

# Le marché immobilier en 2009 : correction en vue

**Julien Manceaux**

Economic Research, ING Belgique  
Bruxelles (32) 2 547 33 50  
Julien.manceaux@ing.be

**Philippe Ledent**

Economic Research, ING Belgique  
Bruxelles (32) 2 547 31 61  
Philippe.ledent@ing.be

L'amélioration des conditions de financement a favorisé le marché immobilier belge pendant la dernière décennie. Ce marché est aujourd'hui à la veille d'une correction majeure.

Sur le marché immobilier belge, l'amélioration des conditions de financement, conséquences d'une décennie de taux d'intérêt bas et de liquidités abondantes, a permis, avec une fiscalité plus favorable, aux prix des biens immobiliers de se dissocier très nettement des salaires. Il n'y a pas de précédent à cette situation et elle est récente. Croire que les conditions de financement vont s'améliorer continuellement est un leurre, surtout en période de crise économique et financière.

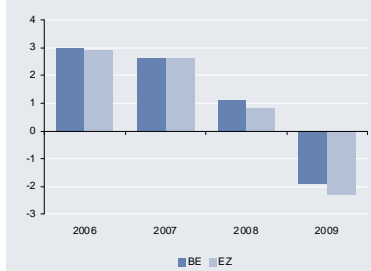
En effet, même si les taux baissent considérablement, pour la première fois, cela ne semble plus soutenir la croissance des prix : celle-ci diminue alors même que les taux baissent. Ainsi, comme les conditions de financement se resserrent et que les taux bas ne sont plus un soutien suffisant, dans l'hypothèse probable où les salaires ne sont pas ajustés, les prix seront la variable macroéconomique d'ajustement.

Une étude macroéconomique du marché indique que celui-ci entre dans une période de correction, même si celle-ci ne s'apparentera vraisemblablement pas à un « crash » comme c'est le cas dans d'autres pays européens ou aux Etats-Unis.

Pour illustrer, ceci, nous avons mis à jour la technique de calcul de l'indice d'accessibilité du marché immobilier d'ING. L'ampleur des baisses de prix qu'impliquerait une restauration du niveau d'accessibilité des biens immobiliers à son niveau de 2003 serait de 16%, soit une estimation concordante à celle que le FMI publiait pour le marché belge il y a quelque mois. Un tel ajustement de 16% paraît une hypothèse raisonnable mais le rythme de la correction reste à déterminer. La récession qui nous attend en 2009 pourrait bien impliquer une correction de 5 à 8% cette année, soit entre un tiers et la moitié de la correction attendue.

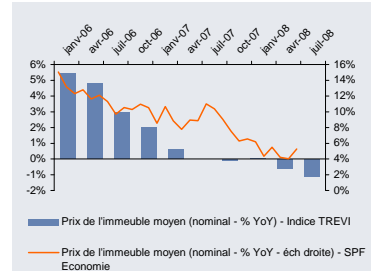
Février 2009

### BE – PIB (% YoY) et prévisions



Source: Thomson Financial Datastream

### BE – Prix de l'immobilier



Source: Thomson Financial Datastream

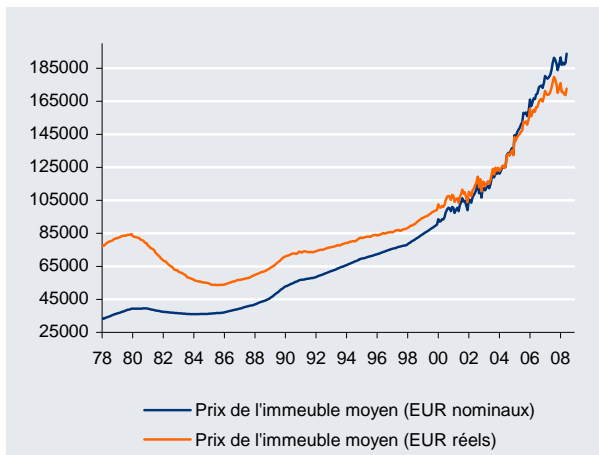
Le marché immobilier représente la confrontation de l'offre de biens immobiliers et de la demande, la résultante de cette confrontation étant le prix moyen des transactions. En réalité, l'analyse du marché immobilier n'est pas simple dans la mesure où une dégradation de celui-ci ne se traduit pas seulement par une diminution du prix moyen des transactions : d'autres variables d'ajustement peuvent agir (les délais de ventes peuvent s'allonger, le nombre de biens invendus peut augmenter) et retarder la baisse des prix, voire même l'éviter dans des périodes courtes de baisse de la demande. Ces variables d'ajustement ne sont pas examinées ici : nous nous concentrons sur la variable des prix, et plus spécifiquement du prix de la transaction finale tel qu'enregistré par le notaire<sup>1</sup>.

1. Ralentissement marqué de la croissance des prix

Parmi les multiples raisons pour lesquelles le belge a « une brique dans le ventre » (plus de trois belges sur quatre étaient propriétaires de leur logement en 2007) figure sans doute le fait qu'il s'agit là d'un investissement dont il jouira toute sa vie, en particulier à l'heure de la retraite lorsqu'il sera pleinement propriétaire. Il s'agit en outre d'un investissement qui a su se montrer rentable aux yeux des belges. En effet, si l'on considère la croissance réelle des prix des habitations (tous types de logements confondus et à l'exception des terrains à bâtir), on constate qu'elle est positive depuis 1986 (exception faite d'une brève période de diminution des prix pendant la crise de 2001-2002). Les variations peuvent cependant être amples et plusieurs périodes peuvent être distinguées. Dans la période précédant l'année 1986, on constate un ajustement des prix suite à la crise immobilière de la fin des années 1970. A cette époque, les prix, et en particulier les prix réels, avaient diminué fortement. Il faut attendre 1986 pour revoir des taux de croissance positifs, qui iront jusqu'à culminer au-delà de 10% en glissement annuel entre 1989 et 1991. Pendant les années nonante, l'immobilier belge a offert un rendement stable, la croissance des prix réels variant de 2 à 3% en moyenne annuelle. A partir de 1999 et de l'entrée dans l'Union Monétaire, les taux d'inflation annuels ont considérablement baissé, rendant très marginal l'écart entre croissance des prix réels et nominaux.

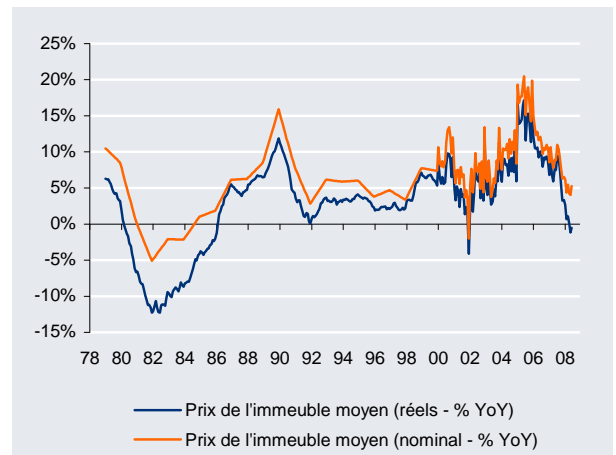
La croissance des prix est très élevée depuis 2002

Gr 1 Prix nominaux et réels



Source : SPF Economie<sup>2</sup> - Belgostat

Gr 2 Croissance des prix (nominaux et réels)



Source : SPF Economie – Belgostat – calculs ING

Après des taux de croissance très élevés en 1999 et 2001 (respectivement 6,4 et 7,8%), la crise de 2002 verra des taux de croissance réels nettement plus modérés mais la reprise sera fulgurante : en 2005, les prix ont augmenté tout au long de l'année de 15% en glissement annuel et les taux de croissance réels

<sup>1</sup> La source utilisée est le SPF Economie – données semestrielles – tous types de biens, hors terrains à bâtir.

<sup>2</sup> Les données sont annuelles puis mensualisées de 1978 à 2000 et mensuelles ensuite. Ceci explique la différence d'allure des courbes après 2000.

sont restés proches de 10% jusqu'à la fin 2006. Ce pic de croissance en 2005-2006 peut être notamment imputé au rapatriement de l'étranger de l'épargne cachée suite à la Déclaration Libératoire Unique (DLU) de 2004 et à l'uniformisation du précompte mobilier en Europe ( Directive Européenne de 2005).

*Mais elle ralentit  
fortement depuis  
2007*

Depuis l'été 2007, on assiste à un ralentissement très marqué de la croissance des prix. En termes réels, l'inflation importante de 2008 implique d'ailleurs déjà des taux de croissance négatifs (données officielles disponibles jusqu'en juin 2008) et une décroissance des prix nominaux est probablement intervenue au second semestre. Notons que d'autres indices existent aux côtés des données officielles. Le groupe immobilier Trevi notamment publie un indice des prix trimestriel. Selon cet indice, la tendance au renversement est nettement plus marquée que selon les chiffres officiels puisque l'indice a baissé de respectivement 0.6 et 1.1% (en glissement annuel) aux 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> trimestres 2008 après trois trimestres de stagnation. D'autres groupes semblent avoir des avis différents. Signalons encore l'indice Stadim qui pointait en 2007 une croissance de 9% pour les maisons et de 6% pour les appartements (contre 0,6% seulement pour TREVI) ou encore le rapport européen d'Era Real Estate qui souligne l'allongement des délais de ventes en 2008 sans soutenir la thèse d'une correction majeure.

Afin de déterminer la tendance qu'il est raisonnable d'attendre dans les prochaines années, il est intéressant d'examiner les facteurs qui influencent les prix immobiliers et de s'attarder sur leur évolution, en particulier pendant les deux autres périodes de forte diminution du taux de croissance des prix (1978 et 1990).

## 2. Les facteurs sous-jacents à l'évolution des prix

*Différents  
facteurs sont  
responsables de  
l'accélération  
passée...*

Nous examinons ici certains facteurs qui influencent les prix de l'immobilier, notamment dans les périodes de retournement comme celle qui s'annonce. Nous distinguons **(i) le revenu, (ii) les conditions de financement** (taux d'intérêt, durée, apport personnel) et, **(iii) les développements du marché primaire**. D'autres facteurs interviennent bien entendu encore dans la détermination des prix : ils sont de nature démographique (il doit il y avoir une adéquation entre le nombre de ménages et de logements) ou sociologique (les changements de composition des ménages - familles monoparentales, recomposées, etc – tendent à en accroître le nombre tout en en diminuant la taille). Au niveau régional et sous-régional, des facteurs tels que l'accès à des infrastructures, la « réputation » d'une commune ou encore la proximité de centres économiques sont aussi importants. Nous resterons ici à un niveau macroéconomique, sans pouvoir les considérer.

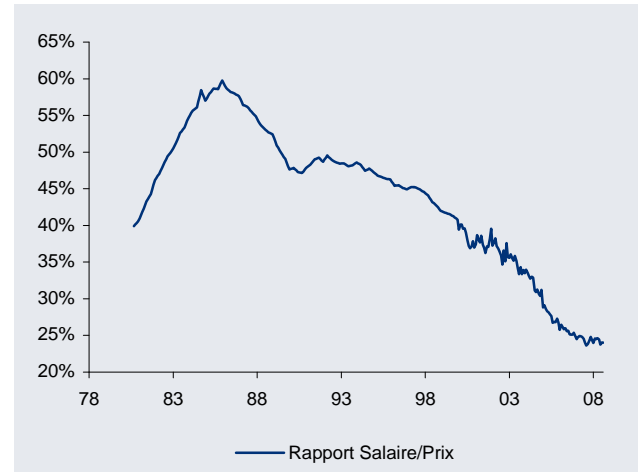
*... qui se marque  
surtout par un  
écart croissant  
entre les prix et  
les salaires*

**(i) Le revenu** du candidat acheteur joue un rôle important. Son revenu présent et l'anticipation de ses revenus futurs vont en effet déterminer le prix du bien immobilier qu'il sera prêt à supporter. Ainsi, il s'avère que l'évolution en indice (Sept. 1980 = 100) du prix des biens immobiliers vendus a d'abord progressé moins rapidement que la rémunération moyenne d'un salarié en Belgique, mais dès le début des années nonantes, la progression a été plus rapide, surtout depuis 1998<sup>3</sup> (Cf. Graphe 3). Par conséquent, le rapport exprimant le salaire annuel brut moyen et le prix moyen des transactions n'a cessé de se dégrader depuis 1990, et cette détérioration s'est nettement accélérée au cours des années 2000. Ainsi, si en 1990 le prix moyen d'une transaction immobilière représentait 2 années de salaires brut moyen, aujourd'hui, c'est de 4 qu'il s'agit.

<sup>3</sup> La rémunération moyenne est calculée en divisant la masse salariale (ensemble des cotisations comprises) par le nombre total de salariés en Belgique.

**Gr 3 Les prix de l'immobilier progressent plus rapidement que le salaire moyen ...**


Source : SPF Economie, BNB et calculs ING

**Gr 4 ...ce qui provoque une détérioration du rapport Salaire moyen/Prix du bien immobilier**


Source : SPF Economie, BNB et calculs ING

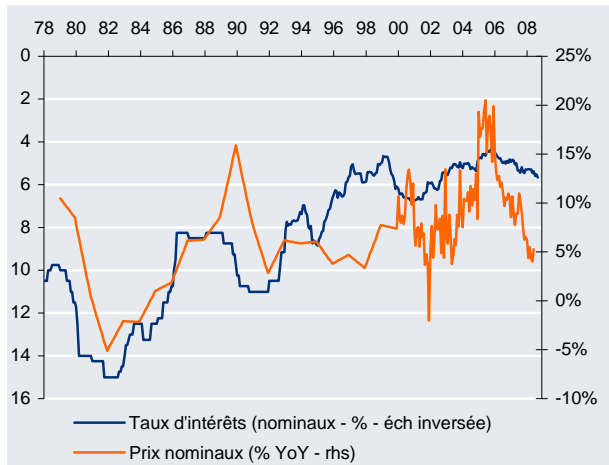
Cette baisse tendancielle du rapport entre le salaire annuel et les prix immobiliers a été permise par l'amélioration de l'accès au crédit hypothécaire, en d'autres termes par de meilleures conditions de financement. L'accélération récente de la détérioration du rapport salaire/prix est en effet concomitante à une période de taux d'intérêt très bas et d'abondance de liquidités à prêter (ce qui s'est notamment traduit par un allongement de la durée des prêts – Cf. Infra). Par ailleurs, la fiscalité a aussi joué un rôle : outre la DLU mentionnée plus haut qui a soutenu le marché une fois, il faut signaler le changement - à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2005 – du régime de déductibilité fiscale appliqué à l'annuité d'un prêt. Celle-ci étant devenue plus favorable, elle a de facto soutenu le marché. La question est donc de savoir jusqu'où le rapport salaire/prix peut se détériorer : si les conditions de financement se resserrent durablement sans que les salaires soient substantiellement ajustés à la hausse, alors on peut parler de surévaluation et la variable d'ajustement (à offre égale) est le prix. Autrement dit, dans la mesure où les prix immobiliers deviennent de moins en moins supportables pour les particuliers, si les conditions de financement cessent de s'améliorer continuellement (or, c'est un des risques que nous fait courir la crise financière actuelle), il y aura un effet modérateur sur la demande et donc, à offre égale, sur les prix. Voyons à présent comment les conditions de financement évoluent et influencent les prix.

**Les conditions de financement sont un élément déterminant de l'évolution des prix**

**(ii) Les conditions de financement** permettent (ou empêchent) l'acquisition d'un bien, c'est ce qui en fait une variable clé. Elles comprennent plusieurs éléments. Les taux d'intérêt, d'abord : s'ils augmentent, toutes autres choses étant égales par ailleurs, l'accès au crédit est plus cher, ce qui tempère la demande et pousse les prix à la baisse. A l'inverse, quand la durée du prêt accordé s'allonge, les prix peuvent augmenter plus vite. Enfin, d'autres éléments peuvent jouer : on pense par exemple à l'apport minimal du candidat acquéreur : lorsque les banques resserrent leurs conditions de crédit comme c'est le cas actuellement, elles peuvent exiger qu'il augmente, tempérant ainsi la demande sur le marché et donc les hausses de prix.

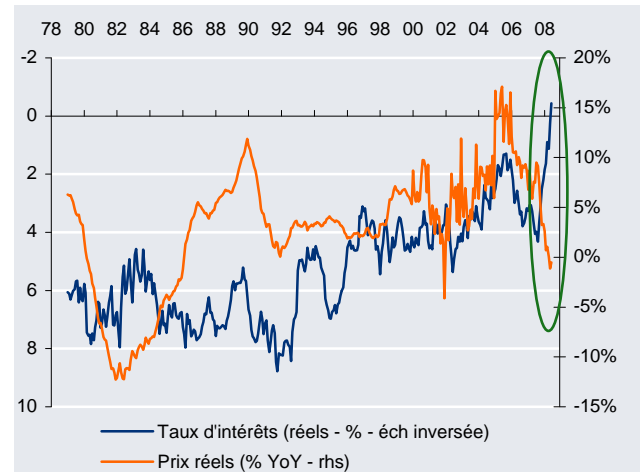
Premièrement, les taux d'intérêt, dans la mesure où ils sont une des variables les plus importantes pour déterminer l'annuité à payer pendant la durée de l'emprunt hypothécaire, constituent un facteur très influent, d'autant plus que la grande majorité des prêts sont à taux fixes. Au niveau nominal (Graphe 5), on constate que le pic des taux d'intérêts en 1981-82 correspond également au plancher du taux de

Gr 5 Croissance des prix et taux nominaux



Source : SPF Economie, BNB

Gr 6 Croissance des prix et taux réels



Source : SPF Economie, BNB et calculs ING

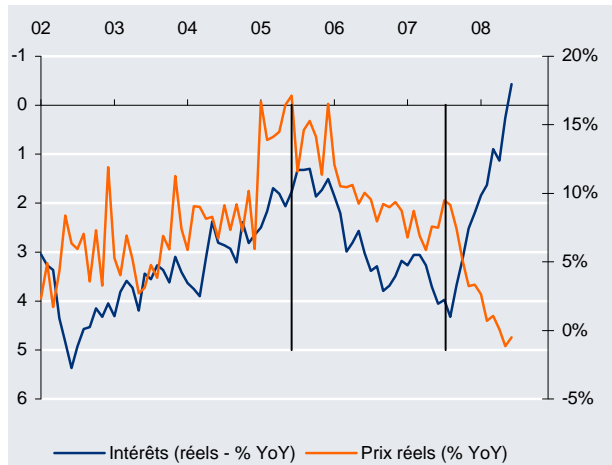
*... et les taux d'intérêt très bas ont favorisé la croissance de ces dernières années...*

croissance des prix. A partir de là, les taux de croissance sont repartis à la hausse, parallèlement à la baisse progressive des taux d'intérêt. Pour ce qui est du retournement du début des années 1990, il semble cependant que la hausse rapide de la croissance des prix nominaux, ainsi que la forte correction qui s'en est suivie, ne puisse pas être liée au taux d'intérêt nominal. Il en va de même pour la hausse rapide de la croissance des années 2000-2005 et de la correction s'en suit depuis la fin 2006. Les taux d'intérêts réels (Graphe 6) semblent pouvoir expliquer ces mouvements en partie. En effet, les deux corrections majeures de l'après 1990 et de l'après 2006 semblent avoir été provoquées par des hausses de taux réels d'environ 3 points de pourcentage après une période de taux bas pendant laquelle la croissance des prix s'était accélérée. Le début du cycle actuel est également cohérent avec cet argument : entre avril 2002 et octobre 2005, la croissance des prix réels est passée de 2 à 15% (YoY) et les taux réels de 5,5 à 1,3%. Avec la reprise économique, les taux sont repartis à la hausse et ont été ramenés à un peu plus de 4% à l'été 2007. Le taux de croissance des prix s'est dès lors lui aussi retourné et est revenu à environ 5% à l'été 2007.

*... mais ne sont plus un soutien suffisant aujourd'hui*

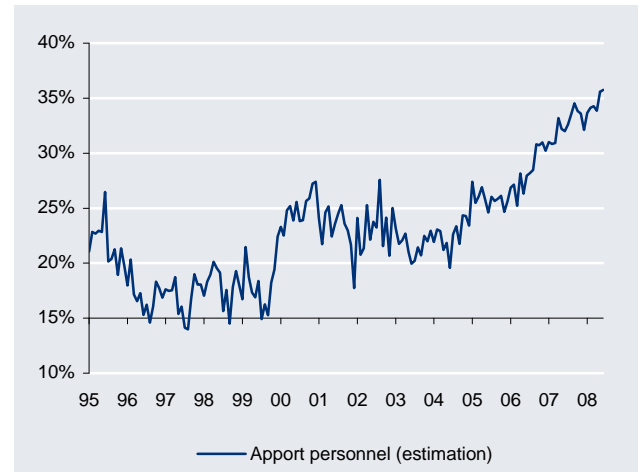
Depuis lors cependant, avec la crise financière et l'entrée de l'économie dans la phase descendante du cycle, les taux d'intérêts réels ont chuté (il faut noter que les taux nominaux ont diminué plus faiblement mais que l'inflation a été très élevée entre les étés 2007 et 2008) et sont négatifs depuis l'été 2008. Cependant, ce retournement rapide des taux n'a pas provoqué de changement dans la tendance pour les prix : la croissance des prix réels a continué à s'effondrer et est négative depuis avril 2008 (Graphe 7). C'est assez exceptionnel dans l'historique dont nous disposons, en tous cas sur une période aussi longue. Il est donc possible que la correction de la surévaluation qu'annonce l'analyse du rapport entre le revenu disponible et les prix de l'immobilier soit amorcée. En effet, il semble que des taux d'intérêt plus bas ne soient plus suffisants pour soutenir le marché depuis l'été 2007.

Gr 7 La baisse des taux ne soutient plus les prix



Source : SPF Economie, BNB et calculs ING

Gr 8 L'apport personnel nécessaire augmente



Source : BNB et calculs ING

*L'allongement de la durée des prêts a soutenu le marché...*

Dans l'examen de l'annuité, les taux ne sont pas seuls à jouer un rôle, un second élément étant la durée du prêt. Le fait que celle-ci puisse s'allonger - en Belgique, certaines banques vont jusqu'à 40 ans mais des pays comme la Grande-Bretagne vont plus loin - est également un soutien positif du marché. Cela dit, le prêt classique à 20-25 ans reste la star du marché même si depuis 2004-2005 une part croissante des nouveaux prêts est contracté pour plus de 25 ans. Il semble cependant que là non plus, ce ne soit plus suffisant. Il est en outre difficile d'imaginer que la durée des prêts puisse encore s'allonger au-delà de la durée standard d'une carrière professionnelle dans la mesure où les belges investissent dans l'immobilier justement pour pouvoir éviter des charges de remboursement (ou de loyer) trop lourdes lors de leur retraite. Les banques, au-delà d'une certaine durée, pourraient par ailleurs rencontrer des difficultés à titriser ces nouveaux prêts.

*... mais les apports personnels ont crû fortement*

Le troisième élément qui influence l'annuité est bien entendu le montant du prêt lui-même qui est fonction du prix d'une part et de l'apport personnel d'autre part. En effet, il est rare que l'emprunt accordé moyen couvre 100% du bien acheté. Bien entendu, plus la part personnelle est faible, plus le marché est soutenu. Des statistiques précises sur l'apport personnel des candidats acheteurs ne sont pas disponibles précisément. Néanmoins, on peut approcher cette statistique à l'échelle de l'économie belge en comparant le montant moyen des prêts accordés au montant moyen des transactions. Le rapport entre les deux variables exprime alors l'apport moyen des acheteurs au niveau macroéconomique. Or, depuis la mi-2004, la tendance de cette variable est nettement à la hausse, c'est-à-dire que l'emprunteur moyen paye lui-même une part de plus en plus importante de son bien. Cette part personnelle était de 20% du prix à la mi-2004 (Graphe 8). A la mi-2008, elle était de plus de 35% ! C'est une tendance<sup>4</sup> récente qui, à l'inverse des éléments cités ci-dessus, vient peser sur la croissance des prix dans la mesure où des apports personnels élevés tempèrent la demande. Or, même si, là aussi, le plafond n'est sans doute pas loin (les acheteurs ne peuvent pas indéfiniment augmenter leur apport), il est vraisemblable que l'apport personnel nécessaire reste élevé. En effet, la crise financière actuelle pousse les banques à demander plus de garanties, notamment sous la forme d'apports personnels importants, ce qui ne soutient pas les prix du marché.

De l'examen de **(i) et (ii)**, il faut conclure que les conditions de financement ne peuvent plus s'améliorer indéfiniment : il y a une limite à l'allongement des prêts, l'apport personnel nécessaire à l'achat va rester élevé et même des taux plus bas ne semblent plus soutenir les prix. Cela devrait faire revenir le marché

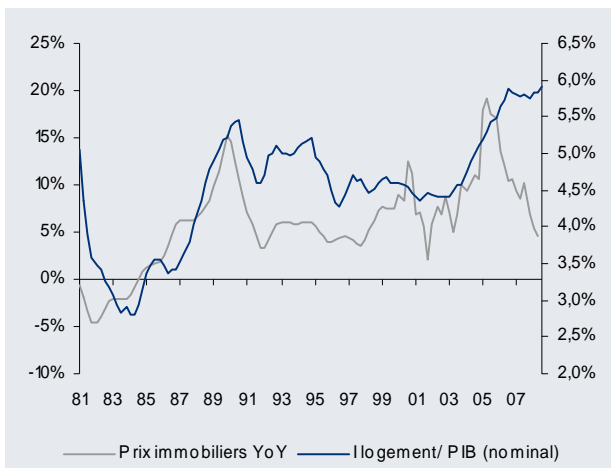
<sup>4</sup> On notera que cette évolution peut trouver plusieurs explications, par exemple le fait que davantage de ménages n'ont pas souscrit de prêt pour payer leur logement. Il ne faut donc pas en conclure nécessairement qu'il s'agit d'une restriction imposée par les banques.

à une réalité très terre à terre : l'immeuble moyen devient impayable pour le salaire moyen et, dans un contexte où les conditions de financement ne s'améliorent plus, les prix doivent baisser. Les taux d'intérêt plus bas ne feront que limiter la correction : c'est déjà le cas puisque pour la première fois la baisse des taux s'accompagne d'une baisse de la croissance des prix.

(iii) **Le marché primaire** (soit la construction des biens neufs), lorsqu'il est confronté au marché secondaire (l'achat des biens existants), peut aussi jouer un rôle. Imaginons par exemple que le prix du neuf diminue en raison d'une baisse des prix des matériaux. Cela rendra la nouvelle construction relativement plus intéressante, et détournera certains candidats acheteurs du marché secondaire, avec un effet négatif sur les prix. Par ailleurs, une période d'investissements massifs en logement augmente le stock de biens disponibles et peut se traduire par la suite par un tassement des prix. Le graphique 9 illustre ces liens en comparant le taux de croissance des prix de l'immobilier et le taux d'investissement en logement par les ménages. Ceci confirme que les deux variables évoluent dans le même sens : lorsque les prix de l'immobilier augmentent, on observe une augmentation nette du taux d'investissement en logement. Ceci peut s'expliquer d'une part par le fait qu'à prix égal, les candidats acheteurs préfèrent se tourner vers les nouvelles constructions, et d'autre part par le fait que dans un marché immobilier haussier, l'investissement en logement apparaît plus rentable.

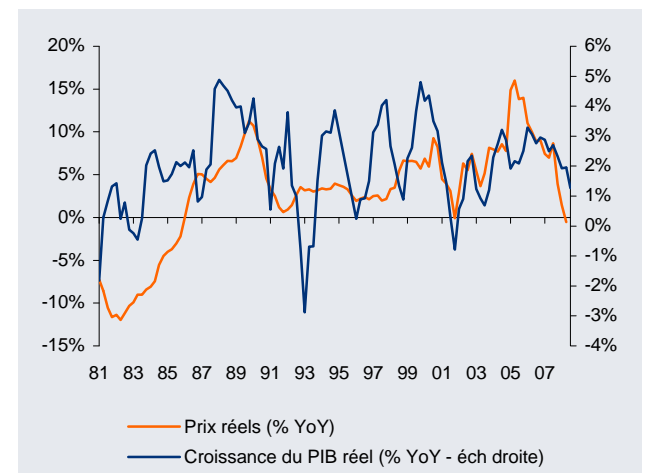
*L'activité dans la construction est un autre facteur explicatif...*

**Gr 9 Hausses de prix et taux d'investissement élevés vont de pair**



Source : SPF Economie, BNB et calculs ING

**Gr 10 Les prix sont aussi dépendants du cycle**



Source : SPF Economie, BNB et calculs ING

Cependant, depuis 2005, cette relation n'est plus respectée : alors que la hausse des prix immobiliers s'est fortement ralentie, le taux d'investissement en logement est resté particulièrement élevé. Lorsque c'est le cas trop longtemps, les stocks de biens invendus peuvent croître et venir amplifier le tassement du marché immobilier. C'est un phénomène qui participe vraisemblablement à la diminution actuelle de la croissance des prix. Deux éléments pourraient d'ailleurs accentuer ce phénomène en 2009 en venant soutenir l'investissement en logement : d'une part, les mesures prises par le gouvernement dans le cadre du plan de relance (réduction du taux de TVA sur les premiers 50.000 euros du montant de la facture d'une construction) et d'autre part la croissance plus modérée des prix des matériaux de construction (la croissance de l'indice ABEX était pratiquement nulle au second semestre 2008). Cependant, il est un fait que la crise économique majeure dans laquelle nous sommes entrés freinera l'investissement en logement.

*... et le surinvestissement des trois dernières années ne devrait pas soutenir le marché.*

Ceci nous amène à un élément supplémentaire qui peut diriger les prix de l'immobilier. Jusqu'à présent, nous avons raisonné à offre de biens immobiliers constante. Or, la crise économique grave que la Belgique va connaître cette année pourrait obliger certains propriétaires à vendre rapidement afin de

trouver un logement plus adapté à des revenus en baisse. Cet effet pourrait d'ailleurs bien être dominant : historiquement, les prix sont sensibles aux cycles (Cf. graphe 10) et donc baissent d'autant plus fortement que la récession est prononcée – or, nous savons que nous sommes à l'aube d'une récession très profonde. Il faut encore noter que ces changements de l'offre n'auront pas nécessairement d'impact sur le nombre de transactions réalisées mais plutôt sur les délais de ventes ou les stocks d'inventures et in fine sur les prix: ainsi, par exemple, si Era Real Estate vendait ses biens en 85 jours en moyenne en 2006, il lui en fallait 90 en 2007 et 99 en 2008.

### 3. Conclusions : l'accès du citoyen au marché immobilier

Comme nous l'avons montré, l'amélioration des conditions de financement, conséquences d'une décennie de taux d'intérêt bas et de liquidités abondantes, et de la fiscalité a permis aux prix de l'immobilier de se dissocier très nettement des salaires depuis une petite décennie. Il convient de souligner que cette situation est récente et qu'elle n'a pas de précédent. Croire que les conditions de financement vont s'améliorer continuellement est un leurre : en particulier en période de crise économique et financière, c'est l'inverse qui se produit. Il n'est pas raisonnable de penser que les périodes de prêt pourront s'allonger indéfiniment. De plus, crise financière oblige, il ne faut pas s'attendre à ce que l'apport personnel diminue à court terme. Enfin, même si les taux baissent considérablement, pour la première fois, cela ne semble plus soutenir la croissance des prix : celle-ci diminue alors même que les taux baissent. Ainsi, comme les conditions de financement se resserrent et que les taux bas ne sont plus un soutien suffisant, si les salaires ne sont pas ajustés, les prix doivent être, macroéconomiquement et à offre constante, la variable d'ajustement.

Pour illustrer, ceci, nous avons mis à jour la technique de calcul de l'indice d'accessibilité du marché immobilier d'ING (Cf. la série des Focus on Belgian Real Estate). Cet indice prend désormais en compte deux éléments : d'une part le rapport entre le salaire mensuel brut moyen (Cf. supra) et la mensualité du prêt hypothécaire moyen (le prêt moyen considéré est d'une durée de 25 ans) et d'autre part le rapport entre le montant du prêt accordé (avant 1995, il s'agit du prêt demandé) et le prix du bien moyen. Plus ces deux rapports diminuent, moins le bien immobilier moyen est accessible au ménage belge moyen et donc plus l'indice d'accessibilité est bas. Nous constatons que la baisse de l'accessibilité constatée depuis 2002, si elle n'est pas la plus forte, est au moins la plus longue baisse depuis 1980. L'accessibilité du marché est ainsi presque aussi basse en 2008 qu'il y a trente ans, à la veille d'une correction majeure sur le marché entre 1980 et 1985.

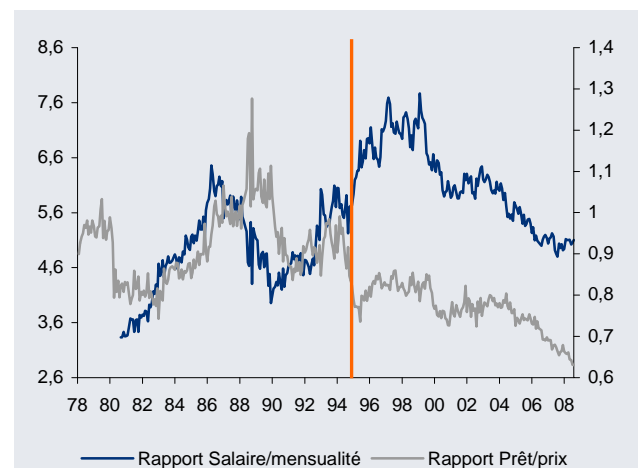
*Le marché belge est ainsi à la veille d'une correction majeure...*

Gr 11 Indice d'accessibilité (Janv 2000 = 100)



Source : Calculs ING

Gr 12 Composantes de l'indice



Source : Calculs ING



Si notre conclusion est qu'un ajustement des prix est très probable, il est malaisé de préjuger de la forme et de l'intensité qu'il aura. En effet, les conditions de marché, tant pour le financement qu'au niveau fiscal, sont radicalement différentes de celles de l'époque. Si le même ajustement que dans les années 1980 02/1981-04/1986 (un saut de 67 points de l'indice d'accessibilité en 63 mois) devait survenir aujourd'hui, il correspondrait à une *diminution* des prix de 44%, soit - entre juillet 2008 et octobre 2013 (63 mois) - -0,9% MoM en moyenne à taux d'intérêt constant (et si nous considérons que les salaires vont continuer de croître à leur rythme moyen depuis 2000). Même avec des taux plus bas de 1,5 points de pourcentage en moyenne sur la période, la diminution devrait être de 35% (soit -0,7% MoM en moyenne sur 63 mois). C'est évidemment excessif dans la mesure où il existe toujours des soutiens au marché (amélioration de la fiscalité et des taux d'intérêt bas, on l'a vu).

**... qui pourrait être de 15 ou 20%, sans que le rythme de l'ajustement soit certain.**

Un autre scénario plus vraisemblable pourrait ramener l'accessibilité à son niveau du début de la décennie (100 à l'été 2003). Cela correspondrait à une *diminution* des prix de 25% (ce qui donnerait, pour une période de 63 mois, une contraction mensuelle moyenne de 0,5% entre juillet 2008 et octobre 2013) à taux d'intérêt constant. Avec des taux plus bas de 1 point de pourcentage en moyenne sur la période, la diminution devrait être de 16% (soit -0,3% MoM en moyenne sur 63 mois). Cela correspond à ce que le FMI avait estimé pour le marché belge il y a quelque mois. Encore une fois, il s'agit d'une correction économiquement possible mais dont il se pourrait qu'elle soit atténuée par les changements favorables de la fiscalité et l'allongement des prêts de ces dernières années. D'autres facteurs (sociologiques et démographiques – Cf. supra) soutiendront également le marché. Il faut encore noter que ce raisonnement ne tient qu'à offre constante. Si les prix baissent trop vite, il est possible que certains vendeurs se retirent du marché pour attendre des jours meilleurs, ce qui serait favorable aux prix.

**Une bonne partie de cet ajustement pourrait intervenir cette année, probablement entre 5 et 8%.**

Il y a ainsi un éventail assez large de possibilités de correction. Il faut néanmoins remarquer qu'historiquement, les ajustements ont toujours été relativement brutaux, dès lors la période de 63 mois considérée comme exemple et correspondant à la période de correction du début des années 1980 apparaît plutôt comme optimiste, ainsi d'ailleurs qu'une baisse de 1 point des taux d'intérêt en moyenne sur cette période. Des baisses mensuelles des prix de 0,5% ont d'ailleurs déjà été observées au premier semestre 2008, il n'y a donc rien d'impossible dans notre supposition, d'autant que les prix sont aussi sensibles au cycle économique qui est loin d'être favorable. Le marché belge est ainsi probablement à l'aube d'un nouvel ajustement. Les spécialistes du secteur s'accordent déjà pour dire que le marché est passé aux mains des acheteurs en 2008. Au niveau macroéconomique, on peut probablement dire que le moment est venu de corriger certains déséquilibres. Un ajustement de 16% paraît une hypothèse raisonnable mais le rythme de la correction reste à déterminer. La récession qui nous attend en 2009 pourrait bien impliquer une correction de 5 à 8% cette année, soit entre un tiers et la moitié de la correction attendue.

## 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 Houde, avenue Marnix 24, 1000 Bruxelles.