

Focus on Belgian real estate

Quid des hausses de prix sur le marché immobilier?

Si les prix ont augmenté dans les années 70 et 80 au moment où la génération du baby boom avait atteint l'âge d'acheter une maison, pourraient-ils dès lors baisser maintenant que cette génération se trouve du côté des vendeurs ? Dans cet article, nous tentons de répondre à cette question.

Dans la seconde moitié du vingtième siècle, la demande de logements a augmenté avec la génération baby boom, mais celle-ci a vieilli et le marché immobilier va devoir subir les conséquences, surtout au niveau de la valorisation de l'immobilier résidentiel, un facteur qui touche directement ou indirectement tout le monde (propriétaire, futur propriétaire ou locataire).

Plus d'un demi-million d'habitations vont changer de mains dans les prochaines années. Face à l'importance des besoins en matière de logements, il va en effet falloir tenir compte de la réutilisation du parc immobilier existant et ne pas compter uniquement sur les nouvelles constructions.

Naturellement, les incertitudes sont nombreuses dans ce type d'analyse. L'éclatement de la cellule familiale jouera notamment un rôle très important. Une des premières questions à se poser est aussi de savoir si le marché immobilier est équilibré. Malheureusement, les doutes sont également permis à ce sujet. Une chose paraît néanmoins certaine : le secteur de la construction va profiter des activités de rénovation des jeunes ménages.

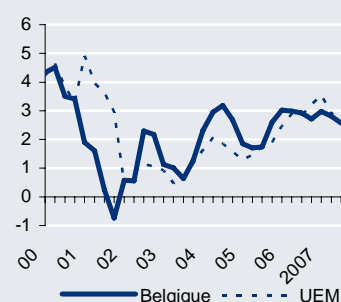
Economics department

Ivan Van de Cloot

Economic Research, ING Belgique
Bruxelles (32) 2547 3161
Ivan.Van-de-cloot@ing.be

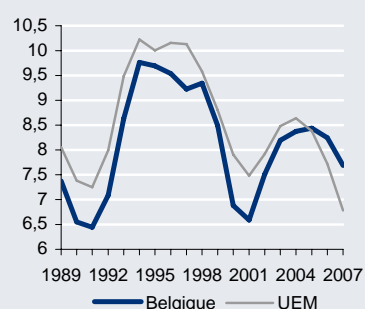
mars 2008

Le pic de croissance est passé



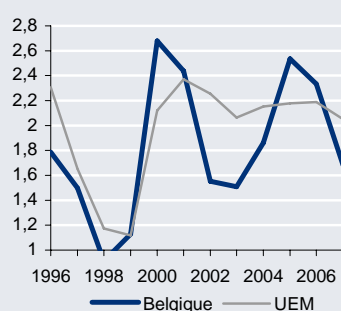
Source: Thomson Financial Datastream

Taux de chômage (%)



Source: Thomson Financial Datastream

Inflation (harmon., %)



Source: Thomson Financial Datastream

Prix du logement sous pression en raison du vieillissement de la population?

Au cours de la seconde moitié du vingtième siècle, la demande de logements a augmenté avec la génération baby boom, mais celle-ci a vieilli et le marché immobilier va devoir subir les conséquences, en particulier au niveau de la valorisation de l'immobilier résidentiel. Ce facteur touche directement ou indirectement tout le monde, que ce soit le propriétaire, le futur propriétaire ou le locataire.

Aux Etats-Unis, on avait déjà remarqué à la fin des années 80 que le vieillissement de la génération baby boom pouvait provoquer de fortes pressions à la vente sur le marché immobilier.

Les "babyboomers" avaient déclenché une vague d'achats, qui n'était pas restée sans conséquences sur le niveau des prix. Aujourd'hui, on assiste plutôt à une diminution de la population en âge d'acheter un logement (25-35 ans). L'hypothèse d'une chute des prix des actifs ("*asset price meltdown*") ne fait toutefois pas l'unanimité.

Pourquoi les prix pourraient baisser

Si les prix ont augmenté au moment où les "babyboomers" étaient en âge d'acheter dans les années 70 et 80, alors les prix pourraient diminuer maintenant qu'ils se trouvent du côté des vendeurs.

Il est possible que nous assistions à une forte chute des prix du logement. Conformément à la règle qui veut que *tout ce qui monte doit redescendre* ("*what goes up must come down*"), on pourrait être tenté de penser que si les prix ont augmenté au moment où les "babyboomers" étaient en âge d'acheter dans les années 70 et 80, les prix devraient normalement retomber maintenant que les babyboomers se trouvent du côté des vendeurs.

En 1989, une étude de Mankiw et Weil prévoyait que les prix des logements aux Etats-Unis allaient baisser de 47% avec le vieillissement de la population¹. Paradoxalement, cette étude semble davantage pertinente pour l'Europe que pour les Etats-Unis. Suite à l'immigration massive (en partie illégale) qu'ont connue les Etats-Unis depuis lors, la chute de la demande immobilière a en partie été compensée par l'arrivée des nouveaux Américains. C'est nettement moins le cas en Europe, à l'exception de quelques pays particulièrement ouverts aux nouveaux migrants (Irlande, Royaume-Uni et Espagne).

Etant donné la segmentation du marché immobilier, tous les types d'habitations ne vont pas être touchés de la même façon.

Toutefois, la plupart des autres chercheurs s'attendaient à **des baisses de prix moins importantes** que celle prévue par Mankiw et Weil. Il est également important de savoir que le marché immobilier est segmenté et que tous les types de logements ne vont pas être touchés de la même manière. Ainsi la demande dans la tranche de population située entre 25 et 35 ans va nettement diminuer dans les prochaines années. Il s'agit donc des jeunes ménages avec enfants qui sont à la recherche d'une habitation plus grande. La pression démographique va stimuler le prix des habitations prisées par les ménages dont les enfants volent déjà de leurs propres ailes.

Les études menées par James Poterba vont également à l'encontre de l'hypothèse d'une forte chute des prix des actifs. Ce dernier estime, en effet, que les fortes hausses des prix dans le passé n'étaient qu'en partie dues à des facteurs purement

¹ Mankiw, N.G. & Weil, D.N. (1989), "The Baby Boom, the Baby Bust and the Housing Market", Regional Science and Urban Economics, Vol.19, pp.235-258.

démographiques, même s'il reconnaît que les bouleversements démographiques auxquels nous allons faire face pourraient aussi occasionner d'importants changements².

Les facteurs de demande et d'offre pourraient se compenser ou se renforcer l'un l'autre

Par ailleurs, on peut se demander si les autres facteurs pouvant justifier des hausses de prix dans le futur seront suffisamment favorables pour jouer leur rôle de contrepois. L'analyse est rendue difficile par le fait qu'il est plus facile d'évaluer les facteurs de demande (revenus, taux d'intérêt et facteurs démographiques) que les facteurs d'offre. Quelle sera l'influence de l'aménagement du territoire sur les prix du logement dans les 10 à 15 prochaines années? S'il existe une véritable volonté politique de préservation des espaces verts, cela pourrait être un facteur de soutien pour les prix.

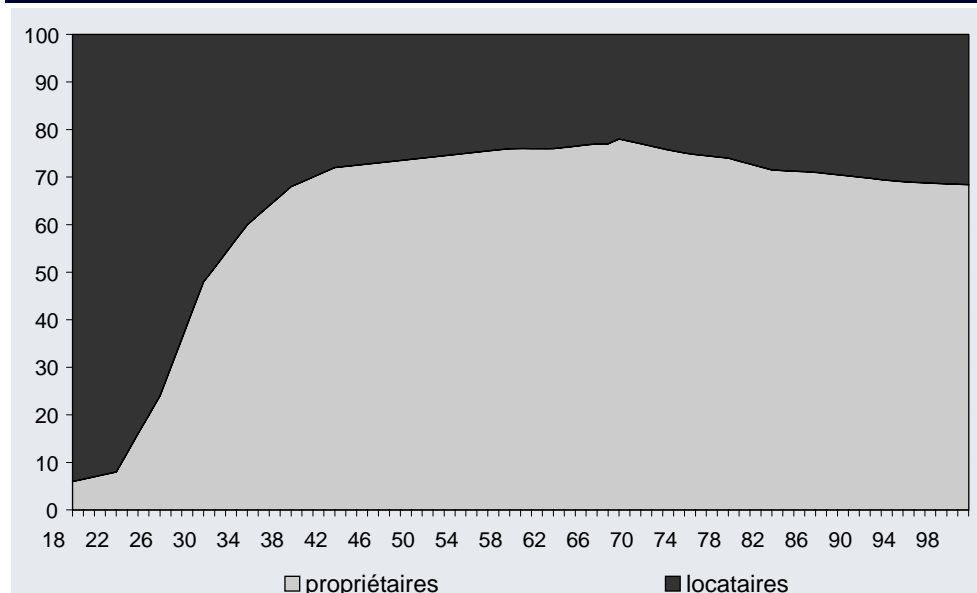
De plus, les économistes doutent de l'efficacité du marché immobilier. Si les acteurs du marché se laissent trop longtemps guidés par les émotions et un comportement grégaire (cf. la bulle aux Etats-Unis), l'irrationalité peut provoquer d'importantes divergences par rapport à l'équilibre fondamental du marché.

Davantage de propriétaires dans les tranches d'âge plus élevées

Les "babyboomers" qui ont aujourd'hui atteint ou dépassé l'âge de la pension sont, dans une large mesure, propriétaires.

En Belgique aussi, les propriétaires sont plus nombreux chez les personnes âgées de plus de 40 ans (graphique 1). Dans les années 60 et 70, on a en effet assisté à une grande démocratisation de la propriété dans notre pays. Par conséquent, les "babyboomers" qui atteignent aujourd'hui l'âge de la pension ou qui l'ont déjà atteint sont, dans une large mesure, propriétaires.

Graphique 1 Propriété en fonction de l'âge (en 2001)



Source: DGSIE, ING

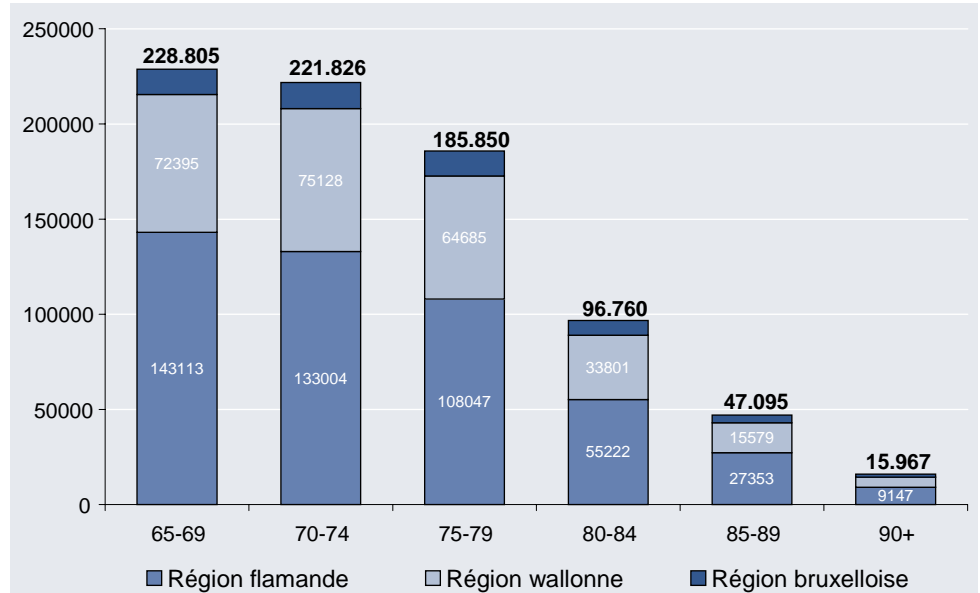
Plus d'un demi-million de maisons supplémentaires vont entrer sur le marché dans les prochaines années.

L'offre sur le marché va donc augmenter à mesure que la génération de la guerre va disparaître et que les habitations vont passer dans les mains de personnes dans la soixantaine déjà propriétaires. Dans quelle mesure cette offre pourra être absorbé?

² Engelhardt, G.V. & Poterba, J.M. (1991), 'House Prices and Demographic Change' in Regional Science and Urban Economics, Vol.21, pp.539-546

Le graphique 2 montre que plus d'un demi-million de maisons vont changer de mains dans les prochaines années. A l'heure actuelle, environ 115.000 habitations (y compris les appartements) changent de propriétaire chaque année.

Graphique 2 Nombre de maisons détenues par les 65+ (en 2001)

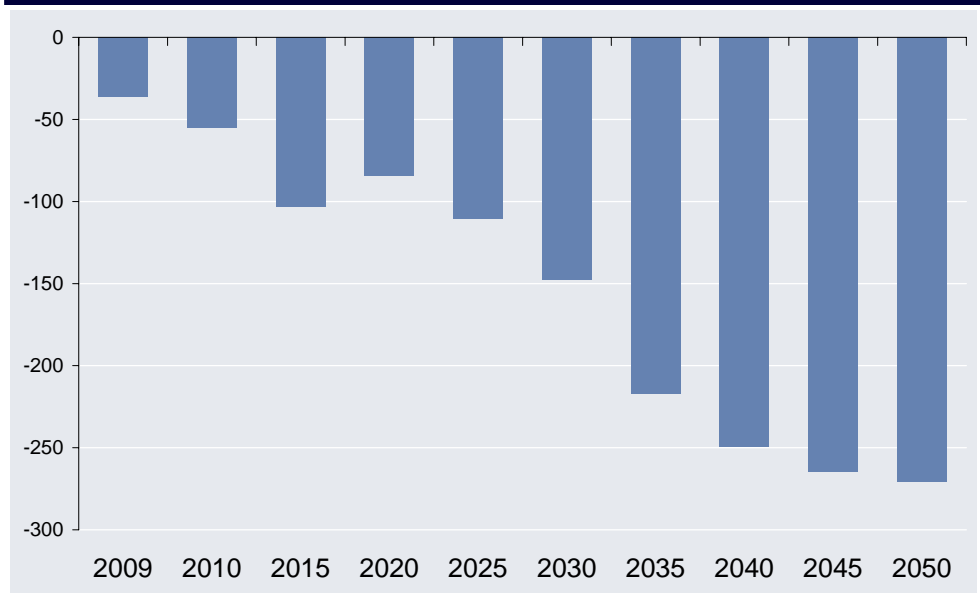


Source: DGSIE, ING

Qui va absorber cela?

Il ne faut pas oublier que le vieillissement de la population (augmentation de l'espérance de vie et effet du baby boom) ne constitue pas la seule évolution démographique que la société belge doit absorber. La dénatalité (notamment due à un affaiblissement de la fertilité) implique également une diminution du nombre de ménages en âge d'acheter un logement (voir graphique 3).

Graphique 3 Diminution de la tranche de population en âge d'acheter un logement (cumulatif p.r. à 2008, en milliers)



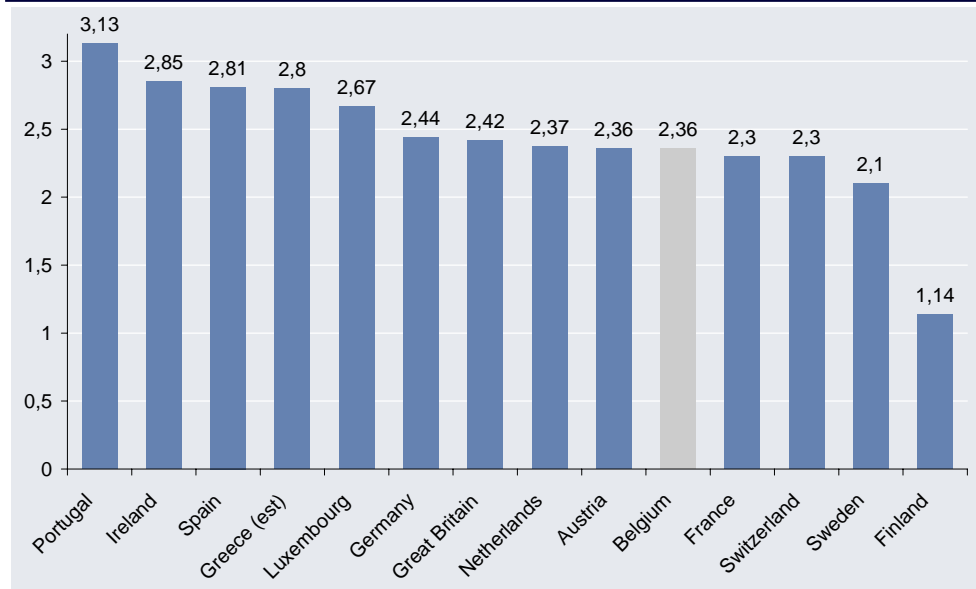
Source: DGSIE, Bureau fédéral du plan, traitement ING

**L'éclatement de la cellule
familiale peut s'avérer
positive pour la demande de
logements**

Cette analyse nous a déjà montré qu'il fallait s'attendre à un accroissement de l'offre (de l'ordre d'un demi-million de nouvelles habitations) en raison des évolutions démographiques et que la demande potentielle allait se trouver sous pression en raison d'une population jeune moins nombreuse (diminution de 100.000 d'ici à 2015).

La réduction de la taille des ménages de même que l'éclatement de la cellule familiale constituent des facteurs qui compensent, en partie, la diminution du nombre de jeunes. En 1961, chaque habitation comptait 3,8 habitants. Ce chiffre est tombé à 3,2 en 1980 et à 2,5 en 1994. On peut supposer que l'érosion de la cellule familiale (séparations, célibat...) va continuer à alimenter les besoins en logements. En effet, il existe des pays où la taille de la famille est encore inférieure à celle en Belgique (voir graphique 4). Il existe néanmoins deux raisons de croire que cela ne suffira pas pour absorber l'offre. Tout d'abord, les prévisions démographiques dans le graphique 3 tiennent déjà compte de la réduction de la taille des ménages. On peut toutefois supposer que celle-ci a été sous-estimée. Ensuite, il est possible que même une forte diminution de la taille des ménages ne sera pas suffisante pour absorber l'offre supplémentaire de plus d'un demi-million d'habitations. Il y aura en outre une évolution discordante entre, d'une part, une offre qui se compose surtout des parties les plus anciennes du parc immobilier et, d'autre part, des ménages qui deviennent de plus en plus petits. Un exemple suffit pour montrer l'importance de l'éclatement de la cellule familiale : pour passer de 2,4 à 2,3 personnes par habitation, il faudrait 200.000 habitations supplémentaires.

Graphique 4 Taille moyenne des ménages par habitation (nombre de personnes, en milliers)



Source: ERA

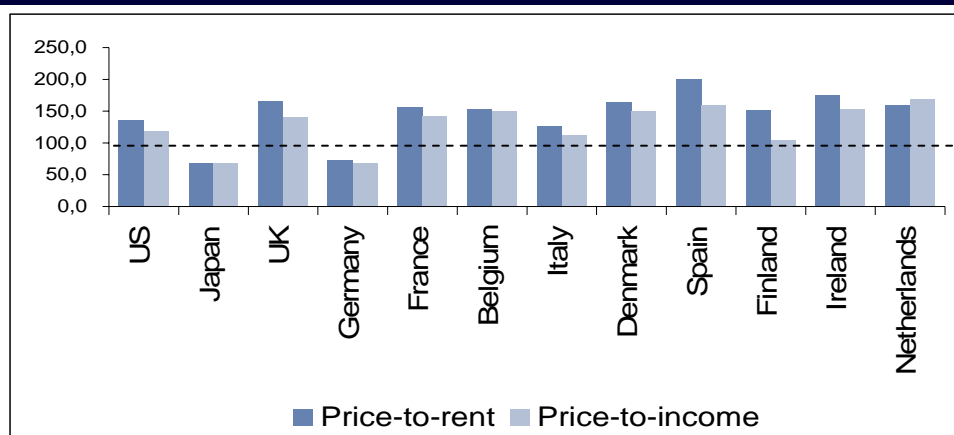
Dans quelle mesure le marché immobilier est-il efficient?

**Il est important de savoir si
on part d'un marché
immobilier équilibré**

On peut évidemment se demander si les facteurs fondamentaux de demande et d'offre tels que décrits ci-dessus exercent beaucoup d'influence sur la formation finale des prix sur le marché immobilier. Les exemples de marchés immobiliers où les prix sont supérieurs à la valeur fondamentale ne manquent pas à l'heure actuelle. Nombreux sont ceux qui semblent ignorer que les prix dans beaucoup de pays européens ont augmenté davantage qu'aux Etats-Unis. De même, certains outils de valorisation tels

que les ratios prix/loyer et prix/revenus (voir graphique 5) sont plus élevés dans la plupart des pays européens. Naturellement, une grande différence réside dans le fait que l'Europe n'a pas vraiment connu les excès qui ont touché le marché du crédit US. Pourtant, il n'est donc absolument pas exclu que les prix immobiliers soient également surévalués sur le vieux continent. La crise du crédit aux Etats-Unis a néanmoins prouvé qu'une baisse des prix ne dépendait pas uniquement de la surévaluation de ceux-ci, mais qu'un élément déclencheur est présent à la base d'une correction. Aux Etats-Unis, il s'agit des excès observés dans l'octroi de crédit. Il faudra peut-être attendre longtemps avant de voir une telle correction toucher notre pays. Peut-être même jusqu'en 2015, lorsque le marché immobilier n'aura d'autre choix que de s'adapter aux évolutions démographiques.

Graphique 5 Valorisation des prix immobiliers (ratios prix-loyer et prix-revenus)



Source: OCDE, ING Belgique

Bonnes perspectives pour le secteur de la construction (rénovation)

De plus en plus de jeunes rénovent de vieilles habitations, ce qui stimule le secteur de la construction et de la rénovation

En conclusion, les hausses de prix qui ont déjà eu lieu (à hauteur de 6% sur base annuelle) ne sont pas tenables à long terme. On peut d'ailleurs affirmer avec encore plus de certitude que le marché immobilier montrera un tout autre visage dans les 10 à 15 prochaines années. Beaucoup de maisons vont changer de mains et cela devrait stimuler le secteur de la construction et de la rénovation dans notre pays. Le tableau 1 montre, par exemple, que déjà en 2001, 41% des ménages avec un chef de famille âgé de moins de 35 ans habitaient dans un logement datant d'avant 1945. Pour les personnes âgées de plus de 65 ans, le pourcentage n'était que de 34%.

Tableau 1: Construction et rénovation en fonction de l'âge

	avant 1919	1919-45	1946-70	après 1970	rénovations
< 35 ans	19%	22%	29%	30%	18%
35-49 ans	15%	18%	23%	44%	15%
50-64 ans	14%	16%	30%	44%	8%
65 et plus	8%	19%	44%	19%	4%
Total	16%	18%	32%	34%	10%

Source: NIS-VWT 1991 & SEE 2001

Cela signifie que les jeunes commencent à occuper, dans une large mesure, la partie ancienne du parc immobilier. Naturellement, étant donné leur espérance de vie encore longue, cela nécessite beaucoup de travaux de rénovation. Le tableau montre d'ailleurs que les jeunes rénovent davantage que les personnes plus âgées, ce qui est tout à fait logique. Cela prouve que les prix élevés poussent les jeunes à acheter des maisons plus anciennes. Et vu la rotation des logements que nous prévoyons, cette tendance ne pourra que se renforcer.

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 Group 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 Group 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, Marnixlaan 24, 1000 Bruxelles.