arrêt, certes léger. Même constat pour le nombre de crédits accordés (*voir tableau «Evolution des crédits hypothécaires» en p. 40*). Surtout, voilà plusieurs années que de grandes institutions internationales, OCDE et FMI en tête, lancent de sinistres anathèmes à l'encontre du «paradis belge»: les prix à la vente y seraient surévalués de 20 à 56%! Plus près de chez nous, le département de recherche économique d'ING a émis, à la fin mai, l'hypothèse d'une probable correction des prix qui dépasserait les 15%, à l'horizon 2014.

Indignation dans le milieu immobilier: ces études internationales ignoreraient ce qui fait la spécificité du microcosme belge, tout en stabilité et en raison. «La stabilisation des prix et l'équilibre qui existe entre l'offre et la demande confirment qu'une bulle immobilière n'est pas à craindre en Belgique et n'a en fait pas existé», tranche Sybille Colin, porte-parole de Century 21 Benelux. «Depuis une trentaine d'années, le marché belge se montre très modéré tant dans les hausses que dans les baisses, enchaîne Eric Verlinden, administrateur délégué du réseau Trevi. A regarder les pays qui



habitations belges sont 63 % trop élevés par rapport aux prix des locations et de 53 % trop hauts si on les compare aux revenus des ménages. Les plus surévalués au monde, martèle l'OCDE. Un raisonnement repris en mars 2012 par *The Economist*, qui plaçait notre pays sur la troisième marche du podium de la surévaluation mondiale, juste derrière Singapour et Hong

nous entourent, on remarque que nous sommes incroyablement provinciaux dans nos comportements. En France, il n'est pas rare de voir des variations à deux chiffres; chez nous, la baisse des années 1990 faisant suite à quelques années de spéculation n'a jamais fait que frôler les 7%»

«Le marché hypothécaire est encore très sain dans notre pays, confirme Bart Van Craeynest, *chief economist* chez Petercam. Il n'a pas généré de produits exotiques comme aux Etats-Unis ou aux Pays-Bas. Et l'endettement des ménages reste très raisonnable.» Cela étant, écarter d'un revers de la main ces études est un peu léger. Car l'économiste poursuit: «Il est correct de dire que les prix sont surévalués. Mais surévaluation ne rime pas forcément avec chute dramatique des prix.»

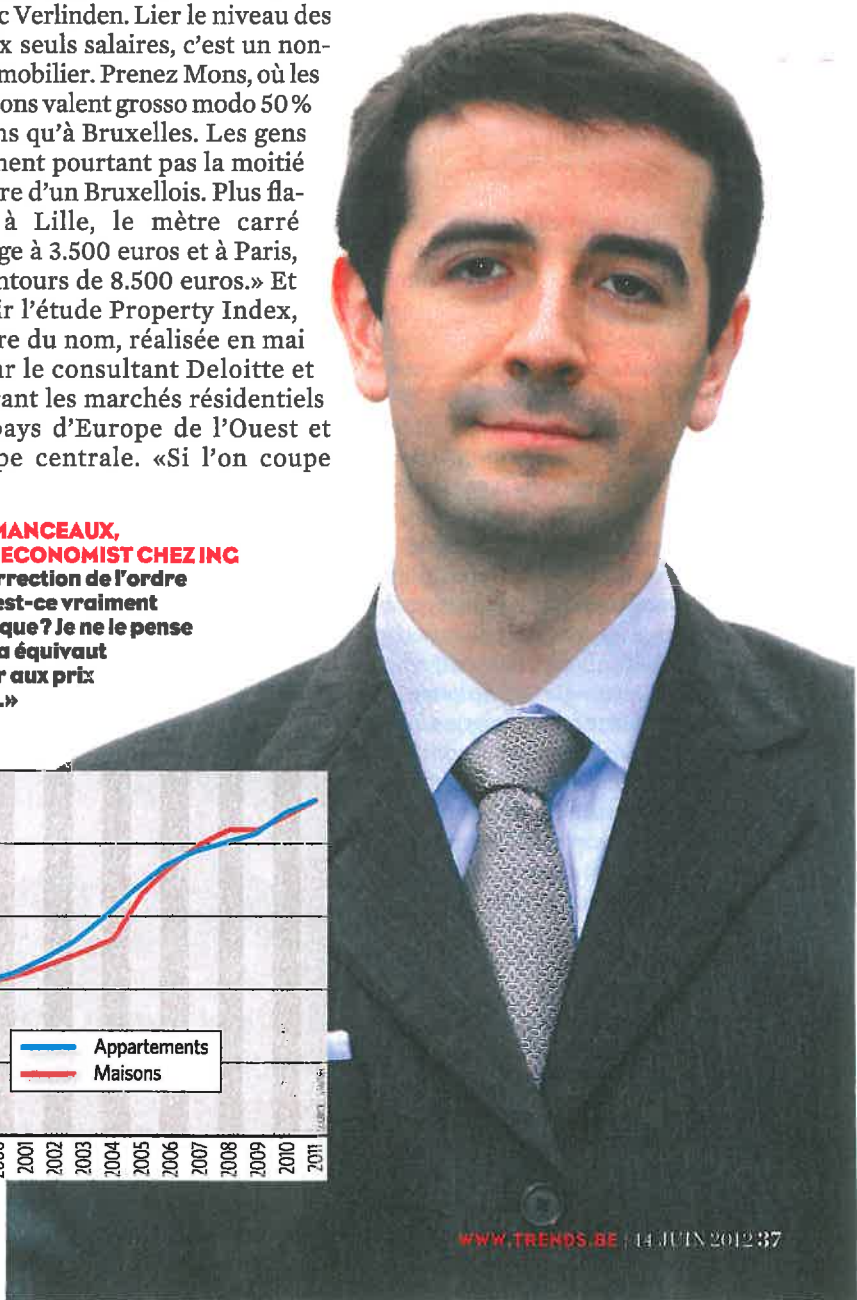
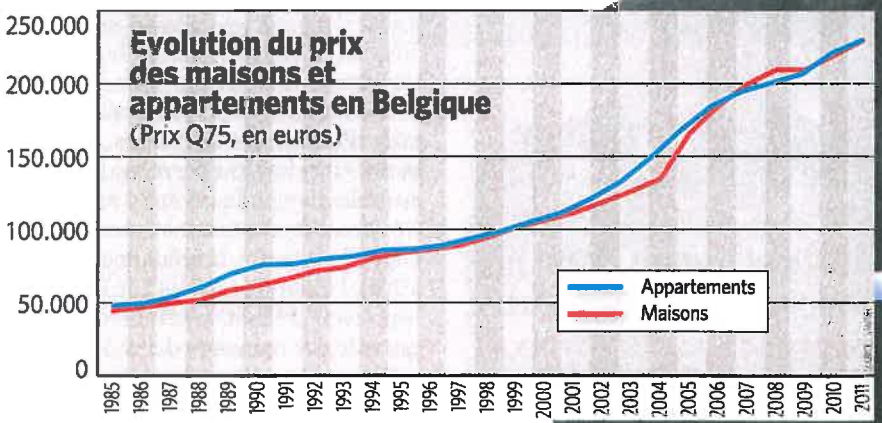
Kong. «Ces chiffres ont de quoi attrister... ou faire mourir de rire, ironise Eric Verlinden. Lier le niveau des prix aux seuls salaires, c'est un non-sens immobilier. Prenez Mons, où les habitations valent grosso modo 50 % de moins qu'à Bruxelles. Les gens n'y gagnent pourtant pas la moitié du salaire d'un Bruxellois. Plus flagrant: à Lille, le mètre carré s'échange à 3.500 euros et à Paris, aux alentours de 8.500 euros.» Et de sortir l'étude Property Index, première du nom, réalisée en mai 2012 par le consultant Deloitte et comparant les marchés résidentiels de 12 pays d'Europe de l'Ouest et d'Europe centrale. «Si l'on coupe

l'Europe en deux, les prix belges se situent dans la moyenne de la partie Ouest», situe Jean-Paul Loozen, *partner* chez Deloitte. Avec un prix moyen dépassant d'un fifrelin les 2.000 euros du m² pour une habitation neuve, le plat pays se trouve en effet au beau milieu du peloton, aux côtés de l'Autriche, du Danemark, de l'Espagne et des Pays-Bas. Loin derrière la France, le Royaume-Uni ou l'Italie. Centre névralgique du marché belge, Bruxelles et ses quelque 2.500 euros du m² brille aussi par sa modération, derrière Londres ou Paris, bien sûr, mais aussi Amsterdam, Copenhague, Francfort, Hambourg, Lyon, Marseille, Milan ou Rome.

1 Les prix sont-ils surévalués ?

En 2010, l'Organisation de coopération et de développement économiques a frappé fort. Selon elle, les prix des

JULIEN MANCAUX, SENIOR ECONOMIST CHEZ INCG
«Une correction de l'ordre de 15%, est-ce vraiment dramatique? Je ne le pense pas. Cela équivaut à revenir aux prix de 2006.»



En termes d'accessibilité, Deloitte souligne également la pondération belge. Acquérir un appartement neuf moyen (d'une septantaine de m²) ne demande «qu'un peu» moins de quatre années de salaire brut — seuls l'Allemagne et le Danemark font mieux. «Je ne conteste pas que les prix aient grimpé ces dernières années, poursuit Eric Verlinden. Ils restent cependant raisonnables par rapport aux autres marchés européens.»

Une méthode aux nombreux manquements

Les comparaisons internationales doivent se manier avec des pincettes, insiste Bart Van Craeynest. «C'est un exercice délicat. Il est déjà ardu de le faire entre différentes régions; alors entre pays... Un exemple: les maisons belges ont tendance, en moyenne, à être plus grandes que dans les autres pays.»

Au rayon critiques, toujours, nombreux sont les observateurs à reprocher à l'OCDE de ne pas prendre en compte le formidable élan donné au marché par des taux hypothécaires plancher, ni les incitants fiscaux, tous deux de nature à muscler le pouvoir d'achat des ménages. Le parallèle avec les loyers pratiqués (et donc le rendement de l'investissement) ne fait pas plus d'heureux. Les prix immobiliers sont ceux des dernières transactions et reflètent donc les conditions du marché, soulève la Banque nationale de Belgique (BNB). Au contraire des loyers, qui sont issus de l'indice des prix à la consommation harmonisé et ne reflètent que l'évolution de baux existants évoluant au gré de l'indexation, et pas du tout le niveau des nouveaux contrats conclus. «Ce qui se retrouve dans l'indexation actuelle n'a rien à voir avec la hausse réelle des loyers, confirme Julien Manceaux. L'enregistrement des baux vient à peine de débuter et est encore très incomplet.» Dernier argument massue, asséné par Philippe Janssens, administrateur délégué du bureau Stadim. La Belgique compte un taux de propriétaires faramineux: 74% à la fin 2011 (aux alentours de 50% dans la capitale) — contre quelque 50% chez nos voisins néerlandais. «Ce qui signifie que la moyenne qualitative du parc locatif belge diminue, tant en termes de biens que de public. La population de locataires en Belgique est caractérisée

par une concentration de plus en plus importante de ménages à revenus faibles qui n'ont pas eu accès à la propriété.» Prudence, donc: ces études ne permettent pas vraiment de mesurer l'accessibilité du marché immobilier, mais plutôt de l'évolution de celle-ci. Nuance.

Evolution des prix: tout s'explique

Même si elle repose sur des données déjà plus anciennes (certains chiffres datent de 2007), l'étude réalisée en 2009 par le Fonds monétaire international résiste mieux à la critique. Parce qu'elle se fonde nettement plus sur l'évolution de facteurs traditionnels d'explication des prix, comme le PIB, les revenus, la démographie ou encore les

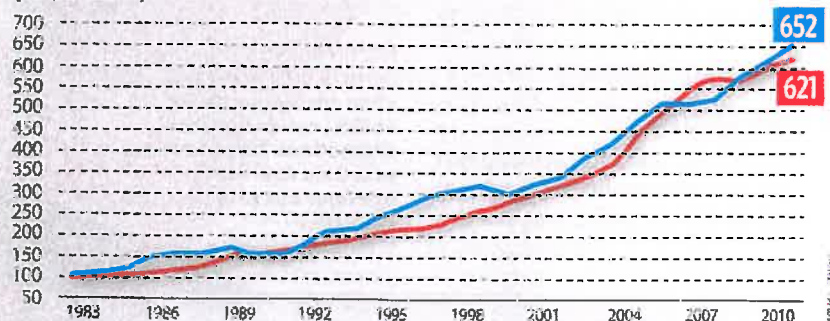
conditions de financement. «En Europe, les prévisions du FMI se sont globalement vérifiées, avec un peu de retard, glisse Julien Manceaux. Seule la Belgique, protégée par son imposant matériel d'épargne, a fait exception. Mais attention, il subsiste toujours un peu de flou dans ces comparaisons internationales, il est malaisé de parler de surévaluation. Pour ce faire, mieux vaut se pencher sur les caractéristiques de chaque pays.»

Un exercice auquel s'est livré le bureau Stadim, qui scrute les prix immobiliers depuis près de 30 ans. L'exercice démarre en 1983. «Une année où le marché avait atteint le creux de la vague après la chute démarrée lors de l'été 1979, renseigne Philippe Janssens. Nous avons le sentiment qu'il y avait là un nouvel équilibre.» Qu'est-ce qui influence le prix des habitations? **L'inflation**, en toute logique, qui se répercute dans les salaires, les loyers



PHILIPPE JANSSENS, ADMINISTRATEUR DÉLÉGUÉ DU BUREAU STADIM
«En 1983, un emprunt sur 20 ans s'effectuait à un taux tournant autour de 14%. Fin 2011, il était de 3,9%.»

Explication de l'évolution des prix (1983-2011)



«Il est correct de dire que les prix sont surévalués. Mais surévaluation ne rime pas forcément avec chute dramatique des prix.»

et le coût de la vie en général. **Le pouvoir d'achat des ménages**, évidemment. «Il existe une corrélation directe entre le niveau de revenus et les prix. Ces deux facteurs constituent ce que j'appelle la pente, la tendance. De 1983 à 2011, l'inflation a grimpé de 85,2%. Et le pouvoir d'achat, le revenu troisième quartile des ménages, de 59,3%.»

Facteur numéro trois: **L'évolution**

Le ciel fiscal s'obscurcit

Une première inconnue : la déductibilité fiscale liée au prêt hypothécaire va-t-elle survivre à 2014 ? Voilà qui concerne environ 2,7 millions de ménages belges et pèse quelque 1,5 milliard d'euros par an. Dans le cadre de la réforme de l'Etat, ce mécanisme passera du niveau fédéral à l'échelon régional, dès 2014. S'il semble communément admis qu'il sera maintenu pour les personnes qui en bénéficient déjà, qu'en est-il pour les autres ? Institution dans le paysage belge, cet avantage n'en essuie pas moins quelques critiques. Dont celle-ci est-il judicieux de la part des autorités de biaiser de la sorte le choix entre location et acquisition ? Autre reproche : stimulant l'achat à crédit, la déductibilité favorise la montée des prix de l'immobilier. «Ce traitement fiscal devrait subsister, estime Bart Van Craeynest (Petercam). Toute modification devra être envisagée avec la plus grande prudence, insiste Julien Manceaux, afin de limiter l'impact négatif potentiel.» Autre mesure qui pend au nez du marché : l'Etat pourrait bien avoir envie de récupérer l'écart qui existe depuis 2004 entre les revenus du précompte immobilier et les prix des habitations. Un manque à gagner estimé à 1,5 milliard d'euros par an. Trois pistes existent, selon ING. Refaire le cadastre — solution la plus juste mais lente et coûteuse. Augmenter le précompte — la voie la plus rapide mais aussi la plus «injuste». «Entre les deux se situe la taxation des loyers, explique Julien Manceaux. Ce à quoi on se prépare avec l'enregistrement des baux.» ING met en garde : si le principal danger pour le marché réside dans la hausse des taux, des mesures fiscales trop radicales pourraient aussi entraîner des baisses de prix, alourdissant la correction de 15 % déjà annoncée.

des taux hypothécaires. «En 1983, un emprunt sur 20 ans s'effectuait à un taux tournant autour de 14 %, rappelle le patron de Stadim. Fin 2011, il était de 3,9 %.» De quoi «booster» la capacité d'emprunt sur 20 ans de 87,1 %. A quoi s'ajoute enfin **la durée du prêt**, qui s'est allongée au fil des ans, donnant de l'oxygène : + 18,2 %. Mélangez le tout et vous obtenez une accélération de 100 à 652. Durant la même période, le prix des maisons d'habitation s'est hissé du niveau 100 en 1983 à 621 à la fin 2011 (voir tableau «Explication de l'évolution des prix»). «Les prix ont presque exactement suivi ces paramètres, se félicite Philippe Janssens. Ça colle !» Voilà qui laisse peu de place à une quelconque surévaluation. La conclusion lui semble imparable : qui veut se pencher sur sa boule de cristal et envisager l'évolution des prix de l'immobilier dans les années à venir doit tenir à l'œil la conduite de ces quatre paramètres.

2. Les prix vont-ils chuter ?

Au moins une chose sur laquelle tout le monde s'accorde : l'âge d'or est derrière nous. Non, les prix ne connaîtront

74
POUR CENT
Le taux de Belges propriétaires à la fin 2011. A titre de comparaison, les Néerlandais ne sont que 50 % à posséder un bien immobilier.



PHOTO NEWS



BART VAN CRAEYNEST, «CHIEF ECONOMIST» CHEZ PETERCAM
«Le marché hypothécaire est encore très sain dans notre pays. Il n'a pas généré de produits exotiques comme aux Etats-Unis ou aux Pays-Bas.»

plus, à moyen terme du moins, une hausse aussi soutenue que celle qu'ils ont affichée entre 2000 et 2008, doublant quasiment. Une fois ce constat posé, les avis divergent. «A titre personnel, je ne vois pas venir de grandes variations de prix dans le futur», s'avance prudemment Bart van Opstal, le président de la Fédération royale du notariat belge. Même circonspection chez Century 21. «Nous prévoyons une stabilisation pour 2012, sans hausse ou baisse particulière. A plus long terme, c'est difficile à dire, cela dépend du pouvoir d'achat, des mesures fiscales, du taux d'intérêt, de la situation de la zone euro. Il n'y a toutefois pas lieu d'être alarmiste !»

Alarmiste, Julien Manceaux ne l'est pas. Ce n'est pas pour autant qu'il ➔

BART VAN OPSTAL, PRÉSIDENT DE LA FÉDÉRATION ROYALE DU NOTARIAT BELGE
«A titre personnel, je ne vois pas venir de grandes variations de prix dans le futur.»

REPORTERS



ERIC VERLINDEN, ADMINISTRATEUR DÉLÉGUÉ DU RÉSEAU TREVI

«Depuis une trentaine d'années, le marché belge se montre très modéré tant dans les hausses que dans les baisses. A regarder les pays qui nous entourent, nous sommes incroyablement provinciaux dans nos comportements.»

annonce des lendemains qui chantent: sa dernière étude en date émet comme hypothèse réaliste une baisse des prix de l'ordre de 15%, voire plus, à l'horizon 2014. Reconnaissons-lui une certaine constance: dès 2009, il tenait un discours similaire, évoquant même l'existence d'un scénario catastrophe voyant les prix reculer de 40%. Un document qui avait été voué aux gémonies à l'époque par une bonne partie du secteur. Et dont les conclusions ne se sont jamais réalisées. Un plantage? «La correction de la fin 2009 a été plus légère que prévue et a duré moins longtemps», reconnaît l'économiste. Car le marché a été soutenu par des taux d'intérêt qui ont encore diminué et par l'épargne, la part d'apport personnel dans les achats.

ING se trompe-t-elle à nouveau?

C'est la question qui tue: s'il s'est trompé il y a trois ans, pourquoi serait-il dans le bon cette fois-ci? «L'objectif

n'est pas de faire comme Nouriel Roubini et d'annoncer chaque année une catastrophe. A ce rythme, on finit toujours par avoir raison un jour ou l'autre, sourit Julien Manceaux. J'explique simplement qu'une correction de 15% n'est pas à exclure et surtout, quels sont les mécanismes macroéconomiques qui se cachent derrière. Les facteurs qui influencent les prix sont connus. L'idée est donc de se pencher sur ces moteurs de croissance et d'inspecter leur évolution: vont-ils continuer à tourner ou, au contraire, se retourner?»

A ce petit jeu-là, le seul facteur positif qui joue en faveur d'une augmentation des prix est la hausse de la démographie, et donc de la demande en logements. Du côté des autres moteurs, les nouvelles sont moins bonnes. C'est dans l'air du temps, restrictions budgétaires obligent: la fiscalité qui pèse sur l'immobilier risque de s'alourdir (lire l'encadré «Le ciel fiscal s'obscurcit»). La vraie mauvaise nouvelle viendrait des conditions de financement. «The only way is up», note Julien Manceaux. Certes, les taux hypothécaires sont encore bas (3,9% en moyenne pour les emprunts fixes de plus de 10 ans). «Ils le resteront encore un bon moment, puisqu'il est question que la BCE baisse son taux de 25 points de base.» Mais ils sont amenés à remonter, insiste ING. Quand? «Au plus tôt en 2014.» Une hausse de 100 points de

base grignoterait le pouvoir d'achat de quelque 10%, calcule ING. Un retour au niveau d'octobre 2008 s'accompagnerait donc d'une perte de pouvoir d'achat de 15%.

«La hausse sera modérée, prévoit Bart Van Craeynest. Mais cela ne peut continuer à descendre; nous retrouverons des taux normaux pour la Belgique, compris entre 4 et 5%. Et cela va en tout cas peser sur l'immobilier.» A moyen ou long terme, cette remontée des taux est le risque principal qui menace le marché, estime Jean-Paul Loozen. «Une hausse légère peut être absorbée en un an ou deux par un marché qui ne voit pas ses prix baisser mais son activité ralentir, analyse Philippe Janssens. Par contre, une remontée plus sensible constituerait un coup de frein sur les prix.»

On l'a vu: les taux ne sont pas tout. La Belgique ne serait-elle pas à même d'amortir leur remontée? Difficilement, selon Julien Manceaux. L'allongement de la durée des prêts ne semble pas être une option. «Ces dernières années ont vu la naissance de pas mal d'innovations financières, faisant qu'il restait intéressant pour les banques de prêter sur le long terme. A présent, il n'y a plus de marché pour les titres adossés à des crédits; prêter à long terme redevient relativement cher.» Et puis, la capacité d'endettement du Belge n'est pas extensible à l'infini. «Depuis 2008, la mensualité moyenne tourne autour des 850 euros et n'augmente plus. L'ensemble des sommes prêtées, rapporté à la masse salariale, est remarquablement constant dans le temps: environ 25%.» «L'endettement des ménages belges a pratiquement doublé en 10 ans; cette dynamique ne peut se poursuivre. Une stabilisation est l'hypothèse la plus réaliste», estime Bart Van Craeynest.

Crédits hypothécaires pour l'achat

Année	Montant moyen	Nombre
1996	61.591	56.242
1997	64.421	62.491
1998	67.098	64.421
1999	73.288	73.679
2000	73.601	63.719
2001	78.823	61.783
2002	84.666	68.348
2003	93.105	79.803
2004	101.948	76.950
2005	115.288	100.456
2006	123.556	97.815
2007	126.176	97.015
2008	126.683	95.164
2009	125.496	91.455
2010	129.985	109.818
2011	132.272	112.862
2012	132.598	24.906

L'épargne, seul amortisseur

Si la partie empruntée reste constante, reste l'épargne comme seule variable d'ajustement à même de contrer l'effet de taux plus vigoureux. Or, pour ING, le transfert de l'épargne vers la brique qui a sauvé la Belgique en 2009 ne peut se poursuivre *ad vitam aeternam*. D'accord, la part de l'apport personnel a encore grimpé en 2011, pour atteindre une moyenne de 35%.

Les jeunes ne sont pas (trop) à plaindre

L'idée a la peau dure: il devient de plus en plus malaisé pour les jeunes d'accéder à la propriété. Antienne infondée ou dure réalité? Une chose est sûre, indique-t-on chez ING: les fortes hausses de prix enregistrées entre 2000 et 2008 ont compliqué l'accès à la propriété des ménages sans épargne. Or la part d'apport personnel dans un achat augmente avec le compte des années. «Pour les jeunes, cela a toujours été laborieux, et ça l'est encore», entend-on chez BNP Paribas. La mission n'a cependant rien d'impossible, rassure-t-on chez Petercam. «Certains marchés, chers, ne sont pas faciles d'accès, comme la capitale. Mais ils l'ont toujours été. D'autres régions sont toujours abordables. Il faut s'adapter, peut-être limiter ses attentes. Le marché est accessible, même si ce n'est peut-être pas la région où la maison rêvée.»



RENTY IMAGES

Chez Century 21, on ne s'en fait pas non plus pour la jeune génération. «Il y a encore 10 ans, on s'engageait dans l'immobilier vers 30 ou 40 ans, en visant la maison de ses rêves. Aujourd'hui, les jeunes en parlent beaucoup plus tôt, quitte à acheter plus petit pour revendre par la suite. La jeune génération est très

créative: on achète à plusieurs, plus petit, un bien ancien à rénover... et l'on se fait aider. C'est vrai, les «mediors» et les «seniors» vivent plus âgés et profitent plus de la vie, mais une fois que les enfants ont quitté le nid, de nombreuses maisons deviennent trop grandes. Les parents la revendent, achètent un appartement et peuvent aider leurs enfants avec une partie du produit de la vente. Plus tôt que ce qui se faisait avant. C'est une tendance à ne pas négliger.»

Mais si l'on prend les 55 % de dossiers présentant l'apport le plus bas, ce dernier atteint en moyenne... 0 euros. Autrement dit, la croissance enregistrée est concentrée sur peu de monde. Stimulé par la loi sur les donations, ce transfert générationnel d'épargne risque d'être freiné non seulement par le fait que les gens vivent plus longtemps, mais aussi qu'ils vivent «mieux». En 2000, un ménage de 65 ans dépensait 65 % de ce qui sortait du portefeuille d'un ménage «moyen»; neuf ans plus tard, cette proportion était passée à 75 %. «Il n'est pas exclu que l'apport personnel recule, estime l'économiste d'ING. En tout cas, aller plus loin semble irréaliste.»

Fiscalité alourdie, pouvoir d'achat rogné par les taux, autres moteurs ne pouvant monter en régime: voilà qui devrait peser sur les prix des habitations. Pas de quoi trembler toutefois, rappelle prudemment Julien Manceaux. «Une correction de l'ordre de 15 %, est-ce vraiment dramatique? Je ne le pense pas. Cela équivaut à revenir aux prix de 2006. Un petit impact pour le Belge ayant acheté entre 2006 et 2012: il fera sa plus-value sur une période plus longue. Pour les autres, cela ne changera pas grand-

chose.» Car correction des prix ne rime pas forcément avec chute brutale, rappelle le *chief economist* de Petercam. «Endettement, taux ou prix: la Belgique a sans doute atteint ses limites, voire les a même légèrement dépassées. Après 10 années très favorables, il faut s'attendre à 10 ans plus pénibles, sous peine d'être confrontés à une véritable surévaluation, dangereuse celle-là. Le scénario le plus réaliste est une stabilisation des prix durant quelques années, alors que l'inflation et la croissance se poursuivent. Un développement des prix inférieur à l'inflation totale: c'est une forme de correction, modérée, en termes réels. Et nettement plus probable qu'une chute telle que la connaissent les Pays-Bas. Une

Les fortes hausses de prix enregistrées entre 2000 et 2008 ont compliqué l'accès à la propriété des ménages sans épargne.

sorte d'atterrissage en douceur.»

Tout modéré soit-il, ce scénario n'emporte pas l'adhésion de tous. Certainement pas celle d'Eric Verlinden. «C'est une analyse de financier qui est basée sur une erreur importante. Elle n'inclut pas un élément essentiel: la modification des modes de vie. En 2003, la superficie moyenne d'un appartement neuf tournait autour de 94 m², contre 76 actuellement. Je crois que l'ensemble des villes européennes se dirigent vers une hausse des prix et une diminution des surfaces. Cette tendance va faire la différence sur le marché.» Le patron de Trevi ne nie pas qu'une hausse des taux rendra plus ardu l'accès à la propriété pour des ménages ne disposant pas d'un capital de départ. «Comme partout ailleurs, le marché locatif va prendre de l'ampleur, tandis que le marché acquisitif sera de plus en plus aux mains d'investisseurs institutionnels ou de machines d'investissement. Il ne faut pas oublier que l'immobilier sert à loger des gens. Et que les réserves foncières s'épuisent. Les prix du résidentiel vont continuer à grimper. D'ici 10 ans, ils auront encore pris 50 %. Et encore, si je suis pessimiste.» ©